

O Brasil exerce sua soberania monetária? Uma análise da política macroeconômica brasileira de 2011 a 2022 à luz da MMT

Maria Luíza Assis e Simone Deos¹

Introdução

Desde 2014, quando teve início um ciclo de desaceleração no crescimento da economia brasileira, a tese dominante no debate de política econômica é que a contração, a posterior queda do PIB e o crescimento pífio desde então são fruto da irresponsabilidade fiscal. Nesse contexto entraram em cena as agendas de reforma e desmonte do setor público, sempre sob o pretexto de buscar o equilíbrio fiscal. Após o golpe sofrido pela presidente Dilma foram aprovadas no Congresso, em 2016, a Emenda Constitucional 95 - que congelou os gastos públicos primários por até 20 anos - e em 2019 a Reforma da Previdência - que, entre outras coisas, e sempre visando a redução dos gastos, aumentou a idade mínima de contribuição para servidores e trabalhadores da iniciativa privada. Também no ano de 2019, primeiro ano do governo Bolsonaro, foi apresentada a Proposta de Emenda Constitucional da Reforma Administrativa, com o objetivo de reduzir o custo de operação do Estado. Todas essas propostas basearam-se no pressuposto de que deve-se reduzir a presença do Estado na economia, e buscaram diminuir determinadas categorias de gastos efetuados pelo setor público, notadamente os gastos sociais e de investimento, preservando sempre os gastos com juros.

Em 2020, com a crise causada pela Pandemia da Covid-19, o debate acerca da atuação do Estado na economia ganhou novos contornos. Até o desenvolvimento e distribuição das vacinas, o método mais importante para controlar a disseminação do vírus foi o isolamento social. Com isso, não só as condições de oferta da economia foram afetadas, com as cadeias de produção globais e locais desorganizadas, mas também a demanda foi fortemente impactada, em função do isolamento e da perda de trabalho e renda de muitas famílias, num contexto em que muitas pessoas não podiam sair para trabalhar. Como afirma Carvalho (2020, p. 17), “a pandemia provoca um curto-circuito macroeconômico, pois o distanciamento entre produtores e consumidores transforma-se em choque negativo tanto para a oferta quanto para a demanda. Tudo ao mesmo tempo”. O PIB mundial caiu 3% no

¹ As autoras são, respectivamente, mestranda no Cedeplar-UFMG, e Professora Associada no IE-Unicamp.

primeiro ano da pandemia. A relação dívida/PIB, por sua vez, aumentou em todos os países². No Brasil, só em 2020 o governo gastou R\$ 524 bilhões em ações direcionadas ao enfrentamento da pandemia e seus efeitos, como o auxílio emergencial, crédito às empresas e bancos e suporte ao sistema de saúde, sendo que o governo não apresentou dificuldades para se financiar durante o período (CONCEIÇÃO; DALTO, 2022).

Num momento em que ficou evidente que os gastos do governo foram cruciais para manter a economia em funcionamento e garantir o bem estar mínimo da população, foi impossível buscar o equilíbrio fiscal que a macroeconomia dominante nos manuais e na grande mídia recomenda, ao alardearem que os governos estão sempre sem dinheiro para gastar. Contudo, se em um período de crise foi possível um aumento do déficit público em proporções nunca vistas antes para realizar os gastos necessários de saúde e proteção social, o que impede que o governo mantenha orçamentos deficitários de forma a garantir o pleno emprego e o bem estar da população de forma permanente, com a provisão de bens e serviços públicos de qualidade, se isso não trouxer problemas no *front* externo e não levar a uma inflação de demanda?

De acordo com a Teoria Monetária Moderna (MMT), os governos que emitem moeda soberana não enfrentam restrição fiscal ou financeira para gastar (WRAY, 2019). Para que um país seja monetariamente soberano ele precisa emitir sua própria moeda, coletar impostos nessa moeda e emitir títulos também nessa moeda. Adicionalmente, para que um país seja monetariamente soberano ele não pode adotar um regime de câmbio fixo ou qualquer espécie de *currency board*. Ao adotar um regime de câmbio flexível administrado (*dirty floating*), o governo ganha autonomia para adotar políticas monetária e fiscal que busquem o pleno emprego, sem a preocupação de garantir uma taxa de conversão da sua moeda (DALTO *et al*, 2020).

Já os países que abrem mão de sua soberania monetária - o que pode ocorrer tanto pela adoção de uma moeda emitida por outro país, ou de um regime de câmbio fixo - enfrentam limites muito estreitos no espaço de sua política macroeconômica (DALTO *et al*, 2020). Kaboub (2015) mostra como o arranjo da Zona do Euro afeta a capacidade de países membros (lembramos da Grécia e Espanha, por exemplo) de realizarem políticas fiscais de geração de emprego, de melhora na qualidade de vida e de prosperidade econômica para seus cidadãos, uma vez que abriram mão de sua soberania monetária.

² Disponível no Monitor Fiscal do Fundo Monetário Internacional: <https://data.imf.org/?sk=4BE0C9CB-272A-4667-8892-34B582B21BA6>

Quando se discute finanças públicas é necessário desvincular-se da comparação sem sentido que a ortodoxia comumente faz entre as finanças de um governo e de uma família. O governo soberano, seguindo os princípios da moeda Cartalista³, primeiro define qual será sua moeda fiduciária, realiza o gasto (emite) nessa moeda e depois a terá de volta (a destruirá) por meio da cobrança de impostos (WRAY, 2003). Já no caso das famílias, o seu volume de gastos em consumo em nada irá impactar o quanto receberá de renda. Desse modo, e assumindo a validade macroeconômica do princípio da demanda efetiva - os gastos determinam o nível de renda da economia - podemos afirmar que a receita que o Estado irá obter por meio de impostos é uma variável dependente dos seus próprios gastos, enquanto no caso das famílias, as variáveis gasto e renda são independentes entre si. Adicionalmente, quando observa-se a economia a partir da ótica do balanço dos diferentes setores que a integram, levando em consideração fluxos de renda e estoques de riqueza financeira (poupança), observa-se que há necessariamente uma relação de compensação entre os resultados obtidos no setor público e o que ocorre no setor privado. Para o caso simplificado de uma economia apenas com setor público e setor privado⁴, se o setor público tem, hipoteticamente, um déficit, necessariamente o setor privado, em termos agregados, tem superávit. Isto é, aufere mais renda do que gastou, ou vale dizer, poupou. Assim, o setor privado da economia só poupa quando o setor público é deficitário (Deos e Ultremare, 2022).

Por ter controle sobre a emissão de sua moeda e de seus títulos de dívida que pagam juros, os governos de países que não abriram mão de sua soberania monetária não precisam seguir uma regra de orçamento equilibrado - uma política de "*sound finance*", como diz Abba Lerner (1951). Adicionalmente, o governo soberano nunca irá quebrar em sua própria moeda e, portanto, a política fiscal pode e deve ser utilizada para a garantia e manutenção do pleno emprego. O que não quer dizer que não possam ser auto impostas, em países que emitem moeda soberana, restrições legais e/ou políticas à utilização plena - isto é, ao uso funcional - da política fiscal.

Com o objetivo de analisar o exercício da autonomia da política econômica no Brasil de 2011 a 2022, este artigo traz uma discussão sobre a política macroeconômica brasileira, monetária e fiscal, tendo como referência a Teoria Monetária Moderna, cujos principais pilares foram apontados acima. Nesse sentido, o presente trabalho insere-se na discussão

³ Tal como definido por Knapp (1924), a moeda é uma ficha de pagamento (charta) que expressa uma unidade de valor. As "fichas" não precisam ser denominadas necessariamente por um material fixo e limitado (como era feito com o ouro), desde que tenham uma taxa de conversão anunciada pelo Estado - por isso a teoria cartalista também é chamada de Teoria Estatal da Moeda.

⁴ Para fins de simplificação, e sem nenhum prejuízo analítico, estamos suprimindo aqui o setor externo.

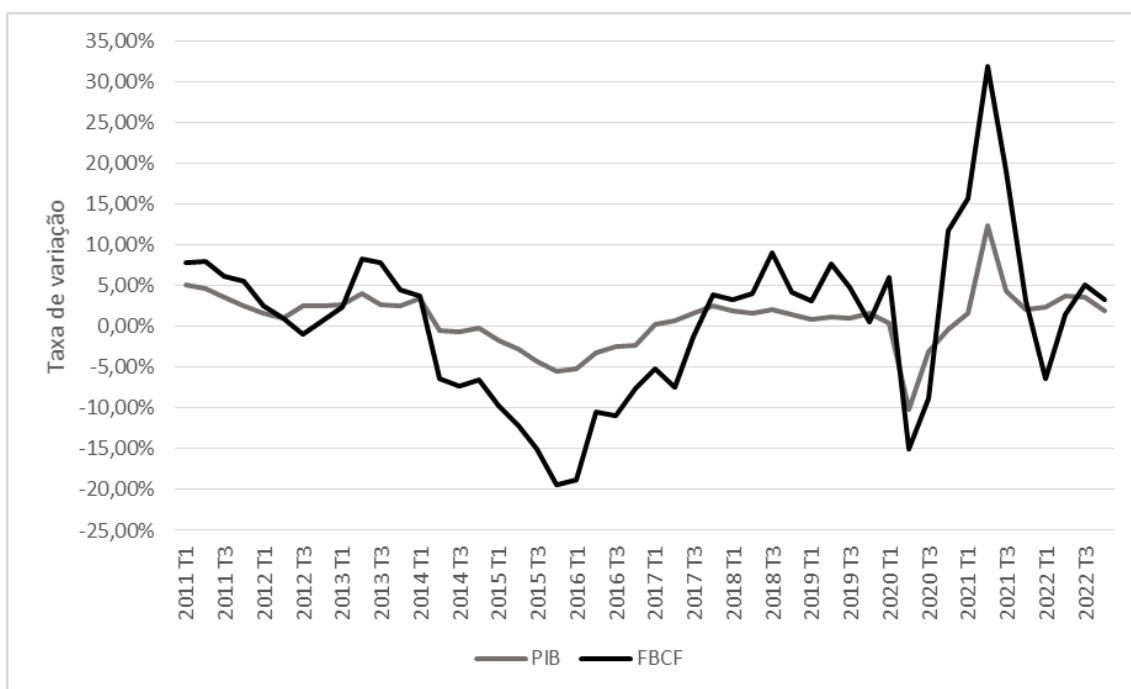
acerca dos limites para o exercício da política econômica em economias periféricas (Prates, 2002; Vergnanini e Conti, 2017; Deos e Gerioni, 2022). Para tal, organiza-se como segue: na primeira seção trata da política macroeconômica no Brasil de 2011 a 2022; na segunda, procura-se analisar a existência de restrição efetiva ao uso soberano da política econômica, quer em função da situação externa, quer por conta do nível de utilização dos recursos reais do país. Comentários finais e as conclusões sobre o exercício, ou não, da soberania financeira no período em tela estarão condensados na última seção, à guisa de conclusão.

1. Política macroeconômica de 2011 a 2022

Em 2011 teve início o primeiro mandato da presidente Dilma Rousseff, que assumiu o governo com a economia tendo crescido em 2010, no final do segundo mandato de Lula, a uma taxa de 5,4%, com uma inflação de 5,1%. A opção de política econômica adotada pela presidenta Dilma entre 2011 e 2013 foi voltada para reduzir os custos do setor privado, com o objetivo de incentivar o investimento produtivo. Laura Carvalho chama a agenda de política econômica deste período de “Agenda Fiesp”, a qual envolveu a “redução de juros, a desvalorização do real, a contenção de gastos e investimentos públicos e uma política de desonerações tributárias cada vez mais amplas, além da expansão do crédito do BNDES e o represamento das tarifas de energia” (CARVALHO, 2018, p. 59). O resultado, em termos de variação do PIB e da taxa de investimento (Formação Bruta de Capital Fixo - FBCF), pode ser observado no gráfico 1 abaixo que mostra que, no período de 2011 a 2016, ambos tiveram uma trajetória de queda, com um aumento tímido entre 2012 e 2013, mas uma queda muito acentuada de 2014 até meados de 2016.

Essa política não atingiu os objetivos esperados, para o que devem ter contribuído a queda no consumo das famílias e, mais ainda, do governo, tal como evidencia o gráfico 2. Sá (2021) mostra que no período entre 2000 e 2019 a composição dos gastos autônomos no Brasil era: 60,5% gastos públicos (consumo, investimento do governo, investimento das empresas públicas e consumo a partir das transferências); 23,2% exportações líquidas, e 16,3% gastos privados (consumo e investimento residencial das famílias).

Gráfico 1 - Taxa de variação do PIB e da FBCF. Brasil. Trimestral. 2011 a 2022.



Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Gráfico 2 - Taxa de variação do consumo das famílias e do consumo do governo. Brasil. Trimestral. 2011 a 2022.

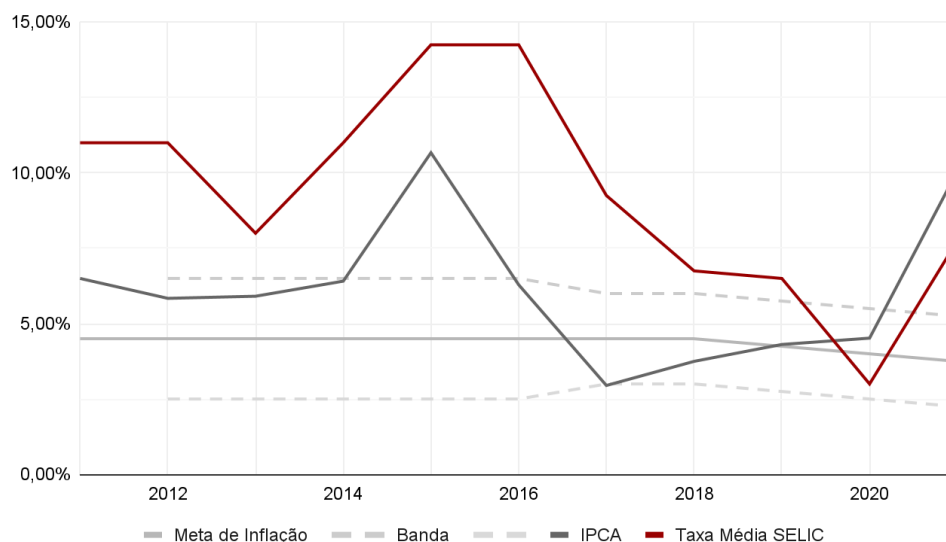


Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Assim, por mais que o governo buscasse incentivar o investimento privado reduzindo os custos, com a queda na demanda os empresários não se viram motivados a investir, como pode ser observado nos gráficos acima. O que ocorreu, na verdade, foi uma elevação e apropriação das margens de lucro. A propósito, quando Kalecki (1944) apontou os três meios de intervenção do governo para induzir a geração de pleno emprego⁵, ele pontuou que a opção de incentivo ao investimento privado era a menos eficaz, uma vez que não há motivos para esperar que as empresas invistam seus lucros, o que foi evidenciado durante o primeiro governo Dilma (DEOS, *et al.*, 2021).

Do lado da política monetária, de 2012 até 2013, aproveitando um período de inflação relativamente estável, o Banco Central (BC) reduziu a taxa de juros, no contexto da mencionada "Agenda Fiesp". Porém, ainda que a aceleração da inflação em 2014 e 2015 tenha sido causada, em grande medida, pela mudança nos preços administrados de combustíveis e energia (que elevaram os custos de produção), a opção para combatê-la foi via aumento de juros, como pode ser visto no gráfico abaixo.

Gráfico 3 - Meta de inflação, IPCA e Taxa Média SELIC. Brasil. 2011 a 2022.



Fonte: IBGE e Banco Central. A meta de inflação e o IPCA são dados acumulados anuais. Para a taxa SELIC foi realizada uma média entre os valores diários de cada ano. Elaboração própria.

⁵ Os três meios de intervenção do governo que podem ser usados como estímulo de geração de emprego são: elevação do gasto do governo com investimento público ou subsídios ao consumo financiados por empréstimos ou pela tributação; ii) estímulos ao investimento privado por meio da redução da taxa de juros ou diminuição da tributação; e iii) redistribuição de renda das classes alta para as de baixa renda por meio da tributação.

No Brasil, assim como no resto do mundo, quem determina a taxa de juros de curto prazo (SELIC) é a autoridade monetária, e o faz por meio de operações de política monetária - por isso diz-se que essa taxa de juros é exógena. No Brasil, desde 1999, o regime de política monetária é o de metas de inflação, e nesse regime a principal função do Banco Central é fazer a inflação convergir para a sua meta. É importante ressaltar que o Banco Central não tem como agir, diretamente, sobre a taxa de inflação, e que usa como instrumento para tal o *fine tuning* sobre a taxa de juros básica da economia, esperando que indiretamente a taxa de juros exerça influência sobre o nível de preços, quer por meio dos seus impactos sobre o câmbio, quer por meio de seus impactos sobre o crédito e as decisões de consumo e investimento dos agentes.

A partir de 2015, quando teve início o segundo mandato de Dilma, houve uma guinada ultra liberal na política econômica para enfrentar um cenário que, à época, o próprio governo entendeu como sendo de desequilíbrio macroeconômico - baixo crescimento e aceleração da inflação - mas que, muito mais do que isso, era de enorme tensão política. As medidas principais foram a correção de tarifas públicas, elevação de taxas de juros - gráfico 3 - e corte nos gastos públicos, acentuando um movimento que havia começado em 2014, como pode-se observar no gráfico 2. E se, por um lado, a inflação começou a ceder, a trajetória de crescimento não foi retomada, como evidenciam os dados do gráfico 1. Por fim, deve-se apontar que a mudança de direção da política econômica no primeiro governo Dilma - redução do estímulo fiscal e escolha do investimento privado como indutor do crescimento - levou a uma tremenda debilidade da economia, abrindo espaço para aprofundar a crise política que levou ao impeachment da presidenta (DEOS *et al.*, 2021).

O governo Temer, apesar de breve, colocou em prática uma agenda de reformas liberais que o mercado não só aguardava, mas pressionava e operava politicamente para que acontecesse. Seu governo teve como principal referência o programa Uma Ponte Para o Futuro (PMDB, 2015), que apontou uma suposta crise fiscal como o centro de todos os problemas: recessão, alta inflação, juros elevados, desemprego crescente e paralisação dos investimentos. O tripé de qualquer ajuste fiscal duradouro deveria ser a redução estrutural das despesas públicas, a redução do custo da dívida pública e o crescimento do PIB. A convicção era de que de que seria possível retomar o crescimento, dessa vez de forma duradoura, mantendo o orçamento equilibrado:

Não há contradição entre equilíbrio fiscal verdadeiro e crescimento econômico verdadeiro. Há, sim, contradição entre correções pontuais e improvisadas de curto

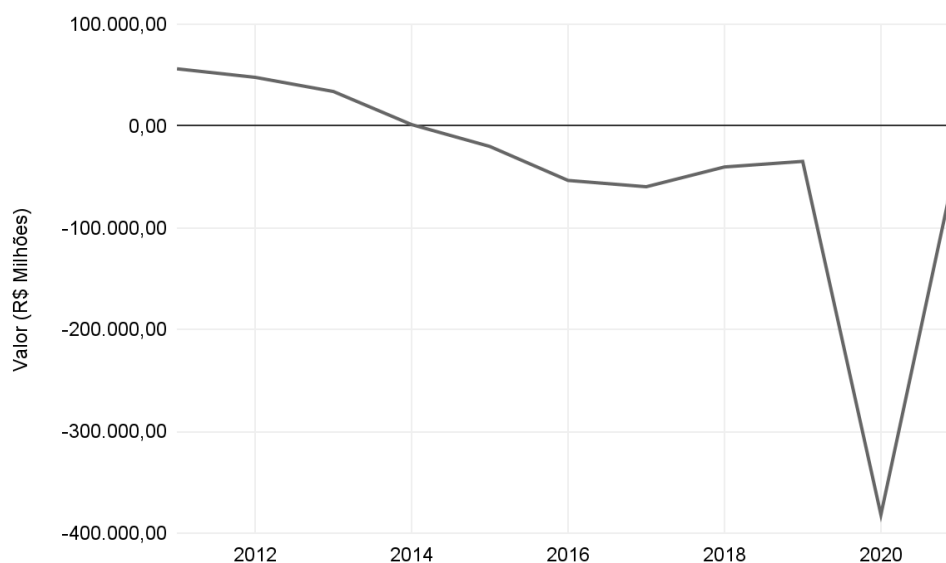
alcance e o crescimento verdadeiro. Portanto, equilíbrio fiscal de longo prazo e crescimento econômico duradouro não são objetivos incompatíveis e podem perfeitamente ser perseguidos simultaneamente. (MDB, 2015, p.6)

Porém, e diferentemente da visão expressa no documento acima tratado, do ponto de vista da demanda efetiva, os gastos autônomos são determinantes da renda no curto prazo e do seu crescimento no longo prazo. Eles são compostos por gastos do governo, do setor privado e do setor externo, sendo que os gastos públicos (consumo, investimento, investimento das empresas públicas e consumo a partir das transferências) tiveram um peso médio de 60% no total de gastos autônomos da economia no período em tela. Por isso, para Sá, “é improvável que as exportações ou os gastos autônomos privados consigam puxar o crescimento sozinhos por vários anos, devido ao seu peso relativamente pequeno no total dos gastos autônomos” (SÁ, 2021, p. 12).

Das reformas propostas pelo Executivo ao Legislativo, foram aprovadas, ainda no governo Temer, o Teto de Gastos (EC 95, em 2016) e a Reforma Trabalhista (Lei 13.467/2017), e houve um avanço na discussão da Reforma da Previdência, que só foi aprovada em 2021, já no governo Bolsonaro.

A EC 95, conhecida como PEC do Teto de Gastos, definiu que as despesas primárias do Governo Federal não poderiam crescer em termos reais por vinte anos e, para tanto, não poderiam aumentar mais do que a inflação do período anterior. O discurso era que a crise na qual o país se encontrava era fruto da irresponsabilidade fiscal dos governos anteriores e que realizando cortes seria possível recuperar a confiança dos agentes e retomar o crescimento econômico. Contudo, e não surpreendentemente, o Teto de Gastos não foi efetivo nesse sentido, pois a tentativa de retomar o crescimento com equilíbrio fiscal não teve sucesso, como pode ser observado no gráfico 4 abaixo.

Gráfico 4 - Resultado Primário do Governo Federal Brasileiro. Valores Reais. R\$ Milhões. 2011 a 2022



Fonte: Tesouro Transparente.

Essa agenda foi continuada e aprofundada no governo Bolsonaro. O ministro Paulo Guedes, no seu discurso de posse em 2019⁶, declarou que os gastos públicos no país estavam subindo há quarenta anos ininterruptamente, e que isso deixou para o Brasil sérias consequências, como hiperinflação, moratória externa e crises cambiais recorrentes. Disse, ainda, que estávamos respirando à sombra de uma falsa tranquilidade, uma vez que o país se encontrava estagnado economicamente. Nesse contexto iniciou-se a experiência neoliberal mais profunda na história do país. São marcos desse governo, por exemplo, a Reforma da Previdência, a autonomia do Banco Central, o violento encolhimento do BNDES e a privatização da Eletrobrás.

No entanto, os anos de 2020 e 2021 marcaram um momento histórico único não só no Brasil, mas em todo o mundo, com a pandemia da COVID-19, que abalou as certezas econômicas então esmagadoramente vigentes e trouxe de volta, de forma urgente, a necessidade de expansão dos gastos públicos, como demonstrado pelos dados do gráfico 2. Pode-se dizer que, a partir desse momento, o discurso de que “o dinheiro acabou” caiu por terra pois, após resistência inicial, até mesmo o ministro Paulo Guedes entendeu que era necessário gastar para conter os efeitos negativos da pandemia.

⁶ Veja em DEOS *et al.* 2021.

Mas como foi possível para um país que estaria numa aguda crise fiscal, segundo economistas e mídia mainstream, aumentar os gastos em tal magnitude? Como foi que o governo de um país "quebrado" conseguiu gastar? Uma vez tendo sido superados os entraves políticos e legais ao gasto, do ponto de vista operacional o Tesouro Nacional (TN) fez como sempre faz quando o governo precisa pagar por algum produto ou serviço comprado - isto é, precisa gastar. No Brasil, o Tesouro Nacional é quem faz os pagamentos aos setores não-governamentais, isto é, às famílias e firmas, e quem recebe os pagamentos de impostos do setor não-governamental. Para tal, tem uma conta (chamada de conta única) no Banco Central, e este, em nome do TN, faz um crédito nas contas bancárias mantidas pelos fornecedores de bens e serviços do Tesouro quando estes devem receber. Como o Tesouro é legalmente obrigado a manter essa conta com saldo positivo, caso esse saldo vá se aproximando de zero e o volume de emissões de títulos programadas para o ano em curso não seja suficiente para fazer frente às novas despesas contratadas, o Tesouro será obrigado a emitir mais títulos de dívida.

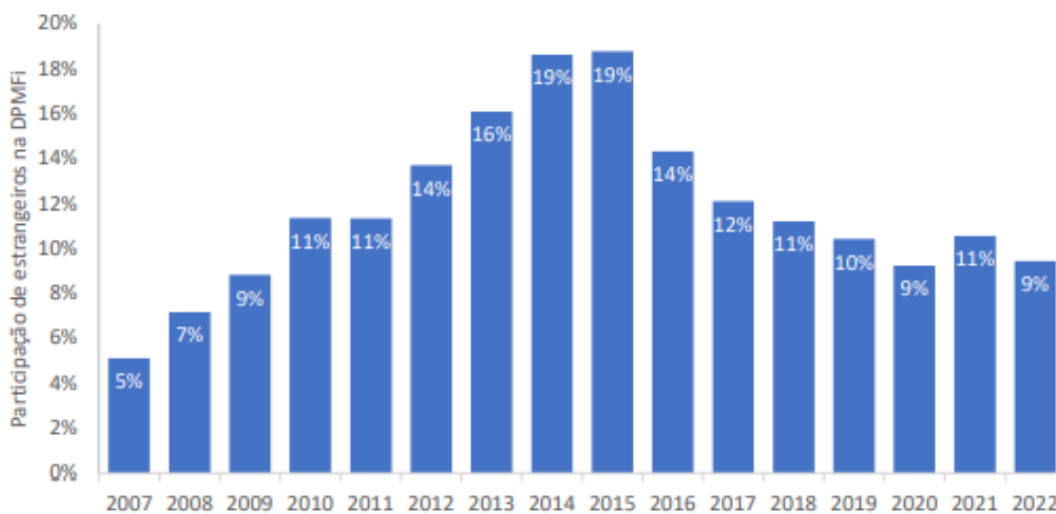
2. O Brasil enfrentou restrições econômicas ao uso das políticas monetária e fiscal entre 2011 e 2022?

Como apontado anteriormente, se adotado o princípio da demanda efetiva e a MMT como seu corolário, as únicas restrições econômicas *strictu sensu* que se colocam a um país emissor de moeda soberana são a restrição externa e a inflação de demanda, sendo que esta só ocorre com plena utilização da capacidade produtiva e da mão de obra. Além dessas, restrições ideológicas, políticas e legais de fato existem, sendo muito difícil lidar com elas. Contudo, essas restrições são de outra ordem, nada tendo a ver com a qualidade da moeda do país..

De acordo com a MMT, os governos que emitem moeda soberana não enfrentam restrição fiscal ou financeira para gastar - vale dizer, eles não são financiados pelos contribuintes e nem pelos que compram títulos da dívida pública (WRAY, 2019). Para que um país seja monetariamente soberano ele precisa emitir sua própria moeda, coletar impostos nessa moeda e emitir títulos de dívida também nessa moeda. Adicionalmente, esse país não pode adotar um regime de câmbio fixo ou qualquer espécie de *currency board*. Ao adotar um regime de câmbio flexível administrado (*dirty floating*), o governo ganha autonomia para operar suas políticas monetária e fiscal buscando o pleno emprego, sem a preocupação de garantir uma taxa de conversão da sua moeda em moeda estrangeira (DALTO *et al*, 2020). O

Brasil adotou o *dirty floating* em 1999. Adicionalmente, os títulos da dívida emitidos pelo Tesouro Nacional são, em sua imensa maioria - 95,7 % - emitidos em reais, moeda doméstica (ou seja, é um endividamento interno), e são também majoritariamente - mais de 90% - detidos por residentes no Brasil, como pode ser observado no gráfico 5 abaixo. Com isso pode-se afirmar que o Brasil tem moeda soberana e autonomia de política macroeconômica? O que aponta a literatura?

Gráfico 5 - Evolução da participação de não-residentes na DPMFi (%)



Fonte: TESOURO NACIONAL, 2023, p. 25

Há um debate sobre essa questão desenrolando-se entre economistas heterodoxos. Um conjunto de autores aponta que a posição hierarquicamente inferior da moeda brasileira no sistema monetário internacional retira a autonomia da política monetária praticada no país, pois esta precisa voltar-se sobretudo para dar maior estabilidade ao câmbio, em detrimento dos objetivos internos (VERGNHANINI e CONTI, 2017). Efetivamente, a política monetária num regime de metas em país periférico, sobretudo no caso de adoção abertura da conta de capitais, precisa responder às constantes flutuações cambiais com o intuito de suavizá-las (*fear of floating*), e para isso faz ajustes na taxa de juros. Isso porque as oscilações bruscas no câmbio, sobretudo as depreciações, têm impactos sobre a inflação - o chamado *pass through* (LIMA, 2021). Numa perspectiva semelhante, Prates (2010) afirma que sendo o Brasil emissor de uma moeda pouco líquida, não tem autonomia de política monetária porque o BC não teria capacidade de esterilizar completamente o resultado de suas intervenções no mercado de câmbio, dado que isso afetaria sua capacidade de manter a taxa de juros. De

maneira análoga, tais autores consideram que a política fiscal precisa ser passiva (equilibrada, ou mesmo superavitária) num país periférico como o Brasil, sob pena de levar o BC a uma situação na qual não mais poderia esterilizar o excesso de reservas no mercado monetário, perdendo o controle da política monetária.

Qual o principal problema com a linha de argumentação acima exposta? Sua inconsistência com a prática cotidiana dos bancos centrais, inclusive do Banco Central do Brasil, que não encontra dificuldade para manter a taxa de juros Selic em torno da meta por ele definida, independentemente do que aconteça no mercado de câmbio e dos resultados fiscais. Imaginemos, por exemplo, que o BC compra dólares no mercado de câmbio para impedir que o real se aprecie. O resultado dessa operação será um excesso de liquidez no mercado de reservas doméstico e interbancário. Diante disso, o esperado é que os bancos, detentores dessa liquidez excedente, queiram livrar-se de moeda que não rende juros, e comprar títulos do BC que rendem juros. Para tal, o banco vai usar títulos do TN que tem em carteira e realizará uma operação passiva de política monetária, com o objetivo de manter a taxa de juros Selic ao redor da meta e evitar instabilidades no sistema financeiro. Uma situação análoga acontecerá no caso de um governo deficitário, que injeta mais moeda no sistema do que dele retira, aumentando a liquidez no interbancário. O BC, necessariamente, atenderá aos desejos dos participantes do mercado por trocar moeda excedente por títulos do TN, e com isso manterá a taxa de juros ao redor da meta que determinou (Deos e Gerioni, 2022)

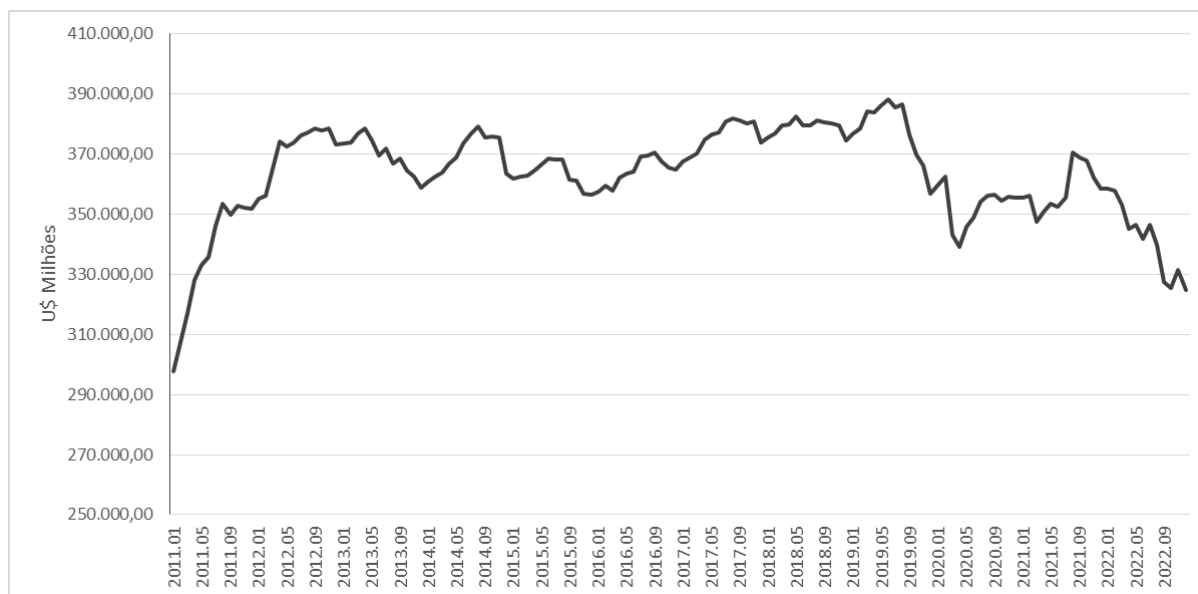
De fato, o Brasil não é um emissor de moeda reserva internacional e, como tal, enfrenta restrições externas e sofre os efeitos das variações do câmbio. Contudo, admitir esse aspecto importantíssimo não implica afirmar que o país não tem, pela condição periférica de sua moeda, soberania monetária, o que o impediria de ter autonomia sobre a sua política macroeconômica. Em termos do mercado monetário doméstico, como já sugerido acima, o BC define e mantém a taxa de juros no patamar que ele quiser, levando em consideração para isso o seu modelo macroeconômico. Para não nos estendermos desnecessariamente na história, podemos afirmar que desde 1999 nunca houve - e não haveria de fatos motivos para tal - uma única ocasião em que o BC tenha tido qualquer dificuldade em manter a taxa de juros de curto prazo no patamar que ele definiu. O BC é o ofertante monopolista de reservas no mercado.

Para avaliar as restrições econômicas efetivas ao uso da política macro com vistas a alcançar o objetivo do pleno emprego, é necessário averiguar a situação externa do país em transações correntes - somatório da balança comercial, de serviços e de transferências

unilaterais do país com o resto do mundo - bem como o estoque de reservas internacionais que detém. Isso porque um problema recorrente para as economias subdesenvolvidas é que elas enfrentam restrições externas - isto é, escassez de reservas internacionais - ao longo de ciclos expansivos.

Desde 2005 o Brasil vem apresentando uma posição externa mais confortável relativamente àquela que enfrentou logo após a saída do regime de câmbio fixo, quando manteve um volume de reservas que correspondia, em média, a 4,5% do PIB. Em 2005, o país quitou sua dívida com o FMI e, a partir daí, seguindo uma tendência internacional desencadeada após a crise da Ásia, foi incrementando rapidamente o volume de reservas detidas pelo Banco Central (LAAN, CUNHA e LÉLIS, 2012). A tendência de crescimento das reservas foi mantida nos anos seguintes (gráfico 6 abaixo), de forma que o país atingiu, em 2020 e 2021, um volume de reservas superior a 20% do PIB. Ao final de 2022, o país possuía um colchão confortável de reservas, de aproximadamente 15,5% do PIB.

Gráfico 6 - Reservas Internacionais. Brasil. US\$. Mensal 2011 a 2022

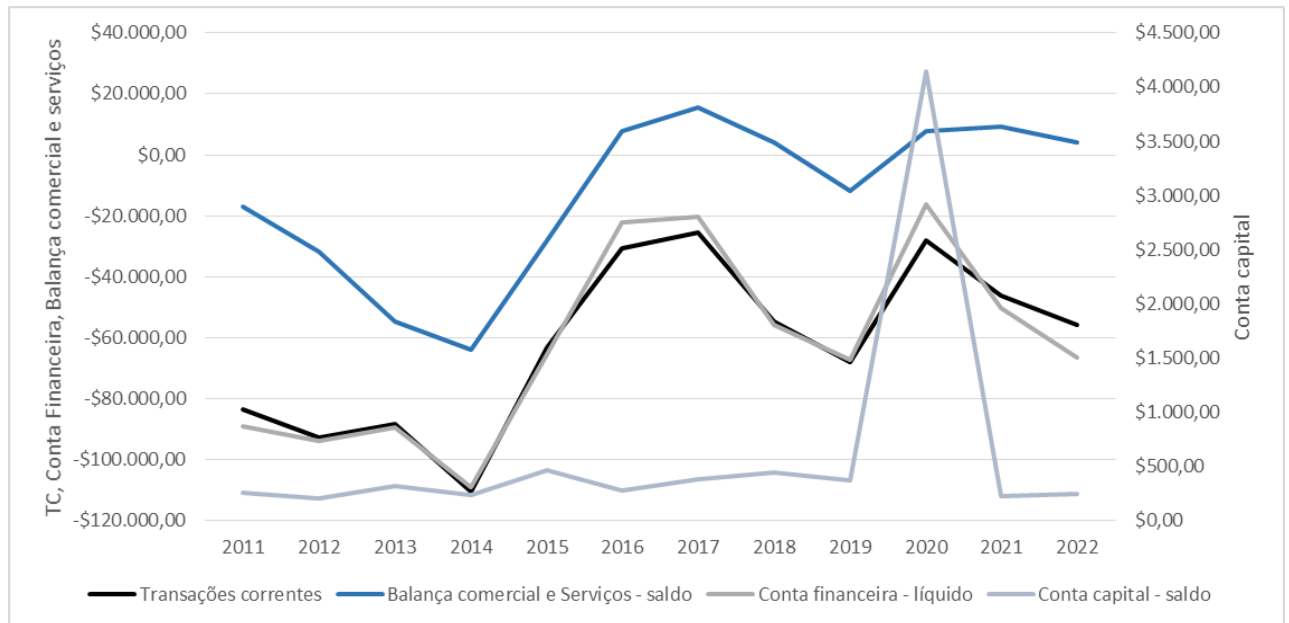


Fonte: Banco Central.

Por seu turno, o balanço de transações correntes apresentou um pequeno déficit em 2022 de US\$ 55.959,20 - aproximadamente 2,9% do PIB - e a balança comercial teve um superávit de US\$ 4.144,20. O que essas informações sobre os fluxos de entrada e saída de câmbio nos últimos anos, associadas à informação sobre o estoque de reservas detido indicam é que a situação externa do Brasil é confortável e foi assim durante o período em análise -

2011 a 2022. Sendo assim, não se pode considerar que a restrição externa tenha sido um obstáculo ao uso das políticas macroeconômicas com vistas à obtenção do pleno emprego.

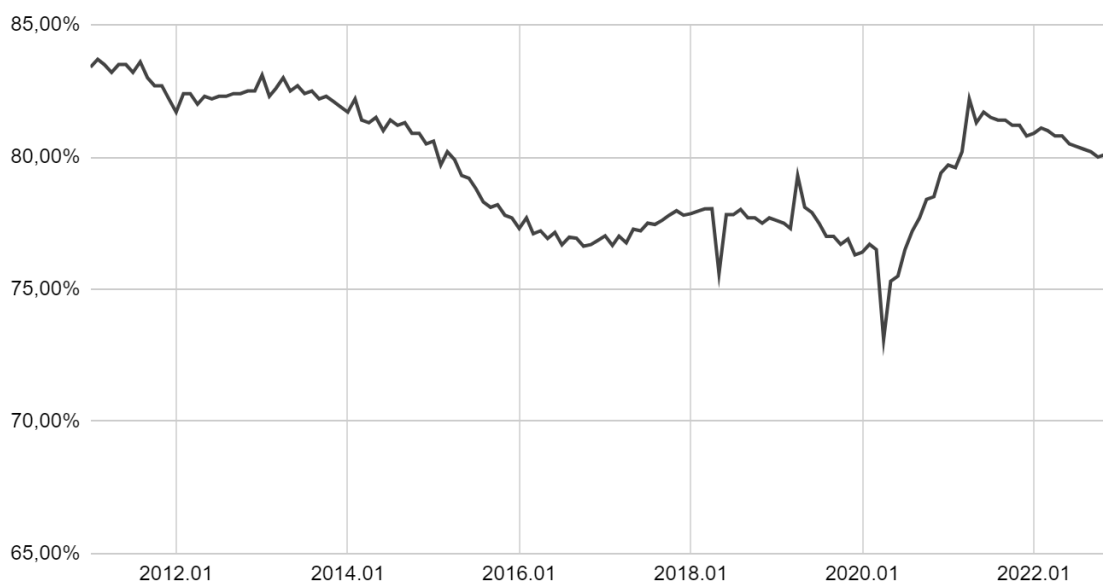
Gráfico 7 - Transações Correntes. Brasil. US\$ (milhões). Anual 2011 a 2022.



Fonte: Banco Central. Elaboração própria

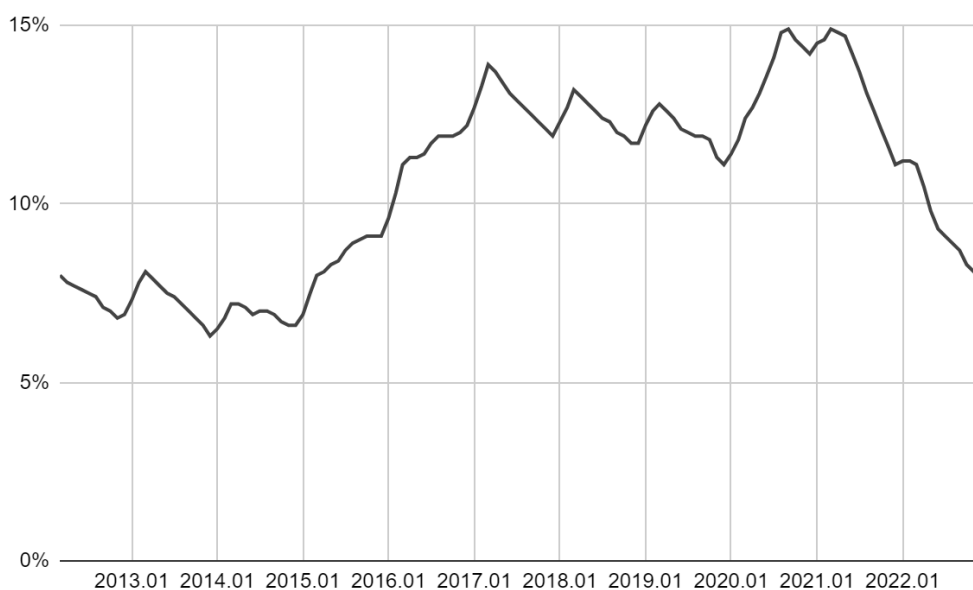
Passemos para o ponto seguinte e vamos avaliar se, de alguma forma, o pleno emprego da capacidade instalada e da mão de obra podem ter representado um obstáculo ao uso de políticas macroeconômicas expansionistas. Analisando as informações contidas nos gráficos 8 e 9 abaixo, observamos que no período compreendido entre 2012 e 2015 a taxa de desocupação de mão de obra foi relativamente baixa - menor do que 10% para todo o período, tendo se mantido em torno de 7% para o biênio 2014-2015, quando voltou a subir alcançando aproximadamente 15% nos anos da pandemia.

Gráfico 8 - Grau de utilização da capacidade instalada. Brasil. 2011 a 2021.



Fonte: IPEADATA.

Gráfico 9 - Taxa de desocupação. Brasil. 2012 a 2022.



Fonte: IPEADATA.

O movimento observado no mercado de trabalho encontra paralelo com o que se observa no gráfico 8, que apresenta a dinâmica da utilização da capacidade instalada no país (porcentagem do parque industrial que está operando) no período em análise. De fato, a utilização da capacidade instalada caiu de 2014 a 2017, estabilizando-se num patamar baixo

de então até 2019, quando voltou a cair. O que esses dados em conjunto sugerem é que, talvez excetuando-se o período 2014-2015, quando as taxas de desemprego e desocupação estavam baixas, para o restante do período em análise não havia possibilidade de um estímulo de política macro resultar em inflação de demanda, dada a existência de recursos produtivos ociosos. Assim sendo, esse conjunto de evidências nos permite sugerir que o Brasil não enfrentou, entre 2012 e 2022, restrições econômicas ao uso das políticas fiscal e monetária para buscar o pleno emprego.

Considerações finais

As evidências empíricas do período indicam que os discursos a respeito da falta de espaço fiscal no Brasil não se assentam em restrições reais da economia, mas em limites de outra natureza: ideológicos, políticos e legais. Por outro lado, vimos uma correspondência bastante grande entre o movimento dos gastos autônomos em geral, e dos gastos do governo em particular, sobretudo em função da adoção de metas fiscais restritivas. Por sua vez, os momentos de alta da inflação - em 2015 e em 2021/22 -, foram causados por pressões do lado da oferta e não da demanda. Portanto, nem a política de incentivo ao investimento privado, nem as de austeridade fiscal, tampouco o manejo da taxa de juros trouxeram resultados significativos para as contas públicas e para o crescimento da economia.

Os dados das contas externas brasileiras, a princípio, não indicaram uma restrição para a execução das políticas fiscal e monetária. De fato, o resultado das transações correntes mostram um certo grau dependência do setor externo (algo característico de economias periféricas), mas isso não resultou em um comprometimento das contas públicas, uma vez que 95% da dívida pública é denominada em reais e 90% dos detentores são residentes. Seguindo o arcabouço da MMT, isso significa que o Brasil está se endividando em sua própria moeda, e como não existe pressão pelo lado da demanda e há capacidade produtiva ociosa, não existem motivos para o país se preocupar com uma aceleração inflacionária por parte da demanda, ou então uma trajetória de dívida que irá impedir seu crescimento econômico.

Mesmo com o lado real da economia não apresentando empecilhos para o uso de uma política fiscal mais ativa, devemos supor que elas não foram executadas porque existem fortes restrições ideológicas e institucionais para tal, difíceis de serem superadas. O discurso ortodoxo de condição necessária de equilíbrio das contas públicas é muito forte, o que levou à

aprovação de leis que reforçam sua dominação, como a autonomia do Banco Central e a PEC do Teto de Gastos.

Por fim, é possível afirmar que existia espaço para o Brasil exercer sua soberania monetária através de uma política fiscal mais ativa, com incentivo ao investimento e ao consumo, bem como articulado a políticas de geração de emprego. Como apontado anteriormente, a taxa de crescimento do PIB acompanha a taxa de crescimento do gasto público e, portanto, o resultado das contas públicas não deve ser o fim, mas um instrumento de política econômica. Mesmo assim, os governantes optaram por seguir a ideologia econômica que se prende ao equilíbrio das contas públicas como única forma de se obter estabilidade e crescimento econômico. É preciso refletir sobre quem de fato se beneficia com as políticas de austeridade, e se elas são um modelo que levam em conta as características específicas daquela sociedade.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais - v2.1.** Módulo Público. Brasília. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em outubro/2022.

BIANCARELI, André. **O governo Temer na economia: conjuntura, estrutura e fracasso.** Le Mond Diplomatique Brasil. Economia. Disponível em: <https://diplomatie.org.br/o-governo-temer-na-economia-conjuntura-estrutura-e-fracasso/>. Acesso em outubro/2022.

CARNEIRO, Ricardo. **A agenda econômica anacrônica do governo Bolsonaro.** Brazilian Keynesian Review, v. 5, n. 1, p. 154–173, 1st Semester 2019.

CARNEIRO, Ricardo. **As falhas da Modern Monetary Theory (MMT).** Brazilian Keynesian Review, v. 6, n. 2, p. 290–312, 2nd Semester 2020.

CARVALHO, Laura. **Valsa brasileira: do boom ao caos econômico.** São Paulo, SP: Todavia, 2018.

CARVALHO, Laura. **Curto-circuito: o vírus e a volta do Estado.** São Paulo, SP: Todavia, 2020.

CARVALHO, Laura; ROSSI, Pedro. **Mitos fiscais, dívida pública e tamanho do Estado.** In Economia pós-pandemia: desmontando os mitos da austeridade fiscal e construindo um novo paradigma econômico. São Paulo/SP: Autonomia Literária. 2020.

CONCEIÇÃO, Daniel N.; DALTO, Fabiano. **A importante lição da Coronacrise sobre os**

limites do gasto público. *In* Dominância Financeira e Privatização. Brasília: [s.n.], 2022 p. 148–177.

CONTI, Bruno Martarello De; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. **A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos.** *Economia e Sociedade*, v. 23, n. 2, p. 341–372, maio 2014.

DALTO, Fabiano *et al.* **Teoria Monetária Moderna - MMT: a chave para uma economia a serviço das pessoas.** Fortaleza/CE: [s.n.], 2020.

DEOS, Simone *et al.* **Modern Money Theory: rise in the international scenario and recent debate in Brazil.** *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 41; n. 2; p. 314-332, abr. 2021.

DEOS, Simone; GERIONI, Enzo. **Macroeconomic policy under a managed floating exchange rate regime: a critical appraisal of the International Currency Hierarchy literature.** Texto para Discussão 428. Instituto de Economia da Unicamp. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/TD/TD428.pdf>. Março/2022.

DEOS, Simone; ULTREMARE, Fernanda. **O déficit público é a poupança do setor privado.** Texto para Discussão 437. Instituto de Economia da Unicamp. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/TD/TD437.pdf>. Setembro/2022.

DWECK, Esther. **Por que é imprescindível revogar o teto de gastos?** *In* Economia pós-pandemia: desmontando os mitos da austeridade fiscal e construindo um novo paradigma econômico. São Paulo/SP: Autonomia Literária. 2020.

FREITAS, Maria Cristina Penido. **Banco Central e política macroeconômica: o regime de metas de inflação.** *In* Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira. 1a. ed. São Paulo: Editora Gráfica Atitude : Publisher Brasil, 2010.

IPEADATA. Rio de Janeiro. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em outubro/2022.

IBGE. **Séries Históricas.** Rio de Janeiro. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas>. Acesso em outubro 2022.

KABOUB, Fadhel. **A Note Financial Sovereignty.** *In*: Scoping Workshop On Monetary Sovereignty, 25 maio 2015, Moscow. *Anais..Moscow*: [s.n.], 25 maio 2015. Disponível em: <https://ild.hse.ru/data/2015/05/21/1097330887/Kaboub-FinancialSovereignty-2015.pdf>. Acesso em: 19 nov. 2021.

KALECKI, Michael. **Aspectos políticos do Pleno Emprego.** 1944.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda.** São Paulo: Nova Cultural, 1996.

KNAPP, George Friedrich. **The State Theory of Money.** Clifton, NY: Augustos M. Kelley,

1924.

LAAN, cesar; CUNHA, André, LÉLIS, Marcos. A estratégia de acumulação de reservas no Brasil no período 1995-2008: uma avaliação crítica. **Economia e Sociedade**, v. 21, n.1 (44). 2012.

LERNER, Abba P. **Economics of Employment**. First Edition ed. NY, Toronto, Londres: McGraw-Hill Book Company, Inc., 1951.

LIMA, Luan L. **Assimetria do repasse cambial no Brasil: uma abordagem empírica não linear**. (Dissertação de mestrado). Campinas, 2021.

MACEDO, Antônio Carlos. **O que mostram as demonstrações? Balanços e resultados dos Bancos Centrais**. IPEA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2016.

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco, SP: Novo Século, 2009.

MITCHELL, William; WATTS, Martin; WRAY, L. Randall. **Macroeconomics**. [S.l: s.n.], 2019.

PEREIRA, Bruno R.; BASTOS, Carlos Pinkusfeld. **MMT e Tributação: uma abordagem de Economia Política**. Instituto de Economia UFRJ - Texto de discussão 026, p. 40, 2022.

PEREIRA, Thiago Rabelo; MITERHOF, Marcelo. **A dívida pública, o câmbio e a dinâmica privada de alocação da riqueza financeira: limites e possibilidades da política fiscal**. *Economia e Sociedade*, v. 31; n. 2; p. 333-354; maio 2022.

PMDB. **Travessia social: uma ponte para o futuro**. 2015.

PRATES, D. M. **O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008**. Brasília, DF: Ipea / Cepal. (Textos para Discussão Cepal-Ipea, n. 12). 2010.

RESENDE, André Lara. **Consenso e Contrassenso: déficit, dívida e previdência**. IEPE/CdG, n. 47, 2019. Disponível em <
<https://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2019/02/Consensoecontrassenso.docx...pdf>>.
Acessado em 07/04/2020

RESENDE, André Lara. **Consenso e contrassenso: por uma economia não dogmática**. São Paulo, SP: Portfolio Penguin, 2020.

ROSSI, Pedro. **Ciclo de liquidez e taxa de câmbio no Brasil**. *Brasil Debate*. [S.l: s.n.]. Disponível em: <https://brasildebate.com.br/ciclo-de-liquidez-e-taxa-de-cambio-no-brasil-2/>. Acesso em: 7 dez. 2021. , 13 jan. 2016

SÁ, Guilherme Haluska Rodrigues De. **A Desaceleração E A Recessão Econômica No Brasil Entre 2011 E 2019 Analisada A Partir Do Modelo Do Supermultiplicador Sraffiano**. 2021, São Bernardo do Campo (SP) UFABC. *Anais...* São Bernardo do Campo (SP) UFABC: [s.n.], 2021. Disponível em: <https://www.even3.com.br/anais/akb2021/375494-A-DESACELERACAO-E-A-RECESSAO->

ECONOMICA-NO-BRASIL-ENTRE-2011-E-2019-ANALISADA-A-PARTIR-DO-MODELO-DO-SUPERMULTIPLIC. Acesso em: 19 nov. 2022.

SERRANO, Franklin; PIMENTEL, Kaio. **Será Que “Acabou O Dinheiro”? Financiamento Do Gasto Público E Taxas De Juros Num País De Moeda Soberana.** Revista de Economia Contemporânea, v. 21, n. 2, 21 dez. 2017. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-98482017000200204&lng=pt&tlng=pt. Acesso em: 19 nov. 2021.

SERRANO, Franklin; SUMMA, Ricardo. **Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena***. v. 34, n. 2, p. 24, 2013.

TESOURO NACIONAL TRANSPARENTE. **Estatísticas Fiscais do Governo Federal.** Brasília. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/estatisticas-fiscais-e-planejamento/estatisticas-fiscais-do-governo-geral>. Acesso em Outubro 2022.

TESOURO NACIONAL. **Relatório anual da dívida pública federal.** 26/01/2023. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO:46036

TCHERNEVA, Pavlina R. **The case for a Job Guarantee.** Cambridge: Polity Press. 2020.

VERGNHANINI, Rodrigo; CONTI, Bruno De. **Modern Money Theory: a criticism from the periphery.** v. 3, p. 16, 2017.

WRAY, L Randall. **Alternative paths to modern money theory.** Real-world economics review, n. 89, p. 18, 2019.

WRAY, L Randall. **Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços.** [S.l.]: UFRJ/CONTRAPONTO, 2003.