



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Isadora Bonitz Silva Gomes

O DEBATE SOBRE COORDENAÇÃO ENTRE AS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL:
UMA ANÁLISE DO TERCEIRO GOVERNO LULA

Rio de Janeiro

2024

Isadora Bonitz Silva Gomes

O DEBATE SOBRE COORDENAÇÃO ENTRE AS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL:
UMA ANÁLISE DO TERCEIRO GOVERNO LULA

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Norberto Montani
Martins

Rio de Janeiro

2024

FICHA CATALOGRÁFICA

CIP - Catalogação na Publicação

G633d Gomes, Isadora Bonitz Silva
 O DEBATE SOBRE COORDENAÇÃO ENTRE AS POLÍTICAS
 MONETÁRIA E FISCAL: UMA ANÁLISE DO TERCEIRO GOVERNO
 LULA / Isadora Bonitz Silva Gomes. -- Rio de
 Janeiro, 2024.
 104 f.

 Orientador: Norberto Montani Martins.
 Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do
 Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de
 Pós-Graduação em Economia, 2024.

 1. Coordenação de políticas. 2. Política monetária.
 3. Política Fiscal. 4. Regime Fiscal Sustentável. 5.
 Autonomia do BCB. I. Martins, Norberto Montani,
 orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos
pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

Isadora Bonitz Silva Gomes

O DEBATE SOBRE COORDENAÇÃO ENTRE AS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL:
UMA ANÁLISE DO TERCEIRO GOVERNO LULA

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Rio de Janeiro, 7 de novembro de 2024.

Prof. Dr. Norberto Montani Martins - Presidente
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos – Membro Interno
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof^a. Dr^a. Fernanda Feil – Membro Externo
Universidade Federal Fluminense (UFF)

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família e amigos, que sempre estiveram presentes nos momentos felizes e difíceis. Todo e qualquer esforço vale a pena por vocês.

A todos os professores e funcionários do Instituto de Economia, por todo o trabalho de excelência há tantos anos. Aos professores Carlos Pinkusfeld e Fernanda Feil, que compõem a banca examinadora, por aceitarem participar dessa etapa tão importante para mim.

Um agradecimento especial ao meu orientador, Norberto Martins, pela parceria já de anos, por todos os ensinamentos e por toda a ajuda para além da área acadêmica.

RESUMO

O presente trabalho busca analisar a recente descoordenação entre as políticas monetária e fiscal brasileiras, evidenciada na disputa de discursos entre o presidente do BCB, Roberto Campos Neto, e o Presidente Lula e seu Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, a partir de 2023. O entendimento acerca do que é coordenação depende da perspectiva teórica adotada e dos diferentes objetivos a serem alcançados. No Brasil, a abordagem predominante é a do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), a qual baliza todo o arcabouço institucional de política econômica brasileiro, baseado em um Regime de Metas de Inflação com um banco central autônomo (independente) e regras fiscais que constroem a atuação da política fiscal, como no caso do Regime Fiscal Sustentável. Segundo essa visão, esse é o arranjo ideal de políticas macroeconômicas, garantindo a coordenação entre elas. Contudo, diferente do que é propagado pela mídia, essa visão não é consensual. A partir de uma perspectiva heterodoxa, pautada na teoria Pós-Keynesiana, o trabalho conclui que a institucionalidade vigente dificulta a coordenação entre as políticas monetária e fiscal. A partir da análise da legislação, conclui-se que o novo governo tem contado, relativamente, com uma maior flexibilidade institucional em comparação com os anos imediatamente anteriores, o que tem permitido um desempenho econômico surpreendentemente positivo, com crescimento significativo, desemprego em mínimos históricos, melhora de indicadores sociais e inflação sob controle. Entretanto, ainda se observa a descoordenação entre as políticas macroeconômicas, agravada pela autonomia concedida ao BCB. Dessa forma, o Brasil possui uma política monetária excessivamente rígida, que provoca uma elevada transferência de recursos na forma de juros para os detentores da dívida, dificulta a retomada das taxas de investimento no país e tende a comprometer a sustentabilidade do processo de crescimento econômico. Por outro lado, a política fiscal fica em um polo passivo, sendo restringida não só pelas regras fiscais como também pela política monetária austera.

Palavras-chave: Coordenação de políticas; Política monetária; Política Fiscal; Regime Fiscal Sustentável; Autonomia do BCB.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the recent lack of coordination between Brazilian monetary and fiscal policies, as evidenced by the ongoing discourse between Central Bank President Roberto Campos Neto and current Finance Minister Fernando Haddad, especially since 2023. The understanding of what constitutes coordination depends on the theoretical perspective adopted and the different objectives to be achieved. In Brazil, the prevailing approach is that of the New Macroeconomic Consensus (NCM), which underpins the entire institutional framework of Brazilian economic policy, based on an Inflation Targeting Regime with an independent central bank and the Sustainable Fiscal Regime. According to this view, this is the ideal arrangement for macroeconomic policies, ensuring coordination between them. However, contrary to media portrayal, this perspective is not universally accepted. From a heterodox perspective, rooted in Post-Keynesian theory, the paper concludes that the current institutional framework complicates coordination between monetary and fiscal policies, which became more pronounced from 2023 onward, as President Luiz Inácio Lula da Silva began his third term. Through an analysis of relevant data, it is evident that the new administration has benefited from greater institutional flexibility compared to the immediate past years, which has enabled surprisingly positive economic performance, with significant growth, historically low unemployment, improved social indicators, and controlled inflation. However, the lack of coordination between macroeconomic policies persists, exacerbated by the Central Bank's autonomy. Thus, Brazil currently has an excessively rigid monetary policy that causes high resource transfers in the form of interest payments to debt holders, hinders the recovery of investment rates, and tends to compromise the sustainability of the economic growth process. On the other hand, fiscal policy remains passive, constrained not only by fiscal rules but also by a stringent monetary policy.

Keywords: Policy coordination; Monetary policy; Fiscal policy; Sustainable Fiscal Regime; Central Bank autonomy.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Metas de inflação, intervalo de tolerância e IPCA efetivo (%) (2010-2023).....	60
Gráfico 2 – Meta da Taxa Selic (% a.a.) (2010-2023)	61
Gráfico 3 – Gastos do governo federal com programas e auxílios em proporção do PIB (2010-2023).....	64
Gráfico 4 – Despesas discricionárias (% PIB) (2010-2023).....	65
Gráfico 5 – Despesas discricionárias (% despesas primárias) (2010-2023).....	66
Gráfico 6 – Despesas discricionárias e investimentos do Poder Executivo ajustados ao Teto de Gastos (R\$ bilhões valores constantes de 2023)	67
Gráfico 7 – Despesas do Governo Central com pagamentos de juros nominais sobre a dívida total em R\$ milhões e em % PIB (2010-2024).....	68
Gráfico 8 – Despesas do Governo Central com pagamentos de juros nominais sobre a dívida total em R\$ milhões e Selic anual média (%a.a.) (2010-2024)	68
Gráfico 9 – Receitas do Governo Central (% PIB) (2010-2023)	70
Gráfico 10 – Carga Tributária Bruta do Governo Central (% PIB) (2010-2023).....	71
Gráfico 11 – Despesa Total, Receita Total e Receita Corrente Líquida (RCL) do Governo Central (%PIB) (2010-2023)	72
Gráfico 12 – Receita Total, Receita Corrente Líquida, Despesa Total e Resultado Primário do Governo Central (% PIB) (2010-2023)	73
Gráfico 13 – Resultado Primário do Governo Central (% PIB) (2010-2023).....	73
Gráfico 14 – Meta e resultado primário efeito (% PIB) (2010-2023)	75
Gráfico 15 – Dívida Bruta do Governo Geral e Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) (2010-2024).....	76
Gráfico 16 – Condicionantes da variação da DBGG/PIB (p.p. e % PIB) (2010-2023)	77
Gráfico 17 – Taxa de variação real anual do PIB a preços de mercado (%) (2010-2024).....	81
Gráfico 18 – Taxa de desocupação (%) (2012-2024).....	82
Gráfico 19 – Rendimento médio mensal (R\$) (2012-2024).....	83
Gráfico 20 – Percentual de brasileiros na pobreza e na extrema pobreza (2012-2023).....	84
Gráfico 21 – Taxa de investimento (% PIB) (2010-2024)	85

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Gastos do governo federal com programas e auxílios em valores correntes (R\$ bilhões) (2016-2023)	64
Tabela 2 – Metas de resultado primário e resultado primário efetivo do Governo Central (2010-2023)	73
Tabela 3 – Indicadores fiscais selecionados (%)	92

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB – Banco Central do Brasil

BCI – Banco Central Independente

IBC – Independência do Banco Central

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

NCM – Novo Consenso Macroeconômico

PK – Pós-Keynesianos

RFS – Regime Fiscal Sustentável

RMI – Regime de Metas de Inflação

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	20
CAPÍTULO 1 – A COORDENAÇÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS EM DIFERENTES ABORDAGENS TEÓRICAS	23
1.1 A PERSPECTIVA <i>MAINSTREAM</i> - NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO (NCM).....	23
1.1.1 Formalização matemática do modelo do NCM.....	26
1.1.2 Implicação de política econômica (NCM).....	27
1.1.2.1 <i>Ineficácia da política fiscal e Regime de Metas de Inflação.....</i>	<i>27</i>
1.1.2.2 <i>Dominância Fiscal.....</i>	<i>30</i>
1.2 A CRÍTICA HETERODOXA: A PERSPECTIVA PÓS-KEYNESIANA (PK)....	31
1.2.1 Implicações de política econômica na visão PK.....	34
1.2.2 Críticas à independência do banco central e ao RMI.....	36
1.3 COORDENAÇÃO IDEAL.....	38
SÍNTESE.....	42
CAPÍTULO 2 - O ARCABOUÇO INSTITUCIONAL DAS POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA BRASILEIRAS E O GOVERNO LULA III.....	44
2.1 DESCRIÇÃO DA INSTITUCIONALIDADE DO REGIME MACROECONÔMICO NO BRASIL.....	44
2.1.1 Política monetária.....	44
2.1.1.1 <i>O Regime de Metas de Inflação.....</i>	<i>44</i>
2.1.1.2 <i>Autonomia do Banco Central do Brasil.....</i>	<i>45</i>
2.1.2 Política fiscal.....	47
2.1.2.1 <i>PEC da Transição.....</i>	<i>47</i>
2.1.2.2 <i>Regime Fiscal Sustentável (RFS).....</i>	<i>50</i>
2.2 GASTOS SOCIAIS.....	53
2.2.1 Novo Bolsa Família.....	53

2.2.2. Política de valorização do salário mínimo.....	54
2.2.3. Programa de Enfrentamento à Fila da Previdência Social (PEFPS).....	55
2.3 OUTRAS MUDANÇAS NO ARCABOUÇO INSTITUCIONAL DA POLÍTICA ECONÔMICA.....	57
SÍNTESE.....	57
CAPÍTULO 3 - (DES)COORDENAÇÃO DA POLÍTICA MACROECONÔMICA: 2023-2024.....	59
3.1 O QUADRO MONETÁRIO.....	59
3.1.1 Inflação e taxa Selic.....	60
3.2 O QUADRO FISCAL.....	63
3.2.1 Despesas.....	63
3.2.2 Receitas.....	69
3.2.3 Resultado fiscal.....	72
3.2.4 Endividamento.....	76
3.3 O RESULTADO OBSERVADO: DESEMPENHO MACROECONÔMICO.....	80
3.3.1 PIB.....	80
3.3.2 Emprego.....	82
3.3.3 Indicadores sociais.....	83
3.3.4 Taxa de investimento.....	85
3.4 AS CRÍTICAS FRENTE À DESCOORDENAÇÃO RECENTE.....	86
SÍNTESE.....	96
CONCLUSÃO.....	98
REFERÊNCIAS.....	103

INTRODUÇÃO

Por terem instrumentos e objetivos diferentes – e, inclusive, algumas vezes contraditórios –, as autoridades monetária e fiscal podem acabar agindo de maneira descoordenada e, com isso, comprometer não só os objetivos políticos da outra, mas também os seus próprios, resultando em uma perda de eficiência e bem-estar coletivo.

Antes da pandemia, a economia brasileira vinha caminhando a passos lentos. Após a disseminação do vírus, pôde-se observar um movimento de aperfeiçoamento da coordenação entre as políticas monetária e fiscal no sentido de estimular a economia ou pelo menos evitar uma recessão muito forte, o que ficou claro com a redução histórica da Selic¹ e a aprovação da PEC do Orçamento de Guerra² pelo Congresso. Entretanto, no primeiro indício de recuperação, essas medidas de estímulo foram revertidas com o intuito de voltar para o regime anterior de austeridade fiscal e contenção da inflação através da elevação dos juros.

A pandemia também evidenciou a rigidez excessiva e as falhas do Teto de Gastos (Emenda Complementar nº 95, de 2016), resultando em um consenso de que ele deveria ser substituído por outra âncora fiscal. A resposta veio em 2023, sob o comando do presidente Luiz Inácio Lula da Silva, com o Regime Fiscal Sustentável (RFS). A Lei Complementar nº 200, de 2023, foi a principal alteração institucional recente da política fiscal, mas o primeiro ano do novo governo Lula também foi marcado por uma recomposição dos gastos públicos e da participação estatal na economia. Entretanto, a atuação do Banco Central do Brasil (BCB) se manteve em uma linha restritiva, dificultando uma retomada mais robusta do desempenho econômico sob o pretexto de precisar ser rígida enquanto o fiscal não sinalizasse maior comprometimento e credibilidade.

O debate sobre a relação entre as políticas econômicas ganhou destaque na mídia nos últimos anos, especialmente após a aprovação da Lei Complementar nº 179, de 2021, que concedeu a autonomia ao BCB. O primeiro ano do governo Lula III foi marcado pela disputa de discursos entre o Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, o Presidente da República e o presidente do BCB, Roberto Campos Neto, indicado pelo mandatário anterior. Foi a primeira vez na história econômica brasileira que o chefe eleito do Executivo federal não pôde indicar o corpo dirigente da autoridade monetária no início de seu mandato.

Basicamente, o cerne do problema estava no desejo da equipe econômica do novo governo de que a taxa básica da economia fosse reduzida, de modo a propiciar um ambiente econômico mais amistoso para a demanda agregada, complementando os esforços fiscais. No entanto, ao longo da maior parte de 2023, o presidente do BCB não sinalizou qualquer intenção de reduzir a taxa Selic, sempre indicando a suposta dificuldade diante do quadro fiscal. Somente em agosto, após mais de doze meses seguidos de redução da inflação corrente e das expectativas de inflação, foi realizada a primeira diminuição, porém ela ainda se manteve em patamares elevados – e, portanto, restritivos – durante todo o período.

¹ A meta da taxa Selic estava em trajetória de queda desde junho de 2019, quando saiu de 6,5%, e atingiu o mínimo histórico de 2% a.a. em agosto de 2020.

² “Institui regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações para enfrentamento da calamidade pública nacional decorrente de pandemia internacional” (Proposta de Emenda à Constituição nº 10, de 2020).

O desalinhamento de discursos se mostrou bastante claro: o argumento ortodoxo utilizado por Roberto Campos Neto é o de que um ajuste fiscal seria necessário para que se abrisse espaço para a queda da Selic através da melhora das expectativas (AGÊNCIA SENADO, 2023; CARTA CAPITAL, 2023; HADDAD, 2023; TAUHAT, 2024). Isso fica claro nas suas falas recentes:

Eu entendo insatisfação com juros, mas nosso mandato é fazer a inflação convergir, cortar juros de forma artificial não trará os resultados esperados. (QUEDA, 2023)

Toda vez que o Brasil conseguiu cortar os juros nos últimos anos e mantê-los baixos por algum tempo, tivemos medidas fiscais que permitiram isso. [...] Isso é muito importante para nós, no Banco Central, para que possamos reduzir os juros de maneira sustentável. Porque nossa missão é entregar a meta de inflação e é muito difícil fazer isso quando não há perspectiva de que o fiscal está ancorado. (ROCA, 2024).

Por outro lado, Haddad defende ser necessária a queda da taxa de juros, pois seu patamar elevado estaria inviabilizando a recuperação dos investimentos e da economia (MONTEIRO; NINIO, 2023), o que também atrapalha o lado fiscal por meio de maiores juros sobre a dívida e de menor arrecadação:

Eu conto com a baixa dos juros. Agora, quero crer, o Banco Central tem uma janela de oportunidade, que eu espero que seja aproveitada, para que o Brasil possa pensar em crescimento econômico sustentável. Tudo está convergindo para o que eu chamo de harmonizar o fiscal com o monetário. (MONTEIRO; NINIO, 2023)

Independentemente do seu posicionamento, ambas as autoridades reconhecem a relevância da coordenação entre as políticas econômicas. O problema é que diferentes vertentes teóricas enxergam a coordenação de maneira diversa, bem como os objetivos a serem perseguidos. Ou seja, esse desalinhamento reflete a diferença de objetivos das autoridades, agravada pela autonomia relativa do BCB e pela redução do espaço de discricionariedade das políticas. Enquanto Haddad tem o objetivo declarado de gerar um crescimento econômico “robusto e sustentável”, com “responsabilidade” fiscal, o objetivo exclusivo de Campos Neto é o cumprimento da meta de inflação, podendo subsidiariamente atuar sobre a atividade econômica e o emprego³.

Em suma, embora operacionalmente independentes, os objetivos e os efeitos das ações de cada autoridade são interdependentes e geram impactos sobre a economia. Por conseguinte, desvelar esses aspectos da política macroeconômica é uma tarefa essencial para compreender os limites e as possibilidades da economia brasileira, que registrou nos últimos anos um quadro de crescimento a passos lentos, sem conseguir usar os instrumentos à sua disposição para reverter tal situação.

A presente dissertação tem como objetivo analisar a coordenação/descoordenação entre as políticas monetária e fiscal e seus impactos sobre a economia brasileira, especialmente no ano de 2023 e no primeiro semestre de 2024, quando se observou um

³ Muito embora, o BCB não tenha conseguido cumprir a meta de inflação em 2021 e 2022. Em 2021 e 2022, a meta era de 3,75% a.a. e 3,50% a.a., enquanto a inflação efetiva atingiu 10,06% e 5,79%, respectivamente. Como o intervalo de tolerância é de 1,5 pontos percentuais, as metas superaram o teto da banda.

acirramento entre as visões do novo governo eleito e da autoridade monetária. O período de análise é restrito, mas se justifica, pois permite a realização de um estudo de caso acerca do tema da coordenação – além de servir de base como agenda de pesquisas futuras sobre a condução da política econômica do Brasil. A hipótese do trabalho é que, a despeito de mudanças recentes, a política macroeconômica brasileira é constrangida por uma institucionalidade que “permite” um único tipo de coordenação específica entre as instâncias fiscal e monetária, que prioriza o controle inflacionário e constrange o crescimento econômico.

A metodologia empregada combina três esforços distintos. Primeiramente, realiza-se uma revisão da literatura sobre política econômica e coordenação de políticas a partir de duas correntes antagônicas. Em segundo lugar, discute-se o desenho da institucionalidade da política macroeconômica no Brasil, tomando por base uma análise da legislação e dos atos normativos que condicionam a atuação dos *policy makers* no país. Em terceiro lugar, realiza-se uma análise empírica com base em estatísticas descritivas, com o objetivo de avaliar o direcionamento das políticas, sua coordenação ou descoordenação e os seus impactos sobre as principais variáveis macroeconômicas.

O trabalho se divide como segue. O primeiro capítulo apresenta uma revisão teórica do Novo Consenso Macroeconômico, que pauta o arcabouço institucional de política econômica brasileiro, e a crítica pós-keynesiana, entendendo como essas diferentes abordagens tratam a questão da coordenação entre as políticas e suas implicações. O segundo capítulo analisa a institucionalidade vigente das políticas monetária e fiscal, que passou por mudanças relevantes em 2021, com a autonomia formal do BCB, e em 2023, com a substituição do Teto de Gastos pelo RFS, bem como as políticas públicas mais relevantes adotadas em 2023 pelo novo governo. Por fim, o terceiro capítulo analisa as implicações das políticas adotadas nos últimos anos, com destaque para aquelas implementadas no primeiro ano do novo governo, sobre o desempenho observado da economia brasileira.

CAPÍTULO 1 – A COORDENAÇÃO DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS EM DIFERENTES ABORDAGENS TEÓRICAS

O debate sobre a coordenação das políticas macroeconômicas depende essencialmente do ponto de vista teórico que rege a análise. Por isso, é imprescindível analisar as distintas abordagens teóricas, observando seus princípios e suas prescrições de política econômica, para a discussão dessa temática.

Este capítulo tem como objetivo precípuo apresentar os principais elementos das visões ortodoxa e heterodoxa. A visão ortodoxa adotada é a do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), que pauta todo o arcabouço institucional de política econômica vigente no Brasil desde a adoção do tripé macroeconômico (OREIRO; PAULA, 2021). A crítica heterodoxa é feita a partir da teoria pós-keynesiana (PK), mostrando as alternativas ao NCM e aos argumentos dogmáticos propagados comumente pela mídia.

1.1 A PERSPECTIVA *MAINSTREAM* – NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO (NCM)

O NCM⁴ pode ser caracterizado pela junção de vários elementos de distintas escolas ortodoxas do século XX, como a monetarista, a novo-clássica, a novo-keynesiana, entre outras. Entre seus principais pontos podemos citar a adoção das expectativas racionais, o conceito de taxa natural de desemprego, a rigidez nominal de preços e salários no curto prazo, a neutralidade da moeda no longo prazo e a inconsistência intertemporal da política monetária. Esses elementos balizam todo o argumento tradicional em defesa da estabilidade como objetivo central das políticas macroeconômicas, com a adoção do regime de metas de inflação e da independência do banco central como pilares básicos da gestão macroeconômica (PAULO; SARAIVA, 2015).

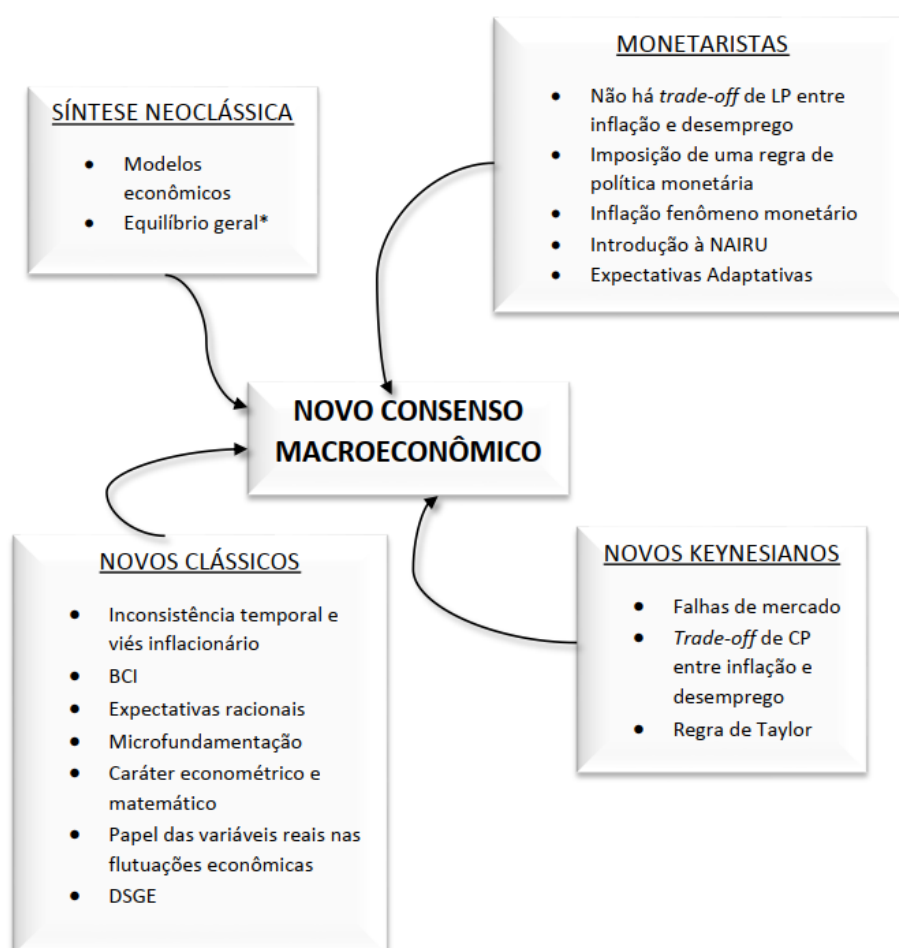
Seus princípios podem ser resumidos nos seguintes pontos: (a) a teoria da inflação deriva da visão monetarista, segundo a qual a inflação é predominantemente um fenômeno monetário; (b) a adoção de regras para a política monetária, na forma da regra de Taylor⁵, a fim de lidar com o problema da inconsistência temporal; (c) a rigidez nominal de preços e salários no curto prazo (herança dos novos keynesianos) permite que alterações na demanda

⁴ Embora essa corrente de pensamento tenha ficado conhecida por Novo Consenso Macroeconômico, Teixeira e Missio (2011) ressaltam que se trata de um consenso apenas entre os ortodoxos. Portanto, a nomenclatura é inadequada por não representar um consenso da macroeconomia como um todo, já que deixa de fora as teorias mais heterodoxas. Como veremos ao longo do capítulo, a todo o momento serão identificados os contrapontos realizados pela visão pós-keynesiana.

⁵ Para Friedman (1960), a eficácia da política monetária é maior com a adoção de regras sobre o estoque de moeda. Regras sobre o nível de preços não seriam tão eficazes em sua visão, porém o NCM adota as metas sobre a inflação. Ou seja, a adoção de uma meta de inflação a ser alcançada pelo manejo da taxa de juros presente no arcabouço do NCM não advém dos monetaristas. A contribuição dessa escola para o novo consenso foi apenas a defesa de regras para a política monetária como forma de melhorar sua eficácia, em linha também com o argumento novo-clássico do viés inflacionário. A regra de política adotada no NCM vem, na verdade, dos novos keynesianos, especialmente dos trabalhos de Taylor (1993; 1998), o qual também argumentava que a eficácia da política monetária aumentava se seguisse uma regra.

agregada afetem as variáveis reais no curto prazo, porém no longo prazo prevalece a neutralidade da moeda, desaparecendo o *trade-off* entre desemprego e inflação (Curva de Phillips vertical); (d) o desemprego tende para a sua taxa natural, correspondente ao nível de pleno emprego, e qualquer desemprego abaixo dela acelera a inflação, por isso é chamada de NAIRU⁶ (*Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*); (e) um crescimento econômico sustentado depende da manutenção da estabilidade de preços, a qual garante a estabilidade do sistema econômico como um todo; (f) o crescimento econômico no longo prazo é *supply-led*, determinado sobretudo pelos avanços tecnológicos e ganhos de produtividade; (g) as expectativas dos agentes são endógenas – influenciadas pela própria política econômica – e têm papel muito relevante para a condução da política monetária, podendo inclusive atrapalhar seus objetivos por conta dos impactos sobre a inflação; (h) a independência do banco central melhora a eficácia da política monetária e a coordenação entre as políticas macroeconômicas; (i) o Regime de Metas de Inflação (RMI) é o arranjo ideal para a política econômica, baseado em um modelo de três equações: a IS, a Curva de Phillips e a Regra de Taylor; e (j) a política fiscal deve ser passiva, seguindo regras e visando à estabilização do endividamento público (ANTONIOLLI, 2019; GOMES, 2022; MISHKIN, 2011; MISSIO; TEIXEIRA, 2011; PAULO; SARAIVA, 2015; PIZA; DIAS, 2006; TAYLOR, 1997; 2000).

Figura 1.1 – Contribuições à Estrutura do NCM



⁶ Sob o NCM, a NAIRU é determinada pelas condições estruturais de oferta e do mercado de trabalho, não sendo impactada pela demanda agregada (HEIN; STOCKHAMMER, 2010; MISSIO; TEIXEIRA, 2011).

Fonte: ANTONIOLLI (2019).

A perspectiva *mainstream* atual sobre política monetária leva em conta os aspectos de credibilidade da autoridade monetária (AM) e a inconsistência intertemporal dessa política, evidenciados pela escola novo-clássica. A inconsistência temporal diz respeito à adoção de uma política que não seja considerada ótima em todos os pontos do tempo, o que se deve ao viés inflacionário passível de ser explorado pela AM: a política monetária é capaz de produzir efeitos reais caso não seja antecipada pelo público; com isso, os *policy makers* teriam um incentivo a se desviarem dos objetivos anunciados a fim de explorar o *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego, aquecendo a economia para além do seu potencial (KYDLAND; PRESCOTT, 1977; LIBÂNIO, 2004).

A exploração do viés inflacionário é tratada na literatura a partir de uma lógica de ciclo político, em que o governo incumbente, visando se reeleger, tem incentivos para realizar políticas surpresas que reduzam o desemprego – mesmo que apenas temporariamente e à custa de maior inflação no futuro⁷, o que mina a credibilidade da política monetária (LIBÂNIO, 2004; MISSIO; TEIXEIRA, 2011; ANTONIOLLI, 2019). Em outras palavras, a influência da surpresa monetária sobre as variáveis reais seria apenas temporária, já que no longo prazo a moeda é considerada neutra e os agentes ajustam suas expectativas, formadas racionalmente: a única coisa que permaneceria seria um maior nível inflacionário. Portanto, a economia seria levada para um ponto em que o produto e o desemprego voltam para seus níveis naturais, porém a inflação de equilíbrio ficaria mais elevada.

A adoção de regras, tendo como objetivo primordial a estabilidade de preços⁸, e de uma institucionalidade que preveja a independência do banco central (IBC) para “livrá-lo de interferências políticas” passa, assim, a integrar o núcleo do receituário do NCM. Segundo a caracterização de Libânio (2004, p. 14):

um banco central independente seria aquele com autonomia plena para gerir a política monetária, livre de interesses políticos de curto prazo, buscando essencialmente a estabilidade de preços. Pode-se dizer ainda que, em sentido estrito, independência significa inclusive que o banco central seja capaz de implementar uma política monetária em direção contrária à pretendida pelo governo, e ignorando outras políticas (cambiais, fiscais, comerciais etc.).

É importante notar que toda a argumentação exposta acima requer a adoção do pressuposto de que a economia seria eminentemente estável, ao contrário do postulado por autores como Minsky (1986). Assim, um Estado mais intervencionista não só não seria desejável, como poderia ser prejudicial no final das contas. Com isso em mente, entendemos

⁷ A ideia do viés inflacionário parece não se sustentar empiricamente, como apontam Blinder (1999) e Libânio (2004). A maior parte dos dados dos países industrializados desde a década de 1980 aponta, ao contrário, para um processo de desinflação.

⁸ Sob o NCM, em particular o RMI, essa regra toma “a forma de uma meta de crescimento máximo da inflação (*inflation target*), à qual todas as demais variáveis macroeconômicas estariam subordinadas. A adoção do mecanismo de meta de inflação reforçaria a independência operacional do banco central” (FREITAS, 2006, p.272).

todo o desgaste que a relevância da política fiscal sofreu no final do século XX, concomitantemente à adoção do RMI em diversos países e aos arcabouços de BCI.

1.1.1 Formalização Matemática do Modelo do NCM

O modelo representativo do NCM descrito a seguir é baseado em Antoniolli (2019), Arestis (2009) e Reif (2018), composto essencialmente por três equações que, conjuntamente, explicam o funcionamento básico do RMI ao combinar o equilíbrio entre oferta e demanda agregadas com o controle da inflação: uma IS, uma Curva de Phillips e uma regra de Taylor.

$$Y_t^g = a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) - a_3 [i_t - E_t(\pi_{t+1})] + g_t \quad (1)$$

$$\pi_t = b_1 Y_t^g + b_2 \pi_{t-1} + b_3 E_t(\pi_{t+1}) + z_t \quad (2)$$

$$i_t = r^* + c_1 Y_{t-1}^g + E_t(\pi_{t+1}) + c_2 (\pi_{t-1} - \pi^M) \quad (3)$$

Na equação (1), Y_t^g é o hiato do produto⁹ no período atual t ; Y_{t-1}^g é o hiato do produto defasado; $E_t(Y_{t+1}^g)$ é a expectativa do hiato do produto para o próximo período; i_t , a taxa de juros nominal; $E_t(\pi_{t+1})$, a inflação esperada; e g_t representa os choques de demanda, incluindo diversos fatores, entre eles a política fiscal. Os termos a_1 , a_2 e a_3 são coeficientes que representam o grau de influência de cada componente sobre o produto. Essa equação é a curva IS *forward-looking*, que representa uma equação de demanda agregada, na qual fica evidente que a influência da política monetária sobre o produto ocorre via taxa de juros nominal – que é o instrumento da política monetária convencional – e expectativas inflacionárias, como pode ser visto pelo terceiro termo do lado direito.

Na equação (2), π_t é a taxa de inflação corrente; π_{t-1} , a inflação passada; $E_t(\pi_{t+1})$, as expectativas de inflação, que seguem a lógica das expectativas racionais; e z_t representa os choques de oferta, que geram inflação de custos. Essa equação é a Curva de Phillips expectacional, que também funciona como uma função de oferta agregada, na qual é possível observar que a inflação depende, além do hiato do produto e dos choques de oferta, da inflação passada – por conta da rigidez de preços no curto prazo – e das expectativas de inflação.

Nessa equação (2), é importante ressaltar que $b_2 + b_3 = 1$, o que mostra a ideia ortodoxa de flexibilidade dos preços no longo prazo e, portanto, a ausência do *trade-off* entre inflação e desemprego. Ademais, como z_t é uma variável aleatória com média dos desvios igual a zero, seu impacto esperado no longo prazo é nulo. Esses dois pontos garantem uma Curva de Phillips vertical no longo prazo, corroborando a ausência do *trade-off*.

Por fim, na equação (3), i_t é a taxa de juros nominal de curto prazo, o instrumento da política monetária convencional a ser estipulada pela autoridade monetária; r^* é a taxa real de

⁹ O conceito de hiato do produto é a diferença entre o produto efetivo e o produto potencial. Dessa forma, $Y_t^g = Y_t - Y^*$.

juros de equilíbrio, ou a taxa natural; e π^M , a meta de inflação. Essa é a chamada regra de Taylor, ou função de reação da política monetária, aquela que determina qual a taxa nominal de juros o banco central deve adotar diante de desvios do produto em relação ao seu potencial e de desvios da taxa de inflação em relação à sua meta.

Embora o hiato do produto apareça na regra de Taylor, a meta relevante permanece sendo a de inflação,

“que se comporta como uma âncora nominal para a política monetária no RMI. Por sua vez, o *gap* do produto se constitui numa meta intermediária (implícita) da PM, sobre a qual a autoridade monetária pode agir, no curto prazo, para garantir seu objetivo final (meta inflacionária) no médio e longo prazo.” (ANTONIOLLI, 2019, p.30).

Adicionalmente, a regra de Taylor evidencia que, sob o RMI, os bancos centrais não mais operacionalizam a política monetária por meio do controle dos agregados monetários, e sim via controle da taxa básica de juros (LOPREATO, 2012). No modelo, isso é evidenciado pela ausência de uma equação relativa à quantidade de moeda (TEIXEIRA; MISSIO, 2011). O uso de metas de oferta de moeda como instrumento de política monetária foi abandonado por conta da instabilidade observada na relação entre esses agregados monetários e algumas variáveis macroeconômicas, especialmente a própria inflação. Ou seja, a relação entre a quantidade de moeda e o nível de preços se mostrava instável, enquanto a relação entre a taxa de juros e a inflação se mostrava mais estável e previsível, sobretudo diante da evolução do sistema financeiro com a criação de diversos novos instrumentos.

Nessa perspectiva, até mesmo a ortodoxia passou a reconhecer que, na prática, a criação de moeda nas economias capitalistas atuais ocorre de forma endógena, de modo que utilizar o estoque de moeda como instrumento direto de política monetária perde o sentido. No entanto, a ideia por trás dessa estratégia permanece, que é controlar a demanda agregada, já que as pressões inflacionárias derivariam de um aumento da demanda superior à oferta agregada. Por isso, mesmo que o instrumento tenha se alterado para a taxa de juros de curto prazo, a recomendação permanece sendo limitar a demanda agregada para estabilizar a inflação (ANTONIOLLI, 2019).

1.1.2 Implicação de política econômica (NCM)

1.1.2.1. Ineficácia da política fiscal e Regime de Metas de Inflação (RMI)

Para o NCM, a política econômica de curto prazo é incapaz de produzir efeitos de longo prazo sobre o crescimento econômico. Contudo, deriva-se que ela pode cumprir um papel de estabilização dos ciclos ao redor da trajetória potencial da economia, o que está associado a uma inflação baixa e estável. A política monetária se torna, portanto, a protagonista, devendo ser usada primordialmente para controlar a inflação, garantindo a convergência da inflação efetiva para a sua meta, e evitar flutuações do produto (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009; PAULA; SARAIVA, 2015). Como colocado por Goodfriend e King (1997, p.26), “the recommendation is that monetary policy should

stabilize the path of the price level in order to keep output at its potential. This policy is ‘activist’ in that the authority must manage aggregate demand to accommodate any supply-side disturbances to output”.

Já as demais políticas macroeconômicas, sobretudo a fiscal, subordinam-se à política monetária e não devem comprometer o alcance da estabilidade da inflação. Quaisquer outros objetivos se tornam secundários. Em particular, a política fiscal se submete a regras orientadas pela ideia de finanças sadias, que busca manter uma suposta responsabilidade fiscal através da geração de superávits fiscais e da redução do endividamento público, reduzindo o tamanho do Estado e evitando a criação de pressões inflacionárias (LOPREATO, 2006).

A política fiscal é considerada ineficaz no NCM tendo por base elementos teóricos distintos: o efeito *crowding-out* e a ideia de equivalência ricardiana. O conceito de *crowding-out*, atualizado a partir de sua versão da Síntese Neoclássica, postula que uma expansão fiscal aquece a economia, elevando o produto em relação ao potencial e, conseqüentemente, a inflação em relação à sua meta. Com isso, a autoridade monetária se vê obrigada a aumentar a taxa básica de juros para conter a inflação: essa elevação dos juros desestimula o investimento privado, compensando¹⁰ o aumento inicial do gasto público e fazendo o produto retornar ao seu nível potencial. Em outras palavras, o efeito *crowding-out* ocorre quando um estímulo fiscal é neutralizado pela redução do investimento privado (BALL; MANKIW, 1995; ARESTIS, 2012).

Já a equivalência ricardiana foi desenvolvida no trabalho de Barro (1974), em que o autor questiona, de forma ainda mais aguda, a eficácia da política fiscal, sugerindo que os resultados fiscais não influenciam o nível de atividade. Por exemplo, uma expansão fiscal financiada por dívida faz os agentes racionais e intertemporalmente otimizadores perceberem que haverá um aumento dos impostos no futuro, levando-os a se adiantar a esse cenário, poupando mais no presente. Assim, o aumento da poupança privada no presente anula o efeito expansionista do gasto público, de forma que a política fiscal não afeta o produto. O caso é pior se a expansão fiscal for financiada por emissão monetária, pois, além de ser ineficaz do ponto de vista da renda agregada, ainda seria inflacionária (BARRO, 1974; ARESTIS, 2012; ANTONIOLLI, 2019).

Nessa linha, a política fiscal não deve ser usada de maneira discricionária, mas sim assumir um papel passivo, devendo buscar o equilíbrio das contas públicas ou limitando-se a assegurar a sustentabilidade da dívida pública ou a fornecer estabilizadores automáticos (ARESTIS, 2012, p. 94). Ao contestar sua eficácia como um instrumento de estabilização macroeconômica, o NCM tira a sua relevância e a subjugua aos ditames da política monetária, contribuindo para o processo de redução do tamanho dos Estados.

Nesse contexto, o RMI passou a ser considerado o arranjo ideal de política econômica na perspectiva do NCM. Ele começou a ser adotado por diversos países a partir da década de 1990. É um regime simples, que, originalmente, contava com a taxa de juros como principal –

¹⁰ Essa compensação pode ser parcial ou total. Sendo total, a política fiscal é ineficaz para afetar o nível do produto.

senão único – instrumento de política monetária, calibrado com o objetivo de guiar as expectativas de inflação do público:

“o Regime de Metas de Inflação é um conjunto de normas para a política macroeconômica construído a partir dos princípios do Novo Consenso Macroeconômico. Nele são descritos o objetivo (controle inflacionário), o instrumento (taxa de juros de curto prazo) e a configuração institucional (banco central independente) para a política monetária” (ANTONIOLLI, 2019, p.31).

As metas de inflação, ao restringirem a discricionariedade dos *policy makers*, servem como uma âncora nominal para as expectativas e mitigam – senão eliminam, a depender da institucionalidade – o problema da inconsistência temporal e do viés inflacionário da política monetária. A independência do governo, na qual o banco central, em teoria, se isola de pressões políticas, busca consolidar a credibilidade da autoridade monetária para perseguir seus objetivos:

“Um BCI, não político, tem a capacidade de suprimir as ameaças da inconsistência temporal e do viés inflacionário, desde que, além de independente, também se comprometa com uma regra de política de médio/longo prazo que seja consonante com uma taxa de inflação baixa e estável. Desta forma, não haveria motivos para se desviar de seu compromisso pré-estabelecido, nem de servir-se de políticas não anunciadas, o que lhe garantiria uma maior credibilidade e um controle anti-inflacionário com menores esforços.” (ANTONIOLLI, 2019, pp.17-18)

O funcionamento do RMI segue a lógica de ajustar a taxa de juros diante de hiatos do produto para garantir que a inflação fique próxima da meta¹¹. A taxa de juros estabelecida pelo banco central impacta, no curto prazo, a demanda agregada e, consequentemente, o produto, influenciando a inflação e as expectativas inflacionárias. É importante notar que a política monetária impacta a inflação com certa defasagem (FRIEDMAN, 1968), portanto, o NCM prega que os bancos centrais tenham uma atuação *forward-looking*, isto é, reagindo antecipadamente às pressões inflacionárias (PIZA; DIAS, 2006). A lógica presente nas três equações do modelo formal visto acima estabelece que, quando o hiato do produto é positivo (negativo), a autoridade monetária deve fixar a taxa nominal de juros acima (abaixo) da taxa natural, desestimulando (estimulando) a demanda e, igualmente, o produto, reduzindo (elevando), assim, a inflação.

Embora a ortodoxia advogue no sentido de adoção de regras estritas, é necessário notar que, sob o RMI, a autoridade monetária ainda preserva certo grau de discricionariedade para reagir a choques e situações imprevistas (e.g. choque inflacionário da pandemia de covid-19). Sendo assim, o banco central segue regras, na forma das metas inflacionárias, porém conta com uma “discricionariedade restrita” para acomodar choques no curto prazo. Todavia, essa discricionariedade não pode comprometer o objetivo primordial de controlar a inflação (ANTONIOLLI, 2019; GOMES, 2022; PAULA; SARAIVA, 2015; REIF, 2018).

¹¹ Há regimes de metas de inflação mais flexíveis, nos quais a autoridade monetária pode assumir objetivos secundários, como zerar o hiato do produto, mas apenas se não comprometer o objetivo fundamental da estabilidade do nível de preços (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009; CARVALHO *et al.*, 2012; GOMES, 2022).

Por fim, é importante ressaltar que alguns requisitos, institucionais ou práticos, são necessários, segundo o NCM, para o bom funcionamento do RMI¹², entre eles: (a) a independência da autoridade monetária para alcançar a meta e cumprir o objetivo de estabilidade dos preços; (b) evitar situações de dominância fiscal, as quais comprometeriam a condução da política monetária, tornando-a, inclusive, ineficaz, como será discutido na subseção a seguir; (c) trabalhar com metas críveis, bem como com a credibilidade do banco central; e (d) analisar os canais de transmissão da política monetária (REIF, 2018; GOMES, 2022).

1.1.2.2. *Dominância Fiscal*

Algumas correntes ortodoxas vinculadas ao NCM também utilizam como referência a teoria da dominância fiscal (SARGENT; WALLACE, 1981) para explicar a relação entre políticas fiscal e monetária e a coordenação necessária entre essas políticas. Trata-se não somente de postular a ineficácia da política fiscal, mas de determinar a subjugação desta à política monetária, de modo a não “atrapalhar” o banco central na busca pela estabilidade de preços.

A ideia por trás da dominância fiscal à la Sargent e Wallace (1981) é que uma trajetória da dívida pública considerada insustentável pelos agentes econômicos, faz com que, a partir de certo ponto, eles parem de aceitar comprar a dívida do governo. Desse ponto em diante, o governo seria obrigado a financiar a sua dívida com emissão monetária, o que, na visão desses autores, necessariamente gera inflação. Essa seria a relação causal entre uma trajetória insustentável da dívida pública e a inflação na visão *mainstream*. Mais especificamente, a situação de dominância fiscal seria caracterizada de maneira que:

“a autoridade fiscal atua de modo autônomo, ao estabelecer o orçamento e a necessidade de financiamento via títulos da dívida ou senhoriagem. Diante dessa situação, a autoridade monetária enfrenta a limitação da demanda por títulos do governo e pode ter que emitir moeda a fim de atender a receita requerida pelo governo, o que redundará em inflação como postulado pelos monetaristas”. (DAROS, 2019, p.11)

Nesse cenário, a autoridade monetária perderia o controle sobre sua variável objetivo e a economia estaria numa situação de dominância fiscal, da qual só conseguiria sair com um ajuste fiscal. Ou seja, a política monetária se torna ineficaz e passa a depender totalmente da realização do ajuste fiscal para voltar a funcionar. Como aponta Daros (2019, p.11): “Por

¹² Deve-se notar que, embora o fortalecimento do NCM e de suas recomendações tenha ocorrido em um período de *Great Moderation*, conhecido pela relativa estabilidade macroeconômica nos Estados Unidos, seu arcabouço se mostrou insuficiente para explicar a crise de 2008 e as soluções adotadas pelos bancos centrais dos países desenvolvidos (ANTONIOLLI, 2019). Inclusive, o RMI se revelou ineficaz para os casos em que a taxa de juros se aproxima do limite zero (*zero lower bound*), tendo sido necessária a adoção de políticas monetárias não convencionais, como o afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*) – que, de forma simplificada, consistiu na compra de ativos em grande quantidade pelo banco central, expandindo a base monetária, tendo sido utilizado em larga escala por diversos bancos centrais após a crise, incluindo o Federal Reserve (Fed). No entanto, ainda que suas proposições tenham sido postas em dúvida, o que abriu espaço para novas abordagens teóricas, principalmente mais heterodoxas, a política econômica brasileira segue sendo pautada por essa corrente (SARAIVA; PAULA; MODENESI, 2017; GOMES, 2022).

extensão, a capacidade da autoridade monetária controlar a inflação depende parcialmente da coordenação entre as políticas fiscal e monetária”.

De qualquer forma, independente da perspectiva sobre dominância fiscal, a implicação de política econômica é apenas uma: como a política monetária se torna ineficaz para controlar a inflação, é preciso que a política fiscal funcione como âncora para as expectativas dos agentes. Ou seja, a própria política monetária fica dependente da fiscal. Ou melhor, fica claro que tentar usar a política monetária ativamente para controlar a inflação não é a saída e, na verdade, só agrava a situação por meio de seus efeitos colaterais e sua piora do quadro fiscal.

1.2 A CRÍTICA HETERODOXA: A PERSPECTIVA PÓS-KEYNESIANA (PK)

Em linhas gerais, um dos pontos de maior discordância entre a teoria pós-keynesiana e os ortodoxos é o reconhecimento de que as políticas macroeconômicas têm efeitos reais permanentes, em sentido contrário aos argumentos de neutralidade da moeda e de ineficácia da política fiscal vistos acima.

Para os pós-keynesianos, os argumentos utilizados para defender a ineficácia da política fiscal não se sustentam teórica e empiricamente, uma vez que tanto o conceito de *crowding-out* quanto a noção de equivalência Ricardiana dependem do pressuposto de que a economia já se encontra no nível de pleno emprego. Sendo este o caso, políticas fiscais expansionistas não precisam ser adotadas e, conseqüentemente, esses argumentos se tornam irrelevantes e sem sentido prático (ARESTIS; SAWYER, 2003; HEIN; STOCKHAMMER, 2010).

Quanto à política monetária, a teoria pós-keynesiana se baseia na visão de moeda endógena e na sua não neutralidade, tanto no curto quanto no longo prazo. A endogeneidade da moeda postula que, ao realizarem suas atividades típicas, os bancos e instituições financeiras acabam impactando as condições de liquidez da economia (LIBÂNIO, 2004; MINSKY, 1986). O BC não controla diretamente a quantidade de moeda, que é determinada endogenamente pela demanda por crédito¹³, que, por sua vez, é influenciada pela demanda agregada e pelo nível de atividade: “Ou seja, variações no estoque monetário são geradas ‘dentro’ do sistema, fazem parte do funcionamento normal da economia, e são efeito (e não causa) das flutuações do produto e dos preços.” (LIBÂNIO, 2004, p. 9).

A não neutralidade da moeda no longo prazo significa que a política monetária pode afetar variáveis reais (produto e emprego). A origem desse resultado está no tratamento dado à moeda por Keynes (1936), que passa a considerá-la não só como meio de troca, mas também como um ativo, de modo que os agentes podem deliberadamente escolher demandar

¹³ Na prática, a autoridade monetária apenas acomoda a demanda por liquidez para dada taxa de juros estabelecida, sendo, portanto, um *price-maker* e um *quantity-taker* (LIBÂNIO, 2004).

moeda e entesoura-la¹⁴. Com isso, a moeda nunca é e nunca pode ser neutra em uma economia monetária da produção¹⁵:

The principle of effective demand, essential to the Keynesian revolution, is based on the idea of non-neutrality of money. The insufficiency of effective demand occurs because individuals, in conditions of uncertainty, prefer to hold money or other liquid assets instead of acquiring goods produced by labor. Thus, the liquidity preference – that is, money as an asset – inhibits economic agents’ decisions and, as a result, it affects economic activity. In sum, by the principle of effective demand, economic crises come about because money is an alternative form of wealth. (FERRARI-FILHO; CONCEIÇÃO, 2005, p. 581)

Uma das implicações de assumir a endogeneidade e a não neutralidade da moeda é derrubar a dicotomia clássica, já que os lados real e monetário da economia se tornam interdependentes. Por isso, na visão PK, a coordenação de políticas é muito relevante:

“se rompermos com a neutralidade da moeda temos que nem toda expansão monetária é inflacionária, podendo afetar também variáveis reais. Deste ponto de vista, a atuação da autoridade monetária na gestão de liquidez é de extrema importância para a manutenção do fluxo de pagamentos e do investimento. De tal forma que, quando combinada corretamente com a atuação fiscal, é capaz de ajudar a política econômica a conduzir a economia para um nível de emprego maior.” (VILELLA, 2020, p.9)

Adicionalmente, a própria noção de credibilidade da AM é distinta na visão convencional e na visão PK. Enquanto na primeira está atrelada a regras, mais ou menos rígidas, na visão PK está relacionada à margem de manobra para buscar o pleno emprego e à acomodação de choques por parte da AM, especialmente, considerando a natureza eminentemente instável do sistema econômico. Como destaca Libânio (2004, p. 12, ênfases adicionadas),

“[...] a questão da credibilidade passa a ser vista sob uma perspectiva distinta. Se o sistema é *intrinsecamente instável* e requer eventuais intervenções da autoridade monetária, por que atribuir mais credibilidade a uma instituição sem qualquer raio de manobra e que, portanto, não pode atuar quando se faz necessário? Neste caso, a *credibilidade se relacionaria não à percepção de que a política monetária não possa ser alterada, mas sim de que ela seja apropriada a uma conjuntura específica* e ao fato de o banco central poder operar adequadamente as intervenções que se fizerem necessárias.”

Considerando o exposto acima, “os objetivos da política monetária não se limitariam a garantir a estabilidade de preços, mas poderiam incluir efeitos reais, como produto e emprego” (LIBÂNIO, 2004, p. 10). Mais ainda, restringi-la à estabilidade de preços seria

¹⁴ Keynes (1936) essencialmente identifica três razões para demandar a moeda: motivo transação, motivo precaução e motivo especulação. Na caracterização de Libânio (2004), as relações entre a demanda por moeda-ativo e demanda agregada são estabelecidas por meio dos seguintes canais: (a) canal portfólio, por meio do qual os agentes podem optar por ativos distintos, alterando a demanda por eles; (b) o canal da capacidade produtiva, em que alterações na taxa de juros significam mudanças no custo de investimento, o que afeta a demanda agregada e, conseqüentemente, o grau utilização da capacidade; com isso, impacta também o investimento agregado e, assim, o estoque capital no longo prazo.

¹⁵ “An economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last. And it is this which we ought to mean when we speak of a monetary economy” (KEYNES, 1978, XIII, p. 408-409).

abrir mão de um importante instrumento de controle da DA e do nível de atividade e, em última instância, de estabilidade do sistema econômico¹⁶, que, segundo Minsky (1986), é eminentemente instável¹⁷.

Adicionalmente, os PK rejeitam a ideia monetarista de que a inflação é predominantemente um fenômeno monetário ou que estaria sempre associada a uma demanda agregada muito aquecida, que leva o produto efetivo para além do seu potencial. De maneira diversa, a teoria PK aponta para os custos de produção e/ou conflito distributivo entre as diversas classes sociais, que partilham a renda nacional. Na maior parte dos cenários a inflação seria *cost-push*, sem que haja necessariamente uma demanda agregada superior à capacidade da oferta (ANTONIOELLI, 2019; FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER-PEREIRA, 2022; MODENESI, 2005). Inflações de demanda seriam temporárias, derivadas apenas do descompasso entre demanda agregada e produto de pleno emprego; o aumento dos preços é justamente o que restabeleceria o equilíbrio entre essas variáveis (SUMMA, 2024).

Usar a taxa de juros para conter inflações de custos é possível, mas o ponto é que não eliminará a causa do problema, embora o resfriamento do nível de atividade *possa* evitar um *possível* repasse dos custos para os preços (MODENESI, 2005). Na prática, “os instrumentos de combate às pressões inflacionárias devem ser projetados de acordo com as origens destas, ou seja, cada tipo de inflação carece de um instrumento de política diferente” (ANTONIOELLI, 2019, p.34). O diagnóstico correto das causas da inflação deve estar na origem da formulação de uma linha adequada de combate ao fenômeno inflacionário, o que não parece ser percebido pela teoria convencional, que se utiliza da taxa de juros indiscriminadamente para lidar com inflações em geral, com efeitos colaterais indesejáveis sobre o crescimento e o emprego¹⁸:

Se a maioria dos choques inflacionários que incidem sobre a economia resulta de pressões do lado da oferta, o regime monetário de metas de inflação torna-se menos eficiente no combate à inflação, ao provocar uma elevação excessiva do desemprego e do hiato de produto. (MODENESI, 2005, p. 203).

Se a economia está em uma situação de insuficiência de demanda agregada e desemprego, ou convivendo com uma aceleração da inflação, a prescrição pós-keynesiana de políticas econômicas passa necessariamente por uma postura ativa do Estado, seja diretamente ou por meio do banco central. A necessidade de coordenação entre as políticas é fundamental

¹⁶ Nessa perspectiva de instabilidade sistêmica, é crucial não impedir a AM de exercer seu papel de prestador de última instância, que se revelou essencial nas últimas crises internacionais para manter a estabilidade do sistema financeiro e do sistema econômico como um todo (LIBÂNIO, 2004).

¹⁷ Minsky (1986; 2016) desenvolve a hipótese da fragilidade financeira, segundo a qual o lado financeiro da economia apresenta um caráter procíclico e, com isso, vai se fragilizando em períodos de prosperidade, por conta do aumento da alavancagem das empresas produtivas para elevar seus investimentos. Esse argumento decorre, mais uma vez, do pressuposto da moeda endógena, na medida em que os bancos se tornam criadores ativos de moeda e concedem financiamento para os demandantes de crédito: “seu comportamento tem impacto decisivo sobre as condições de financiamento da economia e, conseqüentemente, sobre o nível de gastos dos agentes, afetando as variáveis reais da economia, como produto e emprego” (MISSIO; TEIXEIRA, p. 292).

¹⁸ A alta da taxa de juros diante de um cenário de pressão de custos pode até mesmo agravar o processo inflacionário e, na prática, pode normalizar um nível excessivamente elevado para a taxa de juros real, que beneficia uma classe rentista em detrimento de classes mais pobres, que são as mais afetadas por pressões inflacionárias (FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER-PEREIRA, 2022).

para minimizar os custos sociais e a instabilidade financeira, direcionando a economia para uma situação de prosperidade sustentada.

1.2.1 Implicações de política econômica na visão PK

Em primeiro lugar, o ponto de partida PK quanto às recomendações de política reside no reconhecimento de que nenhuma prescrição de política específica pode ser generalizada para todas as situações e todos os países. Há uma preocupação da teoria PK em buscar explicar e resolver, de fato, as situações e problemas reais. Além disso, essa corrente enxerga as políticas econômicas como necessárias para combater a desigualdade – a qual é vista como um problema inerente do sistema capitalista – e garantir uma maior utilização da capacidade (SAWYER, 1989; ARESTIS, 1992).

As políticas fiscal e monetária são vistas como essenciais para a gestão da demanda agregada, passo crucial para atingir e manter uma alta utilização da capacidade e alto nível de emprego, na medida em que – diferentemente da visão convencional – o pleno emprego é uma situação muito rara de acontecer espontaneamente (ARESTIS, 1992). Além disso, a consequência de reconhecer que os processos inflacionários, na maior parte das vezes, têm origem em pressões de custos é que a política monetária não deve ser o único instrumento para se atingir a estabilidade de preços: pelo contrário, tal objetivo requer uma combinação das diferentes políticas (fiscal, tarifária, comercial, entre outras) (MODENESI, 2005).

Diferentemente da corrente ortodoxa, os PK percebem que a estabilidade de preços não deve ser o principal objetivo macroeconômico, especialmente se isso for comprometer o desenvolvimento econômico. Alguns outros objetivos de política tão ou mais importantes ressaltados pela teoria PK são: pleno emprego, crescimento econômico, progresso tecnológico, redistribuição de renda e riqueza, promoção de concorrência nos mercados, controle do processo de acumulação de capital e socialização dos investimentos (ARESTIS, 1992).

Em outras palavras, como apontado por Modenesi (2005), com base em Tobin (1987), as principais características das políticas macroeconômicas orientadas ao keynesianismo são: (i) o foco em objetivos reais, com destaque para os níveis de emprego e renda; (ii) a centralidade da gestão da demanda agregada, com discricionariedade para os *policy makers*; e (iii) a necessidade de coordenação na condução das políticas, especialmente as políticas monetária e fiscal, visando os objetivos macroeconômicos reais.

No entanto, há algumas divergências quanto às estratégias a serem adotadas. Por exemplo, Wray (2007) discorda do arranjo do RMI e do BCI, porém é a favor da adoção de regras para a política monetária, em consonância com Setterfield (2006). Algumas divergências também surgem quanto ao grau de relevância dado à política monetária. Todos concordam que a política fiscal tem sua eficácia e relevância. Entretanto, reconhecem-se duas abordagens para o tratamento da política monetária na visão PK. Alguns autores defendem uma postura “*activist*”, na qual a política monetária se volta para o estímulo do nível de

atividade (e, para alguns autores, mesmo para a meta de inflação), por meio de uma administração ativa da taxa de juros. Essa seria uma linha mais próxima do NCM, porém com a política monetária ainda mais ativa e sendo usada também de forma anticíclica, considerando seus efeitos reais. Por outro lado, há quem defenda uma abordagem passiva, ou “*parking-it*”, na qual a taxa de juros deve permanecer em um patamar estável devido ao fato de ter efeitos distributivos relevantes, delegando o controle da demanda agregada à política fiscal (ANTONIOLLI, 2019; ASENSIO; HAYES, 2009; HEIN; STOCKHAMMER, 2010; ROCHON; SETTERFIELD, 2007).

Maior consenso e importância são atribuídos à política fiscal, negando a proposição convencional da sua ineficácia. Nessa visão, nenhuma política deve se subordinar à outra, cada uma tem sua relevância e seu papel, porém elas devem ser coordenadas¹⁹. Nessa linha, Arestis (2012, p.93, ênfase adicionada) argumenta:

fiscal policy is actually a strong macroeconomic stabilisation instrument, *especially so when it is coordinated not only with monetary policy but also and closely with financial stability policies – with such coordination-embracing income distribution*. Fiscal policy should thereby be restored to its proper upgraded role in terms of economic policy.

Um *policy mix* alinhado aos argumentos PK e que preserva a coordenação entre as diferentes políticas econômicas é proposto por Hein e Stockhammer (2010). Segundo os autores, as políticas salariais deveriam assumir o papel de estabilizar a inflação, enquanto a política fiscal deveria assumir a tarefa de gerir a demanda agregada, a fim de garantir um nível de demanda efetiva compatível com alto emprego. Por sua vez, à política monetária caberia o *fine tuning* da economia, com foco sobretudo na manutenção de uma distribuição estável entre as classes rentistas, capitalistas e trabalhadoras. Além disso, os BCs deveriam ficar responsáveis pela estabilidade financeira, que não deixa de ser um ponto extremamente relevante, por conta da fragilidade financeira sistêmica assinalada por Minsky (1986).

Arestis (2012), na mesma linha, defende a importância de o arranjo de coordenação entre as políticas monetária e fiscal considerar também políticas de estabilidade financeira e de redução da desigualdade de renda. Contudo, o autor vai além, defendendo que a discricionariedade dessas políticas é tão importante quanto elas próprias: “coordination of fiscal and monetary/financial stability policies in a discretionary manner is the best way forward in terms of macroeconomic stabilisation. In this context, the often neglected objective of income distribution should become one of the main objectives of such coordination” (ARESTIS, 2012, p. 105).

Em suma, com essa combinação em mente, a política monetária perde a posição de protagonista e a política salarial assume a função de âncora nominal. Como os autores consideram que a flexibilidade salarial gera inflação, eles propõem a manutenção de certa rigidez nominal dos salários por meio de uma regra que associe a taxa de crescimento dos salários nominais às taxas de crescimento da produtividade e de inflação. Por fim, o importante papel de estimular o nível de atividade e de garantir a estabilização real recai sobre

¹⁹ No sentido heterodoxo. Veremos mais à frente que o conceito de coordenação de políticas é distinto a depender da abordagem teórica adotada.

a política fiscal. Dessa maneira, é possível preservar a estabilidade do sistema macroeconômico como um todo (ANTONIOLLI, 2019; HEIN; STOCKHAMMER, 2010).

1.2.2 Críticas à independência do banco central e ao RMI

Na visão pós-keynesiana, o regime de política monetária pode também ser discutido a partir de críticas direcionadas à independência do banco central (IBC) e à operacionalização do RMI.

Em contraposição à escola novo-clássica, a qual defende a IBC, na visão Pós-Keynesiana não existe o chamado viés inflacionário, o que, por conseguinte, torna inócuos os argumentos em prol da IBC (FREITAS, 2006; VILELLA, 2020). Se a diferença marcante da abordagem PK é a não neutralidade da moeda no curto e no longo prazo, a política monetária pode impactar as variáveis reais da economia sem desencadear um processo inflacionário no longo prazo – daí a necessidade de condução em coordenação com as demais políticas macroeconômicas (FREITAS, 2006).

Nesse caso, a coordenação é importante para o alcance dos objetivos macroeconômicos e “a política monetária não pode ser isolada das demais sob a responsabilidade de um banco central independente, sob pena de gerar custos sociais elevados, caso haja divergências entre o banco central e o governo” (FREITAS, 2006, p.282). Daí abre-se uma fissura nas duas abordagens: na visão do NCM, a IBC contribui para uma melhor coordenação entre as políticas fiscal e monetária, ao passo que, na visão PK, a falta de coordenação que a perseguição de objetivos de forma autônoma pela autoridade monetária pode engendrar pode ser prejudicial. Como argumenta Libânio (2004, p. 18):

Conduzir a política monetária de forma ‘independente’ e voltada apenas para a estabilidade de preços, pode levar à perda de credibilidade e dificultar a influência desejada sobre o comportamento dos agentes, caso haja algum descompasso entre a conduta do banco central e ações que o governo esteja tomando na área fiscal e cambial, por exemplo.

Direcionar a política monetária ao objetivo exclusivo de estabilidade de preços é também abrir mão de um instrumento que pode ajudar na busca do crescimento e do pleno emprego (FREITAS, 2006; LIBÂNIO, 2004; SICSÚ, 2002). Nas palavras de Sicsú (2002, p.27), “uma política monetária voltada somente para manter a inflação sob controle está, na verdade, sendo subutilizada”. Como a política monetária sempre tem efeitos reais, inclusive no longo prazo, ainda que o banco central escolha cuidar apenas da estabilidade de preços, sua política acabará afetando as variáveis reais, mesmo que não intencionalmente (LIBÂNIO, 2004). Essa crítica pode ser ainda mais relevante sob o RMI, já que:

A adoção da estabilidade dos preços como objetivo único do banco central, como previsto no regime de metas de inflação, engessa toda a política econômica, *impede a coordenação de políticas* e retira do Executivo o poder de formular a política monetária. Nesse tipo de regime, todas as demais políticas tornam-se subordinadas à política monetária, potencializando os constrangimentos decorrentes da posição internacional periférica. (FREITAS, 2006, p.286, ênfase adicionada)

Aklin, Kern e Negre (2021) argumentam que um arcabouço com IBC restringe a política fiscal, na medida em que expansões fiscais fortes tendem a ser compensadas por políticas monetárias restritivas, comprometendo a capacidade do governo de utilizá-la para fins de assistência social e redistribuição de renda, agravando desigualdades²⁰. Com isso, ambas teriam seus efeitos neutralizados pela outra, pondo em evidência o problema da coordenação diante de um regime de IBC.

Freitas (2006) e Libânio (2004) identificam ainda outras críticas à tese de IBC: (a) assume-se que a autoridade monetária necessariamente irá, por conta própria, buscar o objetivo de estabilidade de preços, como se essa fosse a “natureza intrínseca” dos bancos centrais; (b) essa função de garantir a estabilidade de preços não é “natural” ao BC, mas sim foi designada a ele gradualmente em conjunto com as demais funções típicas de um BC, que não é uma instituição apolítica; (c) as conclusões das análises empíricas que tentam associar o grau de independência com o sucesso no combate à inflação são problemáticas; e (d) dado que há uma contradição entre as funções de guardião do valor da moeda e emprestador de última instância, questiona-se como o BC independente irá agir diante de forte instabilidade financeira sistêmica. Essa questão é relevante porque as últimas crises financeiras ao redor do mundo evidenciaram a importância da função de emprestador de última instância para a resolução dos debacles.

É importante ressaltar ainda que, mesmo seguindo uma perspectiva mais ortodoxa, alguns autores como Laurens e La Piedra (1998) e Sehovic (2013) argumentam que a independência do banco central, por si só, não garante a coordenação de políticas, diferentemente da visão novo-clássica. Nessa linha, eles defendem que para um arcabouço com um banco central independente ser bem-sucedido, ele depende da coordenação entre as políticas, de modo que a mera independência da autoridade monetária, por si só, não seria suficiente para garantir a coordenação, ainda que reduza o suposto viés inflacionário.

Nesse sentido, podem também ser formuladas outras críticas sobre a operacionalização do RMI, tendo como pano de fundo as experiências concretas dos países que adotaram esse regime. Libânio (2010) argumenta que a política monetária brasileira sob o RMI (1999-2006) respondeu às oscilações do nível de atividade de forma procíclica e assimétrica: ela foi bastante restritiva em períodos de recessão, porém pouco frouxa em períodos de expansão econômica, o que evidenciaria um viés de alta da taxa de juros e, conseqüentemente, de constrangimento à demanda, ao produto e ao emprego agregados.

Na medida em que se admite a possibilidade de o processo de crescimento econômico ser *demand-led*²¹, a autoridade monetária estaria deliberadamente escolhendo limitar a inflação em detrimento do crescimento do país:

²⁰ O argumento geral dos autores é que um banco central independente contribui para o enfraquecimento das políticas macroeconômicas e para aumento das desigualdades por meio de três canais. O canal citado é o das políticas sociais, mas há também o da liberalização financeira e o do mercado de trabalho. Para mais detalhes, ver Aklin, Kern e Negre (2021).

²¹ Vários autores analisam os efeitos da demanda agregada sobre o crescimento econômico. Ver Serrano (1995), Arestis e Sawyer (2002), Carvalho (2005), Dutt e Ros (2003) e Lavoie (2004).

“if it is true that monetary policy is procyclical and asymmetric under inflation targeting, and if it is accepted that demand changes can have long-lasting effects, the main economic policy implication of this study is that central banks should consider more seriously the real effects of monetary policy. In particular, the analysis would imply that the *trade-off central banks face is not only between inflation and short-run output losses, but between inflation and long-lasting growth effects.*” (LIBÂNIO, 2010, p.84, ênfases adicionadas)

Ademais, como o NCM reconhece que os efeitos da política monetária ocorrem com certa defasagem e, por isso, defendem uma atuação *forwad-looking* do banco central, além de atribuir muita importância para as expectativas inflacionárias no funcionamento do regime, na prática, a autoridade monetária pode acabar reagindo exageradamente ao menor sinal de pressão inflacionária.

Do ponto de vista empírico são várias as críticas aos resultados do RMI. Kumhof (2001), Sicsú (2002) e Arestis e Sawyer (2003) sustentam que não há evidências empíricas significativas de que o RMI implique menores taxas de inflação. Da mesma maneira, Carvalho (1995), Forder (1999) e Mendonça (2000; 2001) também não conseguem evidências que corroborem essa causalidade entre IBC e taxas de inflação mais baixas. Modenesi (2005) mostra que não há relação estatisticamente significativa entre IBC e menores taxas de inflação no caso de países em desenvolvimento; e mesmo no caso dos países industrializados, não era possível estabelecer a relação dessa causalidade de maneira assertiva²².

1.3 COORDENAÇÃO IDEAL

O arranjo de políticas econômicas adotado é de extrema importância em qualquer teoria econômica, já que é ele que permitirá alcançar os objetivos macroeconômicos definidos pelos *policy makers*. Nesse sentido, a coordenação entre as políticas também é entendida como essencial²³ nas duas abordagens teóricas tratadas até então (ARESTIS, 2012; LAURENS; LA PIEDRA, 1998; SEHOVIC, 2013). Contudo, o próprio *significado da coordenação* se revela distinto em cada uma delas, tendo em vista os diferentes objetivos e pressupostos adotados.

Segundo o NCM, o arranjo ideal de política macroeconômica é centrado no RMI com um banco central independente. Nesse arranjo, a política monetária assume as rédeas da política macroeconômica, subjugando todas as demais ao seu objetivo de estabilidade do nível de preços. Assim, essa configuração já favorecerá a coordenação de políticas no sentido ortodoxo: a política monetária no centro e as demais políticas, inclusive a fiscal, secundárias,

²² Cukierman, Neyapti e Webb (1992) e Alesina e Summers (1993) reconhecem que suas evidências não são suficientes para defender a tese de IBC utilizando o argumento de que garantiria a estabilidade de preços e nem para defender uma determinada causalidade.

²³ Uma exceção é Blinder (1982), que realiza uma análise baseada em teoria dos jogos e conclui que, em geral, como não se sabe qual autoridade “está correta”, nada garante que uma situação de coordenação será melhor. Em alguns casos, ela poderia ser pior do que a situação sem coordenação. Ainda assim, a literatura mais recente converge para a ideia de que a coordenação é, sim, benéfica. Inclusive, Wray (2007) argumenta que se o BC e o TN não se entenderem politicamente, a autoridade monetária terá dificuldades para controlar sua taxa de juros de curto prazo.

a fim de não atrapalharem o alcance da meta de inflação (MENDONÇA, 2003). Nessa linha, a política fiscal se pauta por regras e deve garantir exclusivamente o equilíbrio das contas públicas e a sustentabilidade da trajetória da dívida pública.

Aprofundando esse ponto, é importante notar que não há espaço para qualquer *mix* de políticas distinto deste, sob pena de provocar descoordenação. Mais especificamente, déficits fiscais representariam excesso de demanda agregada, resultando em pressões inflacionárias, e ao mesmo tempo contribuiriam para agravar a trajetória da dívida, deixando a economia mais próxima de um problema de dominância fiscal. Por conta disso, a política fiscal deveria ser sempre austera, deixando a política monetária totalmente livre para o cumprimento da meta de inflação, que é o principal objetivo nessa visão.

Dessa maneira, a subordinação da política fiscal à monetária se traduz em uma assimetria: quando a autoridade monetária eleva a taxa de juros da economia, naturalmente isso impõe mais restrições à política fiscal; todavia, como o NCM se utiliza de regras fiscais, o movimento inverso não ocorre quando a taxa de juros é reduzida, isto é, a política fiscal não ganha espaço para ser mais expansionista diante de uma queda dos juros. Novamente, trata-se de uma visão na qual não há uma coordenação alternativa: a política fiscal deve ser rígida, garantindo a saúde das finanças públicas, de modo a não comprometer a atuação do banco central como guardião do valor da moeda.

Obviamente, esse entendimento da coordenação somente é assim por conta dos pressupostos do NCM vistos acima e por conta do objetivo principal dessa corrente ser a estabilidade da inflação, a qual deve ser alcançada mesmo que em detrimento de outras variáveis macroeconômicas. Nessa linha, mesmo quando os defensores dessa perspectiva reconhecem os efeitos negativos de suas políticas recessivas no curto prazo, eles ainda as defendem argumentando que, no longo prazo, os efeitos seriam positivos. A estabilidade de preços é vista como condição suficiente para a estabilidade econômica como um todo.

Entretanto, na visão de Mendonça (2003) esse conceito de coordenação enxergada como subordinação de uma política (a fiscal) em relação à outra (a monetária) seria deturpado. Segundo o autor, essa “coordenação fictícia” não seria eficiente, uma vez que uma coordenação verdadeira permitiria atingir um maior nível de bem-estar social. Contudo, o autor não define explicitamente o que seria a “coordenação *de facto*”.

Sicsú (1996) também entende que a subordinação de uma política à outra não configura uma situação de coordenação. Entretanto, diferentemente de Mendonça (2003), Sicsú argumenta que um arranjo de IBC elimina a possibilidade de subordinação entre as políticas, embora não garanta que as políticas serão eficientes. Pelo contrário, sua crítica à tese de IBC é que, em geral, tal arranjo gera conflitos entre as políticas monetária e fiscal, e essa descoordenação resulta em ineficiência. Sua definição de política econômica eficiente é:

aquela que, primeiro, persegue um objetivo prioritário, segundo, cria o mínimo de utilização contraditória entre seus instrumentos e, terceiro, emite o máximo de sinais aos agentes a fim de estimulá-los a agir – com menor incerteza em relação ao futuro – no mesmo sentido da direção apontada/adotada pelas autoridades. (SICSÚ, 1996, p. 9-10).

É essa concepção de coordenação que irá guiar o presente trabalho, partindo da noção de políticas direcionadas à consecução dos mesmos objetivos, ainda que múltiplos (ARESTIS, 2012; LIBÂNIO, 2004; ORÇAMENTO SEM SEGREDO, 2023). Na visão PK, o controle da inflação é mais um dentre os objetivos macroeconômicos, e em muitos cenários não é o mais relevante. É nesse sentido que a coordenação entre as políticas se faz relevante e necessária para a construção de uma estratégia para alcançar as várias metas definidas pelo governo, e não apenas o controle inflacionário (FREITAS, 2006; MENDONÇA, 2003; LAURENS E LA PIEDRA, 1998; SEHOVIC, 2013).

Para Laurens e La Piedra (1998, p. 22), “it is in the context of a ‘divorce’ between debt management and monetary policy that the coordination of monetary and fiscal policy has become so important these days”. Para os autores, a coordenação deveria ser realizada em dois esforços: no curto prazo, deveria promover condições financeiras razoáveis e, no longo prazo, deveria introduzir um conjunto de políticas que consiga manter a economia na sua trajetória de crescimento de equilíbrio, entendida como aquela em que há crescimento sustentado e inflação sob controle. Nesse sentido, uma condição necessária para a coordenação é que os objetivos e políticas sejam determinados em conjunto pelas autoridades²⁴.

Os autores utilizam de argumentos em parte compatíveis com o NCM, mas também iluminam questões genéricas relativas à coordenação. Laurens e La Piedra (1998) defendem a necessidade de uma trajetória sustentável das políticas em conjunto e individualmente, uma vez que a coordenação não perduraria no médio e longo prazo, mesmo se atingida no curto prazo, caso a trajetória de uma ou de ambas fosse insustentável. O desempenho da política monetária dependeria de a situação fiscal não gerar expectativas desestabilizadoras e, da mesma maneira, a política monetária precisaria ser crível a fim de evitar um maior ônus sobre a política fiscal na forma de maiores juros. Por fim, outro elemento que deveria ser levado em conta na discussão de coordenação são as temporalidades distintas das políticas: normalmente, um ajuste da política fiscal demoraria mais por conta das questões orçamentárias, enquanto ajustes da política monetária podem ser realizados muito mais frequentemente. O argumento deles é que isso faz com que a maior parte do ônus do *fine tuning* recaia sobre a política monetária (LAURENS; LA PIEDRA, 1998).

Segundo Blinder (1982), não é porque as políticas fiscal e monetária têm efeitos díspares sobre a DA²⁵ que, necessariamente, elas estão descoordenadas. Porém, ele reconhece que, em geral, na visão do NCM, uma maior coordenação é vista como uma combinação de política monetária mais flexível e política fiscal restritiva, enquanto a descoordenação resultaria no oposto, isto é, uma política monetária rígida com uma política fiscal frouxa.

²⁴ A situação em que uma das políticas se subordina à outra, na visão deles, não seria eficiente no sentido de que não geraria os melhores resultados possíveis.

²⁵ O autor argumenta isso porque uma política fiscal contracionista e uma política monetária flexível gerariam efeitos na mesma direção sobre o investimento e o crescimento. Sua ideia é que, no longo prazo, uma expansão fiscal eleva a taxa de juros real, desestimulando o investimento e a oferta agregados. Por outro lado, uma política monetária expansionista reduziria a taxa de juros e elevaria o investimento.

Para o autor, há três possíveis razões para a ausência de coordenação entre as autoridades: (a) elas podem ter objetivos distintos; (b) podem seguir diferentes linhas teóricas e, conseqüentemente, discordarem sobre os efeitos das políticas sobre a economia; e (c) podem fazer previsões diferentes sobre a economia. Como não se sabe qual autoridade tem uma visão correta, a melhor estratégia seria dar poder para ambas, porém também as prover com a capacidade de neutralizar os efeitos das ações da outra.

A falta de coordenação pode se tornar uma fonte potencial de conflitos ou de desequilíbrios, agravada no caso de um banco central independente (FREITAS 2006; MENDONÇA, 2003; SEHOVIC, 2013). Em última instância, essa situação pode comprometer o desempenho da economia e o alcance dos próprios objetivos de política. É por isso que a questão da coordenação de políticas é complexa, uma vez que as políticas monetária e fiscal podem estar sob o comando de autoridades distintas, cada uma com seus próprios objetivos e instrumentos, que, por vezes, podem ser conflitantes (LAURENS; LA PIEDRA, 1998; SEHOVIC, 2013).

Um ponto importante a ser enfatizado é que, embora os PK atribuam uma grande importância para a política fiscal, talvez até maior que para a política monetária, vários autores argumentam que a eficácia da primeira é tão maior quanto maior for a coordenação entre elas:

“We begin by making it clear that fiscal policy should not be implemented in isolation to monetary policy. We may refer to the case of fiscal expansion to make the point. The impact of fiscal policy on output in this case is considerably higher and more persistent when there is monetary accommodation. If such accommodation is not present, risks can arise, in that the impact of fiscal policy may not be the desirable one, in which case one policy forces the other to adjust, thereby limiting significantly the margin of the effectiveness of fiscal policy. It is thus important that *fiscal policy should be properly coordinated with monetary policy*. This is vital, in that *monetary policy reaction can play a key role in the effectiveness of fiscal policy*. When monetary and fiscal policies are consistent so that their impact on aggregate demand is cumulative, and not offsetting, the overall impact is higher than it would otherwise be.” (ARESTIS, 2012, p. 100-101, ênfases adicionadas)

No mesmo sentido, o trabalho de Linnemann e Schabert (2003) mostra que a eficácia da política fiscal para afetar o nível do produto é significativamente maior quando a autoridade monetária não reage de maneira excessiva às mudanças no produto. Eggertsson (2006) identificou, ainda, que as expectativas inflacionárias configurariam um importante canal de transmissão da política fiscal sobre o nível de atividade: uma expansão fiscal eleva a inflação esperada e, se a autoridade monetária estiver coordenada com o governo, mantendo a taxa de juros nominal constante, a taxa real de juros acabará caindo, o que estimula gastos. Portanto, nesse cenário o BC estaria sincronizado com a política fiscal, na medida em que aceitaria certo patamar de inflação em troca de uma redução do desemprego²⁶. No entanto,

²⁶ Eggertsson (2006) estima que o multiplicador do gasto público deficitário corresponde a aproximadamente 3,8 em um contexto de coordenação fiscal-monetária, porém cai para zero na ausência de coordenação, entendida como a situação em que o BC é independente para perseguir seu objetivo. Seguindo tal linha, a política fiscal,

essa estratégia não daria tão certo caso a harmonização de políticas, a qual é ainda mais difícil em um contexto de IBC, não ocorresse.

Outro ponto relevante é que um arranjo com coordenação entre as políticas não significa que as autoridades monetária e fiscal perdem sua autonomia. No entanto, para haver a coordenação é preciso que elas entrem em consenso acerca dos objetivos (ARESTIS, 2012). O que ocorre é que a ausência de coordenação parece ser, em certa medida, aceita nos arranjos de política atuais, como ocorre, por exemplo, quando o banco central deliberadamente fixa uma taxa de juros elevada por considerar que a situação fiscal está inadequada.

SÍNTESE

Neste capítulo estabelecemos as bases e os principais argumentos teóricos das visões do NCM e PK acerca das políticas macroeconômicas e da coordenação entre elas. De acordo com os pressupostos adotados, o arranjo ideal de política do NCM tem a política monetária ativa e conduzida por um banco central independente, com a meta de inflação devendo ser cumprida a qualquer custo, uma vez que a estabilidade macroeconômica e o crescimento econômico sustentável dependem da estabilidade de preços. As demais políticas se subordinam a esse objetivo e, em particular, a política fiscal deve ser passiva e disciplinada para não gerar pressões de demanda nem, no limite, chegar a uma situação de dominância fiscal.

Por outro lado, ao aceitar a hipótese de não neutralidade da moeda, a visão PK implica algumas alterações na forma como a condução da política monetária deve ser enxergada. Em primeiro lugar, ela não deve ser subutilizada mirando apenas na estabilidade de preços, mas sim ter a sua importância como instrumento de administração macroeconômica reconhecida. Também não deve ser pautada em regras rígidas que impeçam a discricionariedade requerida para fazer frente a alterações imprevistas nas condições econômicas e a crises. Em terceiro lugar, ter sua transparência assegurada, a fim de reduzir a incerteza na economia e direcionar melhor as expectativas do público para aumentar sua eficácia. Por fim, ser conduzida de maneira compatível com as demais políticas macroeconômicas, com vistas ao alcance dos objetivos do governo, e não de forma isolada deste.

Em uma perspectiva mais ortodoxa, a coordenação se confunde com a subordinação da política fiscal à monetária (MENDONÇA, 2003). Em contraposição, temos a política fiscal tomando a frente na visão heterodoxa, tendo sua relevância associada à garantia de demanda suficiente para sustentar altos níveis de produto e emprego. A definição de coordenação, por sua vez, é dependente dos objetivos macroeconômicos a serem perseguidos, tanto numa quanto noutra visão. Por conseguinte, mais que a divergência de pressupostos, crenças e

portanto, seria menos eficaz em momentos de menor coordenação entre as autoridades monetária e fiscal. Outros trabalhos que seguem essa argumentação são Davig e Leeper (2009) e Cogen et al. (2010).

prescrições, a diferença de objetivos ajuda a entender o que está por trás dos conceitos de coordenação em cada visão e, conseqüentemente, das recomendações de política.

CAPÍTULO 2 – O ARCABOUÇO INSTITUCIONAL DAS POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA BRASILEIRAS E O GOVERNO LULA III

Desde o final da década de 1990, o arcabouço institucional de política macroeconômica no Brasil teve forte inspiração nas prescrições do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) (ARANTES; LOPREATO, 2017; OREIRO; PAULA, 2021; PAULA; SARAIVA, 2015). O chamado tripé macroeconômico combinou o regime de câmbio flutuante, as metas de superávit primário no âmbito fiscal e o regime de metas para inflação. A coordenação entre essas políticas foi pautada, em grande parte, pela soberania do objetivo de estabilização dos preços, em linha com as proposições teóricas do NCM, mas ao longo do tempo, e reagindo a diferentes choques, como a crise de 2008, as políticas se distanciaram do receituário tradicional e mesmo a institucionalidade foi modificada.

Este capítulo recapitula brevemente a evolução do arcabouço institucional de política macroeconômica no Brasil desde o início dos anos 2000 e detalha as mudanças instituídas a partir do ano de 2016 – que marca a saída do Partido dos Trabalhadores do Executivo por meio da deposição da então presidenta Dilma Rousseff. Essas mudanças são centrais para compreender os contornos institucionais que condicionavam a política macroeconômica antes do governo Lula III e as próprias modificações desde então implantadas – foco deste trabalho. A compreensão dessa institucionalidade é essencial para compreender as limitações e possibilidades das políticas monetária e fiscal, bem como a coordenação entre essas políticas.

2.1. DESCRIÇÃO DA INSTITUCIONALIDADE DO REGIME MACROECONÔMICO NO BRASIL

2.1.1 Política Monetária

2.1.1.1. O Regime de Metas de Inflação

Como já visto, o RMI é um dos pilares do NCM e se relaciona com a tese de IBC. O regime dá enfoque à política monetária como estabilizadora da inflação, assumindo sua ineficácia para impactar as variáveis reais no longo prazo. De acordo com 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”.

No caso brasileiro, o RMI foi adotado inicialmente em 1999, sendo marcado pelas seguintes características: (i) a adoção de uma meta de inflação referenciada em um índice cheio de inflação, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA); (ii) a fixação de uma meta central pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), com

intervalos de tolerância que foram gradualmente estreitados ao longo do tempo²⁷; e (iii) a fixação de horizonte temporal de um ano-calendário²⁸, com as metas estipuladas com dois anos de antecedência²⁹ (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024).

A operacionalização do RMI brasileiro segue as seguintes etapas: o CMN, composto pelo presidente do BCB e pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento e Orçamento, estipula a meta central e o intervalo de tolerância. Com vistas ao cumprimento dessa meta, o Comitê de Política Monetária (Copom), formado pela diretoria do BCB, define a meta para a taxa Selic que considera compatível com a meta inflacionária determinada. A partir daí, a autoridade monetária, que é a responsável na prática pelo cumprimento da meta de inflação, realiza a gestão diária da liquidez no mercado interbancário por meio das operações de mercado aberto, a fim de fazer a taxa Selic efetiva convergir para a sua meta.

O cumprimento formal da meta depende de a inflação efetiva acumulada no ano-calendário estar dentro do intervalo de tolerância. Não sendo este o caso, o presidente do BCB tem que escrever uma carta pública ao Ministro da Fazenda, explicitando as razões do não 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.

Quanto à questão da independência do banco central, desde a implementação do RMI, em 1999, o BCB já contava com autonomia operacional para conduzir a política monetária nesses termos. A questão da autonomia da autoridade monetária é frequentemente discutida no contexto da coordenação de políticas econômicas. Como vimos anteriormente, “a estrutura institucional apontada como a que melhor operacionaliza o RMI é o banco central independente” (ANTONIOLLI, 2019, p.30). Somente em 2021, com a edição da Lei Complementar nº 179, foi concedida a autonomia formal ao BCB, alternando os mandatos fixos dos seus diretores e do presidente da autarquia, como será detalhado a seguir.

2.1.1.2. Autonomia do Banco Central do Brasil

A Lei Complementar nº 179, de 2021, foi a responsável por conceder autonomia operacional ao BCB, estabelecendo-o como uma autarquia de natureza especial e

²⁷ Entre 1999 e 2002 o intervalo foi de 2,0 p.p., porém entre 2003 e 2005 foi ampliado para 2,5 p.p. De 2006 a 2016, o intervalo de tolerância se manteve em 2,0 p.p. e, a partir de 2017, foi fixado em 1,5 p.p.

²⁸ O Decreto nº 12.079 de 2024 prevê que, a partir de 2025, a meta de inflação passará a ser contínua, isto é, será a inflação acumulada em doze meses, porém apurada mês a mês. Portanto, o horizonte temporal se deslocará ao longo do tempo. A meta é considerada descumprida se estiver fora do intervalo de tolerância durante seis meses consecutivos. O intuito dessa nova sistemática é evitar que a meta seja considerada descumprida por conta de choques temporários nos preços (BRASIL, 2024e; BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024).

²⁹ Gomes (2022) argumenta que o RMI brasileiro pode ser considerado um regime rígido, pois não concede margem de manobra para os *policy-makers* – e, desde 2017, tornou-se ainda mais rígido. Os motivos dessa rigidez seriam: (i) a utilização de um índice cheio, que não permite acomodações de choques inflacionários; (ii) um horizonte temporal relativamente curto (mas que passará a se deslocar no tempo a partir de 2025); e (iii) um intervalo de tolerância também relativamente pequeno.

estipulando os mandatos fixos para os diretores e para o presidente da instituição. Com essa caracterização, o BCB deixa de ficar vinculado a qualquer órgão da Administração Pública direta, não havendo relação de hierarquia entre ele e qualquer outro ente. A lei fixa também as bases para a autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira.

O procedimento para a escolha do presidente e dos diretores é alterado, com mandatos fixos, não coincidentes com o mandato do Presidente da República, com duração de 4 anos (BRASIL, 2021, art. 4º). A exoneração do corpo dirigente da autoridade monetária é prevista somente nos seguintes casos: (a) a pedido do próprio dirigente; (b) doença que impossibilite o exercício de suas atribuições; (c) mediante condenação transitada em julgado por improbidade administrativa ou por crime que impeça o exercício de cargos públicos; e (d) por desempenho insuficiente recorrente que comprometa o alcance dos objetivos da autarquia, sendo necessário, nesse caso, que o CMN apresente a proposta de exoneração ao PR (*idem*, art. 5º). Elimina-se, portanto, a possibilidade de exoneração *ad nutum*, mesmo que com o crivo do Senado.

O CMN continuou a ser o órgão responsável pela determinação da meta de inflação, ficando a condução da política monetária privativamente a cargo do BCB. Autores como Ivo (2022) e Ferrari-Filho e Terra (2023) são taxativos em afirmar que o BCB já gozava de autonomia operacional, tendo total liberdade para fixação da taxa Selic, mas a instituição do insulamento *de jure* da autoridade monetária foi, enfim, concretizada, em linha com o receituário neoliberal extremista que caracterizou o governo Bolsonaro (PAULA; LANGE; CANNONE, 2023).

A lei de autonomia do BCB também estipulou a estabilidade de preços como objetivo fundamental do RMI brasileiro, relegando a um segundo plano os objetivos de suavizar as flutuações do nível de atividade, fomentar o pleno emprego e zelar pela estabilidade e eficiência do sistema financeiro (BRASIL, 2021, art. 1º). Essa medida codificou o alinhamento do RMI no país aos preceitos do NCM, a despeito das controvérsias acerca da hierarquização dos objetivos de política macroeconômica exploradas no capítulo anterior.

Recapitulando, como o programa de governo envolve diversas metas e a inflação é apenas uma delas, os dirigentes não deveriam priorizar um único objetivo em detrimento dos demais. Mendonça (2003) destaca que isso não significa que a inflação não é um objetivo relevante, apenas que ela não é o único objetivo da política macroeconômica. Ainda, como ressalta Freitas (2006, p. 283, ênfases adicionadas):

Se o banco central age sem levar em consideração os objetivos gerais da política econômica, o resultado será a *estagnação da economia e o aumento do desemprego* [...] Outro efeito deletério de tal política se expressa na elevação do custo financeiro da dívida pública, o que coloca constrangimentos adicionais à política fiscal. *Tal conflito pode ser ainda maior se o banco central, além de independente, tiver também objetivo exclusivo da estabilidade de preços como no regime de metas de inflação.*

Esse ponto é complementado por Libânio (2004, p. 15), que destaca:

Se a independência permite ao banco central adotar políticas contrárias a outros objetivos do governo, desconsiderando outras políticas, então esta não é uma configuração desejável, devido à importância da coordenação entre as diversas políticas macroeconômicas. Mais do que discutir se a política fiscal deve ser subordinada à monetária – ou o contrário – a visão de Keynes destaca a importância de que as políticas sejam conduzidas de forma coordenada, o que aumentaria sua eficiência e também sua credibilidade [...]

Do ponto de vista das contrapartidas para evitar conflitos de interesses e estabelecer a responsabilização dos dirigentes, a Lei da autonomia do BCB é enxuta. O período de quarentena após o fim do mandato é de 6 meses, sem quarentena prévia a assumir o cargo. Em termos de *accountability* e transparência, o presidente do BCB deve apresentar, semestralmente, no Senado, os relatórios de inflação e de estabilidade financeira, explicando a condução da política monetária nos períodos anteriores.

Essas questões tornam-se relevantes, pois, segundo a teoria da captura, um regulador pode ser capturado pelos interesses do setor que ele regula:

Agências reguladoras correm sempre o risco de serem capturadas pelos interesses dos entes regulados. Esse risco torna-se mais evidente no caso de uma agência como o Banco Central, dada sua capacidade de criar meios de pagamento simplesmente pela expansão de seus ativos. (Moura, 2016, p. 96-97)

A materialização desse risco depende diretamente dos mecanismos de prevenção. Enquanto o projeto tramitava no Congresso sob a forma do PLP nº 19, de 2019, uma das emendas apresentadas³⁰ estipulava quarentenas de 12 meses antes da assunção do cargo e após seu término (BRASIL, 2019; IVO, 2022). Ela, porém, não foi incorporada e a redação final da lei fixou o que pode ser considerado um período relativamente curto para evitar conflitos de interesse e a captura por instituições reguladas e fiscalizadas pelo BCB, colocando em xeque a autonomia da instituição em relação aos interesses do setor financeiro (PINTO, 2022).

Ao assumir o governo em 2023, o Presidente Lula e sua equipe econômica partiram de um cenário inédito: foi a primeira administração a governar com presidente e diretores do BCB que não indicou, encontrando também um regime ainda mais rígido de política monetária e um cenário pouco benigno em termos de inflação e taxas de juros. Essas questões, porém, serão objeto do próximo capítulo, cabendo agora nos voltarmos aos elementos institucionais relativos à política fiscal e outras políticas macroeconômicas.

2.1.2. Política Fiscal

2.1.2.1. PEC da Transição

³⁰ Emenda nº 12 ao PLP nº 19, de 2019, que alterava o art. 10.

Em 2016, foi instituído o teto de gastos³¹, regime fiscal que estipulava uma regra draconiana de limite de despesas e impunha um ajuste fiscal pautado na redução do tamanho do Estado. Após um fôlego expansivo inicial na transição para o novo regime, os gastos só poderiam ser reajustados pela inflação do ano anterior, sem espaço para qualquer expansão real das despesas e impondo uma tendência de compressão das despesas discricionárias (DWECK, 2020). Na prática, o teto não foi cumprido como previsto, tendo sua rigidez sido contornada e violada em diversas ocasiões – mesmo antes da pandemia de covid-19, mas também posteriormente na tentativa de reeleger Bolsonaro (TETO, 2022).

A proposta de alocação de recursos do orçamento público para o ano de 2023, primeiro ano do novo governo Lula, já havia sido enviada ao Congresso Nacional pelo governo anterior na ocasião da conclusão da eleição. A aplicação do teto de gastos, já letra morta, mas ainda formalmente em vigor, impossibilitaria a concretização das promessas de campanha: “The Brazilian population has just democratically decided that they want these promises to be delivered, but Bolsonaro’s government has left the Lula da Silva government without room to maneuver under the spending cap fiscal rule.” (FERRARI-FILHO; TERRA, 2023, p.45).

Por conta disso, o novo governo, mesmo antes de tomar posse, foi negociar junto ao Congresso a abertura de um maior espaço fiscal para conseguir não só realizar seus objetivos e promessas, mas também evitar a paralisação da máquina pública. A PEC da Transição (como ficou conhecida a PEC nº 32, de 2022), posteriormente promulgada como a Emenda Constitucional nº 126, de 2022, foi responsável por recompor o orçamento em R\$145 bilhões de reais para o ano de 2023, permitindo a restauração de vários programas sociais e o cumprimento das promessas de campanha do novo governo eleito. Esse montante foi excetuado não só do teto, mas de outras regras fiscais:

As despesas decorrentes do aumento de limite [...] não serão consideradas para fins de verificação do cumprimento da meta de resultado primário [...] e ficam ressalvadas, no exercício financeiro de 2023, [da regra de ouro³²]. (BRASIL, 2022a, EC 126/2022, parágrafo único do art. 3º)

A exclusão dos R\$145 bilhões do cômputo da meta de resultado primário de 2023, resultou na previsão de um déficit primário de aproximadamente R\$66 bilhões (BRASIL, 2022c, art. 2º).

Além disso, a PEC liberou os gastos direcionados ao Programa Bolsa Família (PBF) e ao Auxílio Gás de seguirem algumas determinações da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF)³³, sobretudo a determinação que alterações em ações governamentais que impliquem aumento de despesas devem ter seu impacto orçamentário estimado, sem comprometer a gestão do orçamento público e o

³¹ Emenda Constitucional nº 95, de 2016.

³² A regra de ouro veda “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, art. 167, inciso III).

³³ Lei Complementar nº 101, de 2000.

cumprimento das leis orçamentárias (BRASIL, 2022c, art. 4º). Portanto, exclusivamente em 2023, a ampliação e melhora desses programas não precisou de compensação na forma de redução de outra despesa ou aumento de receitas.

A EC nº 126/2022 também revogou formalmente o teto de gastos, impondo como contrapartida a formulação de um novo arcabouço de regras fiscais em sua substituição até agosto de 2023. O resultado desse processo foi o novo Regime Fiscal Sustentável, que será discutido na próxima subseção. De forma imediata, porém, a medida restabeleceu os mínimos constitucionais das áreas de saúde e educação. A EC nº 95/2016 também havia subjugado esses mínimos ao congelamento real: a base do cálculo tomou como referência os valores mínimos correspondentes ao ano de 2017, que, a partir daí, foram apenas corrigidos pela inflação (DWECK, 2020). Com sua revogação, os dispositivos da Constituição foram retomados, com percentuais mínimos anuais de recursos a serem destinados à área da saúde, no montante correspondente a 15% da receita corrente líquida do exercício financeiro corrente (BRASIL, 1988, art. 198), e à educação, em valor correspondente a 18% da receita de impostos (BRASIL, 1988, art. 212).

Ademais, como uma das implicações mais graves do teto de gastos havia sido a redução das despesas discricionárias, impactando fortemente os investimentos públicos, a EC nº 126/2022 permitiu que o excesso de arrecadação de 2022 pudesse ser usado para investimentos, ficando fora do teto e observando o limite de 6,5% do excesso de arrecadação de receitas correntes do exercício de 2021 (BRASIL, 2022, parágrafo 6º-B do art. 107). Sem esse espaço, os recursos destinados a investimentos públicos segundo a previsão original do Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) para 2023 alcançariam somente o valor de R\$22 bilhões, o menor valor da série histórica, correspondente a apenas 0,2% do PIB (BOLSONARO, 2022; PEC, 2022).

Por fim, a Emenda ainda foi responsável por prorrogar a Desvinculação de Receitas da União, que antes estava estipulada apenas até 31 de dezembro de 2023, por mais um ano. Essa medida foi importante para permitir ao governo uma flexibilidade na alocação de seus recursos, facilitando a obtenção de um melhor resultado primário (BORGES; RESENDE; PIRES, 2023).

Considerando o exposto, fica claro que a EC 126/2022 foi essencial para a recomposição dos gastos públicos, especialmente nas áreas sociais mais afetadas. Como consta no relatório final do Gabinete de Transição Governamental:

a PEC 32/2022 e os valores adicionais alocados na lei orçamentária anual, nos termos demandados pela Transição, permitem a recomposição de orçamentos para programas essenciais e a previsão de gastos sociais e investimentos estratégicos que induzirão a retomada do crescimento econômico sustentável com redução em simultâneo das desigualdades mais gritantes no momento. (BRASIL, 2022b, p.56)

No capítulo 3, serão discutidos com mais detalhes os efeitos e impactos da PEC da Transição, cabendo agora apreciar a mudança no arcabouço institucional da política fiscal com a elaboração e promulgação do Regime Fiscal Sustentável (RFS).

2.1.2.2. Regime Fiscal Sustentável (RFS)

A justificativa convencional para a adoção de regras fiscais é garantir a responsabilidade fiscal, de modo a melhorar as expectativas dos agentes quanto à capacidade do governo de honrar suas obrigações e, assim, permitir que o setor privado lidere o processo de crescimento econômico (GIMENE; MODENESI, 2021). O arcabouço de política fiscal brasileiro foi inspirado por essa noção de “finanças sadias”³⁴ e contava com três principais regras fiscais³⁵, além da LRF: a regra de ouro, a meta de resultado primário e o Teto de Gastos.

Vimos anteriormente que a regra de ouro basicamente determina que o governo não pode emitir dívida para financiar despesas correntes. Já a meta de resultado primário é prevista no Anexo de Metas Fiscais das Leis de Diretrizes Orçamentárias (LDOs) por determinação da LRF (e da CF 1988) e, atualmente, também por determinação do RFS (Lei Complementar nº 200 de 2023), como será visto adiante. Por fim, o teto de gastos, previsto na Emenda Constitucional nº 95, de 2016, congelava em termos reais os gastos primários da União por vinte anos, independente da arrecadação tributária. Ou seja, o teto das despesas correspondia ao valor de 2016, apenas corrigido pela inflação de cada ano.

Sendo uma das regras fiscais mais rígidas do mundo, o teto de gastos gerava diversos problemas, entre eles o fato de representar uma redução real dos gastos primários *per capita* por conta do crescimento populacional (DWECK, 2020; GIMENE; MODENESI, 2021; GOMES, 2022). Seu cumprimento também exigiu o corte significativo de investimentos públicos e de despesas discricionárias, em geral, para abrir espaço para as despesas obrigatórias (VILELLA; VAZ, 2021; GOMES, 2022). A vigência do teto foi marcada pelo menor patamar histórico dos investimentos públicos, a estagnação real do salário mínimo, a interrupção da valorização do funcionalismo público, entre outros problemas graves (BRASIL, 2023c).

Mesmo no campo mais ortodoxo, eventualmente, percebeu-se a insustentabilidade do teto de gastos, gerando um consenso de que a EC nº 95/2016 precisaria ser substituída (TAVARES, 2024). Para os autores dessa filiação teórica, os sucessivos descumprimentos da regra abalavam a confiança dos agentes na capacidade do governo de controlar suas contas: “a excessiva rigidez, inevitavelmente acompanhada de escapes, fez com que esta regra não cumprisse seu objetivo de ancorar as expectativas dos agentes econômicos em relação à atuação fiscal do Governo Federal” (BRASIL, 2023c, Lei nº 14.791, anexo IV, p. 21).

³⁴ É preciso ressaltar que essa visão de finanças sadias e adoção de regras fiscais não é consensual entre os economistas (VILELLA; VAZ, 2021).

³⁵ A definição de regra fiscal aqui adotada é mais abrangente que a definição comumente fornecida pelo Fundo Monetário Internacional. O FMI (2009) entende como regra fiscal uma restrição duradoura sobre a política fiscal por meio de *limites numéricos* aplicáveis aos agregados orçamentários. No presente trabalho, entende-se por regras fiscais as *medidas legais e administrativas* que impõem restrições duradouras sobre a política fiscal.

O novo Regime Fiscal Sustentável (RFS) foi instituído com a Lei Complementar nº 200, de 2023, substituindo o teto de gastos. O RFS fixa como objetivo “garantir a estabilidade macroeconômica do País e criar as condições adequadas ao crescimento socioeconômico”. Para isso, combina dois tipos de regras fiscais, as metas de resultado e o limite móvel de despesas.

A primeira regra moderniza a sistemática de definição e apuração da meta de resultado primário do Governo Central, vigente desde a virada do século XXI. Esse conceito representa a diferença entre as receitas não financeiras e as despesas não financeiras, desconsiderando, assim, o pagamento de juros sobre a dívida pública. A meta é estipulada para o ano corrente e os três próximos pela Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), sendo considerada cumprida caso o resultado efetivo se situe acima do limite inferior definido³⁶. O RFS inovou ao introduzir um intervalo de tolerância de 0,25 p.p. para cima e para baixo, definido na LRF e na LDO:

os intervalos de tolerância para verificação do cumprimento das metas anuais de resultado primário, convertido em valores correntes, de menos 0,25 p.p. [...] e de mais 0,25 p.p. [...] do PIB previsto no respectivo projeto de lei de diretrizes orçamentárias. (BRASIL, 2000, LC 101/2000, § 5º, inciso IV).

A adoção de uma banda para o resultado primário é uma vantagem em relação à meta de resultado primário anteriormente determinada pela LRF, pois confere maior flexibilidade para perseguir a meta e praticar uma política acomodatória diante das oscilações econômicas e de choques não antecipados (como no caso da pandemia de covid-19). Barbosa (2022) mostra que durante os vinte e um anos de vigência da LRF, a meta de resultado foi alterada, ao longo do exercício, em doze deles.

A LDO para o ano de 2023³⁷ determinou que a meta de resultado primário seria um déficit de aproximadamente R\$ 66 bilhões³⁸, equivalente a 0,63% do PIB. As metas definidas em 2023 para os anos de 2024, 2025 e 2026 foram, respectivamente, de 0,0%, 0,5% e 1,0% do PIB³⁹. No entanto, no curso de 2024, na elaboração do orçamento para os próximos anos, essas metas foram revistas, respectivamente, para 0,0%, 0,0% e 0,25% do PIB⁴⁰.

Em caso de descumprimento da meta de resultado primário⁴¹, o RSF prevê gatilhos para limitar despesas e contribuir para o ajuste fiscal: o impedimento da criação de cargos; da realização de concursos; do reajuste de salários de servidores; da criação de despesas obrigatórias; do reajustes de despesas obrigatórias acima da variação da

³⁶ O limite superior não serve para fins de cumprimento da meta, mas serve para, caso seja ultrapassado, mensurar o excedente que poderá ser destinado a investimentos públicos. Isso está previsto no art. 9º, que será visto mais à frente.

³⁷ Lei nº 14.436, de 2022.

³⁸ Segundo o Relatório de Avaliação do Cumprimento de Metas Fiscais publicado pelo Tesouro Nacional, o resultado primário do Governo Central em 2023 foi superior à meta no montante de R\$ 45 bilhões. Para mais detalhes, ver Brasil (2024a).

³⁹ Lei nº 14.791 de 2023.

⁴⁰ Projeto de Lei nº 3/2024-CN.

⁴¹ Esses gatilhos também se aplicam quando as despesas primárias obrigatórias atingirem 95% do total.

inflação (com exceção do salário-mínimo); da concessão ou ampliação de incentivo ou benefício de natureza tributária; entre outros (BRASIL, 2023d, art. 6º). Essas vedações poderão ser parcialmente suspensas por lei de iniciativa do Presidente, caso seja comprovado que outras medidas adotadas já serão suficientes para garantir o ajuste e o retorno à meta.

Cabe notar, ainda, que o RFS não retirou a determinação da LRF de necessidade de avaliação bimestral acerca da compatibilidade dos gastos com o cumprimento das metas e, em caso de incompatibilidade, prosseguir com o contingenciamento de despesas. Portanto, o artigo 9º da LC nº 101/2000 continua em vigor:

Se verificado, ao final de um bimestre, que a realização da receita poderá não comportar o cumprimento das metas de resultado primário ou nominal estabelecidas no Anexo de Metas Fiscais, os Poderes e o Ministério Público promoverão, por ato próprio e nos montantes necessários, nos trinta dias subseqüentes, limitação de empenho e movimentação financeira, segundo os critérios fixados pela lei de diretrizes orçamentárias.

Esse ponto da legislação confere certa prociclicidade ao novo regime, na medida em que se a economia passar por uma desaceleração que reduza a arrecadação, o governo será obrigado a contingenciar os gastos, reduzindo o espaço de manobra da política fiscal e podendo agravar a fase descendente (BASTOS; DECCACHE; ALVES JR., 2023).

Ademais, introduz-se um novo expediente, o chamado “bloqueio de despesas”, que impõe uma espécie de contingenciamento sobre as despesas discricionárias no caso de as despesas obrigatórias crescerem a taxas mais rápidas que o previsto na LOA. O bloqueio pode ser revertido caso essa tendência se reverta, mas, do contrário, pode implicar o cancelamento das dotações.

A segunda regra diz respeito à limitação sobre as despesas primárias, que passam a ter o seu crescimento real condicionado à evolução do crescimento real das receitas e ao cumprimento das metas fiscais. Em caso de cumprimento da meta de resultado primário do exercício anterior, o crescimento real da despesa fica restrito a 70% da variação real das receitas primárias nos 12 meses anteriores. Caso a meta seja descumprida, o limite fica restrito a 50% do crescimento real da receita (BRASIL, 2023c). Na prática, trata-se de um teto “móvel”, que se ajusta à variação real da receita primária defasada (BASTOS; DECCACHE; ALVES JR., 2023). A lógica dessa estratégia é que a expansão da receita irá condicionar o aumento real dos gastos, porém em menor proporção, com vistas a facilitar a obtenção de superávits primários e, assim, manter uma “responsabilidade fiscal”. (BRASIL, 2023h).

O RFS impõe, ainda, limites numéricos absolutos para o aumento real das despesas, independentemente da variação real das receitas primárias: (i) um limite máximo de 2,5% a.a.; e (ii) um piso de 0,6% a.a. Este piso corresponderia ao valor necessário para compensar o crescimento populacional, de modo a manter os gastos *per capita* estáveis (VAZQUEZ; SCHLEGEL, 2023). Essa medida tem como justificativa

tornar a regra de despesa anticíclica, já que a arrecadação tem um caráter induzido em relação ao nível de atividade: a ideia é evitar o aumento exagerado de gastos em momentos de *boom* econômico, mas também evitar a queda dos gastos nos momentos de recessão, nos quais eles são justamente mais essenciais, garantindo o seu crescimento real (LARA et al., 2023; BRASIL, 2023c; BRASIL, 2023h).

O novo regime fiscal institui também um piso de 0,6% do PIB para os investimentos, como resposta às preocupações relativas à compressão das despesas discricionárias. Caso, o resultado primário ultrapasse o limite superior do intervalo de tolerância, há permissão para que 70% do excedente seja destinado a ampliar a dotação orçamentária dos investimentos públicos, contudo, sem que esse montante supere 0,25% do PIB do exercício anterior (BRASIL, 2023d, art. 9º).

O limite de despesa global preserva algumas rubricas vinculadas a políticas públicas ou despesas de caráter extraordinário, estabelecendo um rol de exceções. Dentre elas, estão os recursos destinados a determinadas transferências, créditos extraordinários para despesas urgentes no caso de calamidades públicas e despesas vinculadas ao Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica (Fundeb), dentre outras (BRASIL, 2023d, parágrafo 2º do art. 3º).

O novo arcabouço de política fiscal dispõe de maior complexidade na combinação de diferentes regras, pisos e tetos de despesa, exceções e novos gatilhos. Por um lado, a regra é mais flexível que o antigo teto de gastos, prevendo a possibilidade de ampliação real dos gastos e de acomodação de choques; por outro, carrega vários elementos do regime fiscal anterior. A operacionalização do RFS, que entrou em vigor efetivamente no ano de 2024, deverá ser apreciada a partir dessas inovações e contradições.

2.2. GASTOS SOCIAIS

2.2.1. Novo Bolsa Família

O Programa Bolsa Família (PBF) é um dos maiores programas de transferência de renda condicionada do mundo, criado pela gestão Lula no seu primeiro mandato⁴². Souza et al. (2019) concluíram que o programa custava apenas 0,5% do PIB e era a transferência de renda mais progressiva realizada pelo governo, com os 20% mais pobres recebendo aproximadamente 70% dos recursos do programa. Os impactos sobre a pobreza e a desigualdade identificados pelo estudo sugerem que o PBF foi

⁴² Lei nº 10.836, de 2004. O PBF foi alterado, flexibilizado e renomeado como Auxílio Brasil pela Lei nº 14.284, de 2021. A Lei 14.601, de 23 de junho de 2023, resgatou o nome original do programa e redesenhou alguns elementos do PBF.

responsável, em 2017, pela redução de 15% da pobreza e de 25% da extrema pobreza. Entre 2001 e 2015, foi responsável ainda pela queda de 10% do índice de Gini⁴³.

Tal como definido na legislação, o programa tem como objetivos: (i) combater a fome, por meio da transferência direta de renda às famílias beneficiárias; (ii) contribuir para a interrupção do ciclo de reprodução da pobreza entre as gerações; e (iii) promover o desenvolvimento e a proteção social das famílias, especialmente das crianças, dos adolescentes e dos jovens em situação de pobreza (BRASIL, 2023a, art. 3º).

Como se trata de uma transferência condicionada, para fazer jus ao recebimento do benefício, as famílias devem atender aos seguintes requisitos: (a) estar inscritas no CadÚnico⁴⁴; e (b) ter renda familiar per capita mensal de no máximo R\$218. A manutenção do beneficiário no programa requer o cumprimento de uma série de condicionalidades pelos integrantes das famílias: (i) realização de pré-natal; (ii) estar em dia com a vacinação; (iii) acompanhamento do estado nutricional das crianças até 7 anos; e (iv) frequência escolar mínima dos jovens (BRASIL, 2023a, art. 10).

A atualização do PBF no governo Lula III trouxe novidades importantes. O valor mínimo do benefício passou a ser de R\$ 600,00, conforme pactuado nas promessas de campanha e concretizado graças ao espaço fiscal liberado pela PEC da Transição. Foram também criados benefícios adicionais de R\$ 150,00 por criança até seis anos de idade e de R\$ 50,00 por gestante, nutriz e/ou indivíduos entre 7 e 18 anos incompletos (*idem*, art. 7º). O novo desenho, portanto, alavancou significativamente os valores transferidos às famílias, o que pode vir a significar um impacto ainda mais positivo sobre os indicadores sociais e também sobre a própria dinâmica econômica.

2.2.2. Política de valorização do salário mínimo

Uma marca dos governos anteriores do PT, a política de valorização real do salário mínimo foi abandonada em 2019, durante o governo Bolsonaro, que passou a praticar os reajustes apenas com base na inflação (BARTOLO, 2023; SALÁRIO, 2022). A parcela dos salários na renda (*wage-share*) caiu de forma significativa nesse período, saindo de 57% em 2018 para 49% em 2022 (SUMMA, 2024).

O governo Lula III estabeleceu a retomada da valorização real do salário mínimo como uma prioridade. Primeiramente, elevou para R\$1.320,00 o valor do salário mínimo a partir de maio de 2023, ampliando os valores previstos pelo governo anterior⁴⁵. O governo também institucionalizou uma regra e metodologia de cálculo de

⁴³ Embora o PBF só tenha sido oficialmente criado pela Medida Provisória nº 132, de 2003, transformada na Lei nº 10.836, de 2004, o estudo considera os programas precursores do PBF: Bolsa Escola Nacional, Bolsa Alimentação, Auxílio Gás e Cartão Alimentação.

⁴⁴ O Cadastro Único é um registro das famílias de baixa renda no país para acompanhamento do governo, sendo requisito para muitos programas sociais federais, como o Auxílio Gás, o Programa Minha Casa Minha Vida, entre outros.

⁴⁵ Medida Provisória nº 1.172, de 2023, convertida na Lei nº 14.663, de 2023. O valor estipulado pelo governo Bolsonaro para o salário mínimo de 2023 havia sido de R\$1.302,00.

reajuste⁴⁶ do salário mínimo baseada no crescimento real do PIB defasado em dois anos⁴⁷ e na inflação, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), defasado em um ano (LEI, 2023). Para o ano de 2024⁴⁸, o valor do salário mínimo foi fixado em R\$ 1.412,00, um aumento de 7,0% em relação a 2023 e, em termos reais, de 3,0% (BRASIL, 2023g).

A política garante reajustes acima da inflação, de modo que o poder de compra aumenta em termos reais. Do ponto de vista do gasto social, tal política é especialmente relevante por constituir o valor ao qual o Benefício de Prestação Continuada (BPC), as pensões e as aposentadorias são vinculados⁴⁹. O impacto dessa política atinge também um público muito mais amplo ao se tornar um farol para negociações salariais privadas. Em conjunto com o PBF, a valorização do salário mínimo foi um dos mais importantes instrumentos de distribuição de renda e redução da desigualdade no país (SABOIA; HALLAK NETO, 2018).

A legislação que trouxe a nova política também reajustou os valores da tabela do Imposto de Renda, ampliando as faixas de isenção para os indivíduos de renda mais baixa⁵⁰. Como afirmou Luiz Marinho, Ministro do Trabalho e Emprego do governo Lula III:

Essa política de valorização, com a retomada tanto do valor do salário mínimo para este ano, como a correção da tabela do Imposto de Renda, é um farol para a economia. Nós temos quase 38 milhões de aposentados e pensionistas no país. Desses, 25,4 milhões estão no piso, no salário mínimo, e são impactadas diretamente nessa política permanente de valorização. (BRASIL, 2023f)

Em 2024, esses valores já foram atualizados pela Lei nº 11.482/2024. Agora, o limite da alíquota zero foi elevado em 6,97%, passando para R\$2.259,20, alterando também o desconto simplificado⁵¹ para R\$564,80. Com isso, a faixa de isenção do IRPF passou a ser de R\$2.824,00, reduzindo a carga tributária direta sobre uma parcela importante da população e ampliando a renda disponível das famílias brasileiras.

2.2.3. Programa de Enfrentamento à Fila da Previdência Social (PEFPS)

⁴⁶ É a mesma fórmula de reajuste estipulada no governo Dilma (e.g. Lei nº 12.382, de 2011), mas que foi abandonada no governo Bolsonaro.

⁴⁷ Em caso de taxa de crescimento real negativa do PIB, o reajuste considera somente a inflação.

⁴⁸ Decreto nº 11.864, de 2023.

⁴⁹ “Nenhum benefício que substitua o salário de contribuição ou o rendimento do trabalho do segurado terá valor mensal inferior ao salário mínimo” (BRASIL, 1988, art. 201, §2º).

⁵⁰ A faixa de isenção do Imposto de Renda Pessoa Física, na prática, subiu de R\$ 1.903,98 para R\$ 2.640,00 por mês, dois salários mínimos nos valores de 2023 (BRASIL, 2023g). A promessa de campanha do presidente Lula tinha como meta uma faixa de isenção até R\$ 5 mil, o que ainda poderá ser concretizado até 2026 (BRASIL, 2023g).

⁵¹ O desconto simplificado foi uma inovação da Lei nº 14.663 de 2023, que criou a possibilidade de os agentes fora da faixa da alíquota zero optarem por um desconto simplificado de 25% do valor máximo da isenção, sem necessidade de comprovação à Receita Federal. Em 2023, o valor máximo para a alíquota zero era R\$ 2.112,00, com um desconto simplificado de R\$ 528,00.

A dinâmica de concessão de benefícios sociais e previdenciários foi fortemente impactada pela pandemia de covid-19. Os pedidos represados se multiplicaram e a capacidade de atendimento, agravada pela dificuldade de reposição de pessoal, foi insuficiente, resultando em períodos de espera superiores ao estipulado na legislação (de até 45 dias) e longas filas.

Esse cenário também acabou por ser usado como um expediente de controle imediato de despesas pelo governo federal, trocando-as por despesas futuras com precatórios e decisões judiciais (CARAM; RESENDE, 2020). Segundo dados do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), em julho de 2023, o estoque de solicitações de benefícios assistenciais e por incapacidade, aposentadorias, pensões por morte e outros alcançava o número de 1.749.449, sendo que somente 36% estavam dentro do prazo de 45 dias de análise.

O Programa de Enfrentamento à Fila da Previdência Social (PEFPS) foi criado com o objetivo de reduzir o tempo de análise de processos administrativos e da realização dos exames médicos-periciais dos benefícios administrados pelo INSS⁵². O Programa tinha duração prevista de nove meses, prorrogáveis por mais três, prevendo um bônus de produtividade⁵³ para os servidores administrativos do INSS a serem pagos àqueles que trabalharem além da jornada normal (MÁXIMO, 2023).

O programa abrange basicamente os processos com prazo de análise superior a 45 dias ou cujo prazo judicial tenha expirado. Também abarca as análises médicas: (i) realizadas em unidades sem oferta regular desse serviço; (ii) com prazo de agendamento superior a 30 dias; (iii) com prazo judicial expirado; (iv) relacionadas à análise de documentos; ou (v) relativas a servidores públicos federais.

Para agilizar a apreciação dos pedidos, adotaram-se também medidas como: (a) permitir que, em certas circunstâncias, a perícia médica seja realizada via telemedicina; (b) aceitar, excepcionalmente, atestados médicos ou odontológicos para a concessão de licenças por motivo de saúde, sendo dispensada a perícia oficial (JÚNIOR, 2023). Foi desenvolvida também a ferramenta Atestmed, com o objetivo de facilitar o acesso ao benefício por incapacidade temporária e reduzir fraudes.

A iniciativa de agilizar os processos e fazer os recursos realmente alcançarem os beneficiários do INSS também integrou a estratégia de normalização dos gastos sociais. Aliada à política de valorização do salário mínimo, o qual é atrelado aos benefícios pagos pelo INSS, a redução da fila contribui para injetar recursos nas mãos da parcela mais pobre da população.

⁵² Medida Provisória nº 1.181, de 2023, posteriormente transformada na Lei nº 14.724, de 2023.

⁵³ O bônus estipulado foi de R\$ 68,00 por processo concluído e, no caso dos médicos peritos, de R\$ 75,00 por perícia concluída, conforme o art. 4º da Lei nº 14.724, de 2023.

2.3. OUTRAS MUDANÇAS NO ARCABOUÇO INSTITUCIONAL DA POLÍTICA ECONÔMICA

O Brasil conta com um sistema tributário ineficiente e regressivo, com predominância de impostos indiretos (ORAIR; GOBETTI, 2019). Por exemplo, é um dos poucos países no mundo que não tributa lucros e dividendos e nunca regulamentou a taxação de grandes fortunas. Persistiam também inúmeras oportunidades e brechas para elisão fiscal, especialmente, de contribuintes situados no topo da pirâmide de distribuição de renda e riqueza.

A equipe econômica do governo Lula III se empenhou em recompor a base de arrecadação a partir dessas brechas: a Medida Provisória nº 1.184, de 2023, passou a tributar os rendimentos de fundos exclusivos (ou fundos dos “super ricos”) com alíquotas de imposto de renda de 15,0% a 20,0%; o Projeto de Lei nº 4.173, de 2023, propôs a tributação anual dos rendimentos do capital de residentes brasileiros aplicados no exterior com alíquotas que variavam de 0% a 22,5%. Essas duas medidas foram depois convertidas na Lei nº 14.754, de 2023.

Outra frente importante de mudança institucional, porém cujos impactos ainda demorarão a ser sentidos, foi a aprovação no Congresso, em 2023, da reforma tributária sobre o consumo⁵⁴. A reforma visa principalmente reduzir a complexidade e a cumulatividade do sistema tributário nacional. De forma complementar, prevê-se uma segunda rodada de mudanças, que irão atingir a renda e o patrimônio (FLOR, 2024; KONCHINSKI, 2024). A apreciação dessas medidas foge ao escopo do presente trabalho devido à sua temporalidade, mas é importante pontuá-las para pautar as agendas de pesquisa futuras sobre o tema.

SÍNTESE

O arcabouço institucional da política macroeconômica no Brasil passou por diversas mudanças nos últimos anos. No âmbito da política monetária, a aderência às prescrições do NCM é flagrante, haja vista a adoção do RMI, com parâmetros paulatinamente mais rígidos ao longo do tempo, e a formalização da autonomia do BCB em 2021. Sob o ponto de vista pós-keynesiano, essa configuração apresenta certos problemas, especialmente, seu caráter antidemocrático: se o governo recém-eleito tiver uma proposta diferente da do presidente do BC em relação à condução da política monetária, isso atrapalhará o direcionamento e a coordenação da política macroeconômica, especialmente, pois essa política é capaz de afetar as variáveis reais. O conflito entre o Executivo federal e o banco central independente será analisado no próximo capítulo.

Ao analisar os aspectos institucionais das políticas fiscal, cambial e monetária, Gomes e Martins (2023) consideram haver uma subordinação dos diversos instrumentos

⁵⁴ Emenda Constitucional nº 132, de 2023.

de política econômica ao objetivo exclusivo do RMI. Ou seja, o arcabouço institucional brasileiro expressa uma decisão deliberada de que o objetivo da política monetária seria o mais relevante e deveria ser perseguido mesmo que em detrimento de outros objetivos, como crescimento e atendimento das necessidades sociais. E, novamente, esse ponto é central para entender o desalinhamento de discursos entre as autoridades brasileiras.

O RFS, por sua vez, requer uma análise mais detida em termos do que coloca. Por um lado, não rompe integralmente com as prescrições do NCM, embora contemple visões mais modernas, posteriores à crise financeira de 2008, sobre as regras fiscais, com componentes anticíclicos, margens para operar e uma flexibilidade constrangida para o aumento das despesas. Por outro lado, a regra institucionaliza um regime que tem como objetivo principal gerar superávits primários de forma recorrente, o que constrange a política fiscal permanentemente.

O espaço aberto de forma excepcional na PEC da Transição foi ocupado pelos gastos sociais, que retomaram políticas dos governos anteriores do Partido dos Trabalhadores. Essas políticas visam melhorar o bem-estar social e reduzir as desigualdades, mas certamente impactam, direta ou indiretamente, a demanda agregada e contribuem para a retomada do crescimento econômico. Contudo, ao mesmo tempo, alguns pontos do RFS, aliados à condução recente da política monetária, podem pôr em xeque a referida retomada e condenar o país a mais alguns anos de desempenho econômico medíocre.

No próximo capítulo, iremos analisar a condução da política macroeconômica dentro do novo quadro institucional e discutir como se deu a coordenação (ou descoordenação) entre as políticas econômicas brasileiras no primeiro um ano e meio do governo Lula III.

CAPÍTULO 3 – (DES)COORDENAÇÃO DA POLÍTICA MACROECONÔMICA: 2023-2024

Os governos dos ex-presidentes Michel Temer e Jair Bolsonaro foram marcados por uma orientação de política macroeconômica voltada ao receituário do NCM, por reformas neoliberais, como a trabalhista e da previdência, e episódios conjunturais, como a pandemia de covid-19, que influenciaram diretamente a gestão macroeconômica. Não é possível sintetizar esse período a partir de uma direção geral das políticas, mas ele foi marcado pelo baixo dinamismo econômico, queda da taxa de investimento e piora dos indicadores sociais. Em particular, a gestão Bolsonaro foi marcada por uma retórica ortodoxa, mas, ao mesmo tempo, pela falta de objetivos consistentes de política econômica e pelo foco na reeleição, que levaram Bolsonaro a adotar medidas populistas de curto prazo que, mesmo descumprindo as metas fiscais e monetárias, não tiveram os efeitos desejados sobre as urnas.

Este capítulo analisa a condução das políticas monetária e fiscal e o desempenho macroeconômico brasileiro no governo Lula III, tendo como pano de fundo o arcabouço institucional descrito no capítulo anterior e com o objetivo de avaliar como se deu a coordenação entre as políticas macroeconômicas. A metodologia envolve a análise de estatísticas descritivas de fontes diversas, com o objetivo de caracterizar o direcionamento das políticas e como elas se articulam à luz do que foi discutido no capítulo 1.

3.1 O QUADRO MONETÁRIO

No que tange à política monetária, o quadro institucional no início do governo Lula III era marcado: (i) por um banco central independente, com presidente e diretoria indicados pelo governo anterior; a despeito dos choques da pandemia de covid-19 e da meta não ter sido alcançada em 2021 e 2022, (ii) pela manutenção dos intervalos de tolerância de 1,50 p.p. do centro da meta de inflação; e (iii) pela manutenção das metas de inflação definidas anteriormente, com diminuição da meta de 3,5% em 2022 para 3,25% em 2023 e 3,0% em 2024.

Como apontado no Capítulo 1, a independência do banco central está longe de ser um consenso entre diferentes correntes teóricas. Ivo (2022, p. 2) aponta, sob uma perspectiva crítica, que os principais problemas da autonomia da autoridade monetária adotada em 2021 eram:

- (i) a descoordenação causada entre a política monetária e a política fiscal; e (ii) a incoerência entre o modelo de desenvolvimento previsto na Constituição Federal e um Banco Central descolado das instituições democráticas, logo, à mercê do mercado financeiro, prejudicando a capacidade de planejamento estatal da sua política econômica.

Os primeiros momentos do novo governo foram marcados por embates recorrentes entre o presidente do BCB e o Ministro da Fazenda e o Presidente da

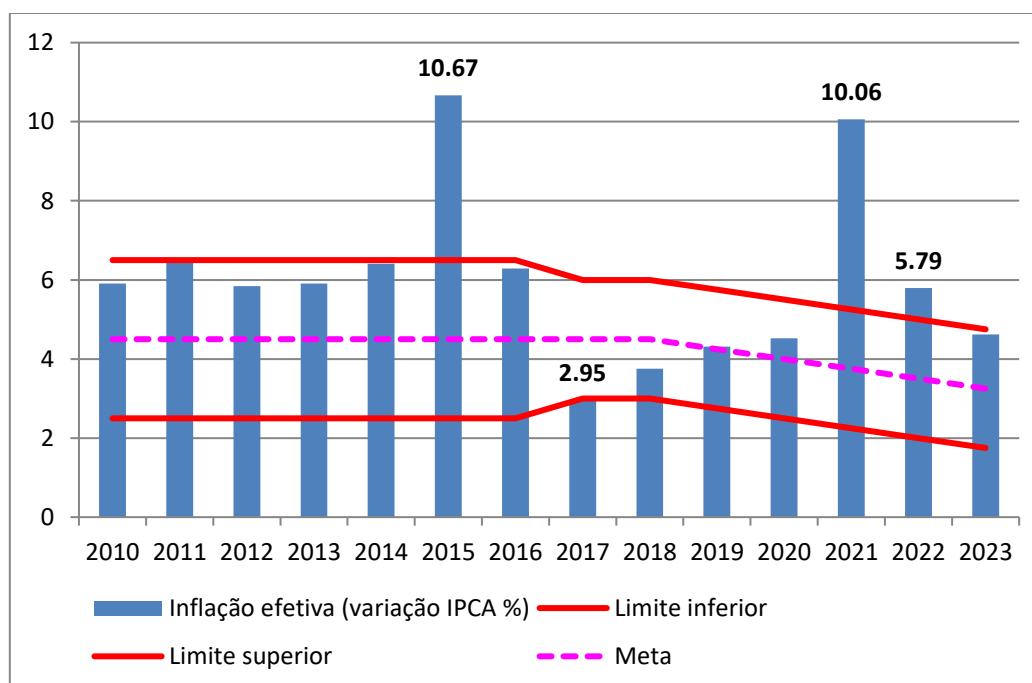
República em relação à condução das políticas monetária e fiscal. Esse conflito entre os discursos da equipe econômica e do presidente da autoridade monetária é subproduto direto da autonomia do BCB, que submeteu o governo democraticamente eleito a uma forma de conduzir a política monetária desalinhada com as suas promessas de campanha – não se trata aqui de abandonar o controle da inflação, mas de modificar parâmetros e ter maior flexibilidade na fixação das taxas de juros. Esses ruídos entre as autoridades monetária e fiscal têm reflexos não só sobre as taxas de juros e o lado fiscal, mas também sobre indicadores macroeconômicos mais gerais.

Na prática, após dois anos consecutivos de metas de inflação descumpridas, observou-se uma redução da inflação em 2023, que terminou o ano dentro do intervalo tolerado.

3.1.1 Inflação e taxa Selic

O Gráfico 1 mostra as metas de inflação e a inflação efetiva no período de 2010 a 2023. Nesses catorze anos, em quatro deles a meta foi formalmente descumprida (2015, 2017, 2021 e 2022)⁵⁵, sendo que apenas em um deles, 2017, a inflação efetiva ficou abaixo do limite inferior. Em 2021 e 2022, o descumprimento esteve atrelado aos efeitos da pandemia, junto com pressão no preço das *commodities*, gargalos nas cadeias produtivas globais e inércia inflacionária, como explicitado nas cartas abertas do presidente do BCB ao Ministro da Fazenda⁵⁶.

Gráfico 1: Metas de inflação, intervalo de tolerância e IPCA efetivo (%) (2010-2023)



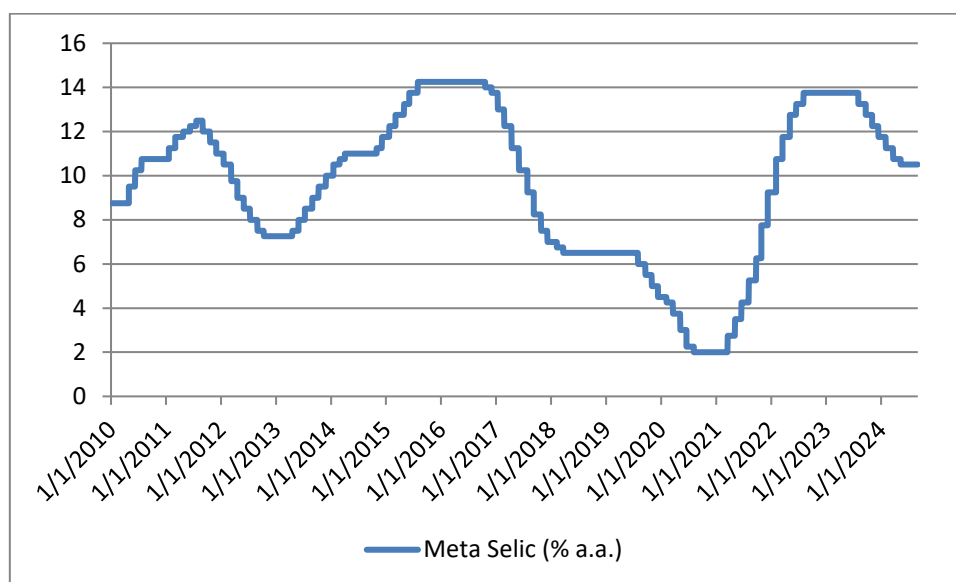
Fonte: BCB e IBGE; elaboração própria.

⁵⁵ Considerando todo o período de vigência do RMI, desde 1999, no total foram sete anos com a meta descumprida: 2001, 2002, 2003, 2015, 2017, 2021 e 2022.

⁵⁶ Ofício 823/2022 e Ofício 423/2023.

Já em 2023, ano em que a meta central foi de 3,25%, com intervalo de tolerância de 1,5 p.p. para cima e para baixo, o IPCA acumulado em doze meses registrou 4,62% a.a., dentro, portanto, do intervalo de 1,75-4,75%. Logo, mesmo em um ano em que o crescimento do PIB superou as expectativas de mercado e a taxa de desemprego atingiu mínimos históricos⁵⁷, a inflação apresentou uma redução em relação a 2022 e foi formalmente cumprida (BACCIOTTI, 2024).

Gráfico 2: Meta da Taxa Selic (% a.a.) (2010-2023)



Fonte: BCB.

O gráfico acima mostra as metas para a taxa Selic definidas pelo Copom em suas reuniões, que acontecem a cada quarenta e cinco dias. É possível observar que, após ter atingido o seu piso histórico de 2% a.a. durante a pandemia, a Selic vinha de um ciclo de alta extremamente rápido e intenso. Considerando as defasagens da política monetária, além dos diversos empecilhos na sua transmissão, a política monetária contratada em meados de 2021 e 2022 para 2023 encontrava-se num terreno altamente restritivo. Em geral, admite-se que a política monetária impacta as taxas das operações de crédito em um trimestre, mas somente reverbera sobre o produto e a inflação após quatro a seis trimestres (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2007; 2022).

Com o arrefecimento da inflação desde meados de 2022, tendência que se reforçou ao longo de 2023, o BCB reduziu a meta da Selic, que havia iniciado o ano em 13,75% e fechou em 11,75%.

Entretanto, por considerar a situação fiscal do Brasil inadequada, o presidente da autarquia optou por uma redução muito pequena e tardia, de modo que a taxa básica continuou em patamares elevados. Mais especificamente, mesmo com a queda da inflação, a taxa real de juros se manteve acima da taxa neutra⁵⁸, aquela considerada

⁵⁷ Veremos o desempenho macroeconômico mais adiante.

⁵⁸ Trata-se de uma variável não observável.

pelos ortodoxos como a que garante um crescimento do produto convergindo para o potencial e a inflação convergindo para a meta.

Segundo as estimativas do BCB, constantes nos Relatórios de Inflação de junho de 2023 e de junho de 2024, a taxa de juros neutra no Brasil seria de cerca de 4,75% a.a. Em 2023, a taxa real de juros teria fechado o ano em 6,11% a.a. e, em setembro de 2024, 7,33% a.a. (AUMENTAR, 2024; FERRARI, 2023; HERÉDIA, 2024; MARTINS, 2024; NAKAMURA, 2024). Ou seja, a taxa real de juros brasileira tem sido persistente e significativamente acima da taxa natural, indicando que a política monetária tem sido contracionista ainda que a inflação não tenha dado sinais de aceleração.

A justificativa dada por Roberto Campos Neto para essa postura é que só há espaço para reduzir a Selic caso o fiscal fique “sob controle” (AGÊNCIA SENADO, 2023; HADDAD, 2023; CARTA CAPITAL, 2023; QUEDA, 2023; TAUHAT, 2024).

Do ponto de vista PK, essa taxa de juros real convencionalmente alta contribui para a manutenção de baixas taxas de investimento e de crescimento. Ou seja, acaba por reduzir o crescimento potencial da economia. No caso brasileiro⁵⁹, esse fato gera a estagnação da produtividade, além de ter impactos negativos sobre a matriz produtiva, perpetuando as pressões de custos (FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER-PEREIRA, 2022). Ou seja, observa-se um ciclo vicioso no país: a inflação brasileira tem origem do lado da oferta; porém, a adoção do RMI estipula que a forma de combate será pelo lado da demanda, o que não soluciona a raiz do problema e ainda o preserva no tempo, exigindo a manutenção da Selic em níveis elevados (na visão ortodoxa).

O novo ciclo de queda da Selic durou apenas até agosto de 2024, quando a taxa Selic atingiu 10,5%. Em setembro, o Copom decidiu voltar com a elevação, estipulando a meta vigente de 10,75% a.a., diante de expectativas de inflação que não estão plenamente alinhadas ao centro da meta neste e nos próximos anos. Para 2024, a meta central de inflação é de 3% a.a., com um intervalo de tolerância de 1,5 e 4,5%. Segundo dados do IBGE, o IPCA acumulado no ano (até setembro) está em 3,31% e o acumulado em doze meses, em 4,42%. As expectativas são de que a meta do ano será cumprida, mas próxima ao teto (CARMO, 2024; VERDÉLIO, 2024).

Por fim, em 2025 a meta será de 3% a.a. Segundo Belluzzo et al. (2024), essa é uma meta muito baixa para as características da economia brasileira, não permitindo muita margem de acomodação para a variação dos preços, e evidenciando o caráter rígido do RMI brasileiro. Isso também reforça o problema do RMI visto no primeiro capítulo: não se trata de um regime adequado para combater inflações que não sejam de demanda e, ao tentar utilizar a taxa de juros para tal, incorre-se em desemprego desnecessário e comprometimento das taxas de investimento e de crescimento:

⁵⁹ Paes (2019), Feijó, Araújo e Bresser-Pereira (2022) e Summa (2024) mostram que as evidências empíricas apontam para uma inflação de custos no país. Para mais detalhes, ver a as projeções de inflação da Carta de Conjuntura do IPEA (CARVALHO; DOS SANTOS, 2024).

A meta de inflação de 3% mostra-se assim excessivamente baixa para uma economia com as características da brasileira. Persistir com a atual meta requereria uma taxa de desemprego desnecessariamente elevada e manutenção de juros altos por tempo excessivo, com efeitos negativos sobre os indicadores sociais, o endividamento das famílias, a taxa de investimento e o crescimento econômico de longo prazo. (BELLUZO et al., 2024)

Alguns críticos da rigidez do RMI esperam que a nova sistemática de metas contínuas de inflação⁶⁰ proporcione maior flexibilidade ao arcabouço brasileiro, ao apurar a meta mês a mês pela variação acumulada em doze meses do IPCA, sendo considerada descumprida apenas se ficar fora do intervalo de tolerância por seis meses consecutivos. Contudo, mesmo do ponto de vista teórico, esse resultado não pode ser tomado por certo e é preciso ver como irá se desenrolar na prática.

Do ponto de vista de direcionamento da política monetária, o BCB manteve a taxa Selic em terreno restritivo nos anos de 2023 e 2024, mesmo com a redução gradual dos juros a partir de agosto de 2023. A sinalização comparativamente ao período anterior foi, inclusive, de maior restrição, dada a manutenção da Selic em elevado patamar (13,75% a.a.) durante a maior parte de 2023, a despeito da convergência da inflação para a meta. A reversão da trajetória de redução em setembro de 2024 mostra também como a calibragem da meta é importante para determinar o nível da taxa de juros.

Como será discutido a seguir, essa orientação de política monetária foi no sentido contrário da política fiscal adotada no mesmo período, porém em linha com a visão ortodoxa de que expansões fiscais obrigam a uma política monetária restritiva a fim de evitar excesso de demanda e, consequentemente, inflação.

3.2 O QUADRO FISCAL

3.2.1 Despesas

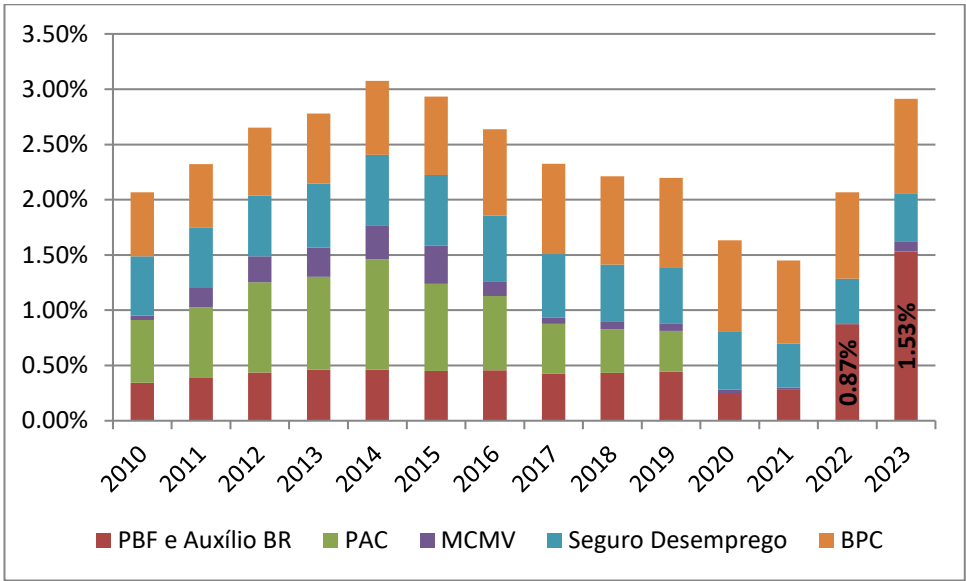
Como visto, a EC nº 126/2022 permitiu o aumento do teto de gastos para 2023 de R\$145 bilhões, além de ter excluído algumas despesas do seu limite. Isso permitiu uma recomposição tanto dos gastos obrigatórios quanto discricionários. Lara et al. (2023) argumentam que o aumento do gasto público possibilitado pela PEC da Transição foi um dos principais determinantes do aumento da demanda agregada e, portanto, do crescimento do PIB no período.

Essa recomposição dos gastos públicos ocorreu principalmente com a volta ou a valorização de diversos programas de governos anteriores do PT. O destaque fica para as despesas com o PBF, que aumentaram de 0,87% em 2022 para 1,53% do PIB em 2023, em linha com a elevação do seu benefício e as demais alterações vistas. Segundo Cavalcanti et al. (2024), as despesas relativas ao PBF apresentaram um crescimento real

⁶⁰ Decreto nº 12.079, de 2024.

de 40,6%. Em particular, tais transferências, como visto no segundo capítulo, têm um elevado multiplicador e um forte caráter redistributivo.

Gráfico 3: Gastos do governo federal com programas e auxílios em proporção do PIB⁶¹ (2010-2023)



Fonte: Resultado do Tesouro Nacional; elaboração própria.

A Tabela 1 mostra o significativo aumento de recursos direcionados a esses programas em 2023. Já os benefícios previdenciários, seguro desemprego e BPC apresentaram aumentos de 4,6%, 7,9% e 11,9%⁶², respectivamente, refletindo em parte a retomada da política de valorização do salário mínimo, ao qual são vinculados esses benefícios.

Tabela 1: Gastos do governo federal com programas e auxílios em valores correntes (R\$ bilhões)⁶³ (2016-2023)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Benefícios Previdenciários	R\$507,9	R\$557,2	R\$586,4	R\$626,5	R\$663,9	R\$709,6	R\$797,0	R\$898,9
PBF/Auxílio BR	R\$28,7	R\$28,2	R\$30,4	R\$33,0	R\$19,0	R\$25,7	R\$88,1	R\$166,3
PAC	R\$42,0	R\$29,6	R\$27,6	R\$27,1	-	-	-	-
MCMV	R\$8,0	R\$3,6	R\$4,6	R\$4,6	R\$2,5	R\$1,4	R\$0,7	R\$9,3
Seguro Desemprego	R\$37,7	R\$37,9	R\$36,3	R\$38,0	R\$40,0	R\$35,7	R\$40,7	R\$47,8

⁶¹ Não há dados sobre os gastos com o PAC a partir de 2020.

⁶² Cavalcanti et al. (2024).

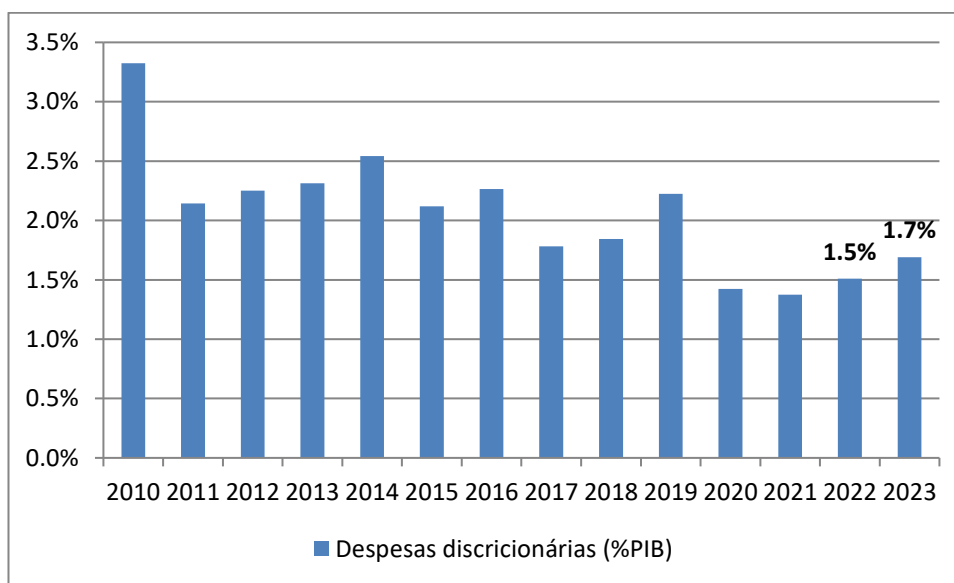
⁶³ Não há dados sobre os gastos com o PAC a partir de 2020. No entanto, para 2024 foi sancionado o valor de R\$54 bilhões e, para 2025, a proposta do PLOA prevê R\$60,9 bilhões (MUGNATTO, 2024; BRASIL, 2024a). A estimativa do governo é que, até 2026, R\$1,7 trilhão seja alocado no programa.

Fonte: Resultado do Tesouro Nacional; elaboração própria.

Uma despesa significativa e não usual que ocorreu em 2023 foi o pagamento de precatórios, por determinação do Supremo Tribunal Federal (STF), no valor de R\$ 92,4 bilhões, que gerou um aumento da rubrica créditos extraordinários no montante de 92,3% em relação a 2022⁶⁴.

Em relação às despesas discricionárias e obrigatórias, é possível observar a grande predominância das obrigatórias no orçamento público, com tendência altista especialmente após a EC nº 95/2016, que, ao congelar os gastos primários em termos reais, fazia com que todo o ajuste do lado das despesas recaísse sobre as discricionárias. Por isso, podemos ver no Gráfico 4 que, embora em alguns anos essas despesas discricionárias tenham aumentado em proporção ao PIB, sua tendência a partir de 2016 foi de queda, sem nunca voltar aos patamares anteriores.

Gráfico 4: Despesas discricionárias (% PIB) (2010-2023)



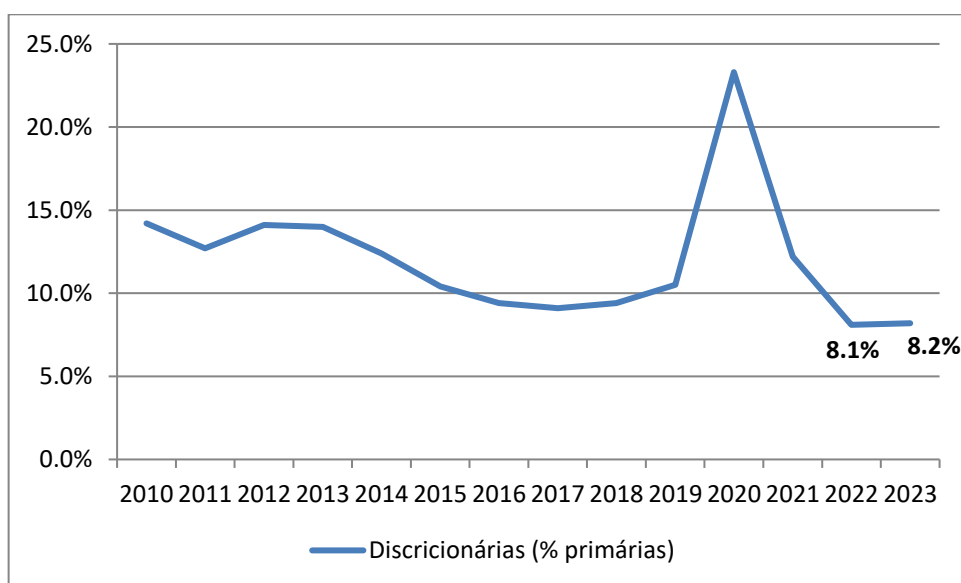
Fonte: Resultado do Tesouro Nacional; elaboração própria.

Entretanto, o aumento observado nos dois últimos anos revela que, mesmo o PIB tendo crescido consideravelmente em 2023 (2,9% a.a.), o espaço aberto permitiu também essa recomposição dos gastos discricionários, que cresceram 15,2% em relação a 2022, rompendo com a tendência de redução desde o pico de 2014 (R\$238 bilhões) (CAVALCANTI et al., 2024). A perspectiva, segundo o último Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias disponível, referente ao 4º bimestre de 2024, é de manutenção do patamar de 1,7% do PIB para 2024.

⁶⁴ Essa despesa não contou para fins de cumprimento do Teto de Gastos nem da meta de resultado primário.

O Gráfico 5 evidencia a tendência de compressão das despesas discricionárias ao longo do tempo, com exceções relativas à pandemia de covid-19. Em 2023, o indicador registrou 8,2% das despesas primárias, um dos menores valores da série histórica⁶⁵. É importante lembrar que a LC nº 200/2023 estabelece em seu art. 8º as vedações constitucionais que devem ser acionadas caso as despesas discricionárias atinjam 5% das primárias. Ademais, o RFS determina que deve ser mantido o nível mínimo de despesas discricionárias necessárias para manter a máquina pública funcionando, sendo este nível mínimo igual a 75% do valor autorizado na LOA. Todavia, essa possibilidade de contingenciar 25% das despesas discricionárias pode comprometer a execução planejada de determinadas políticas públicas, muitas vezes por conta de frustrações atípicas e transitórias das receitas (NOGUEIRA, 2024).

Gráfico 5: Despesas discricionárias (% despesas primárias) (2010-2023)

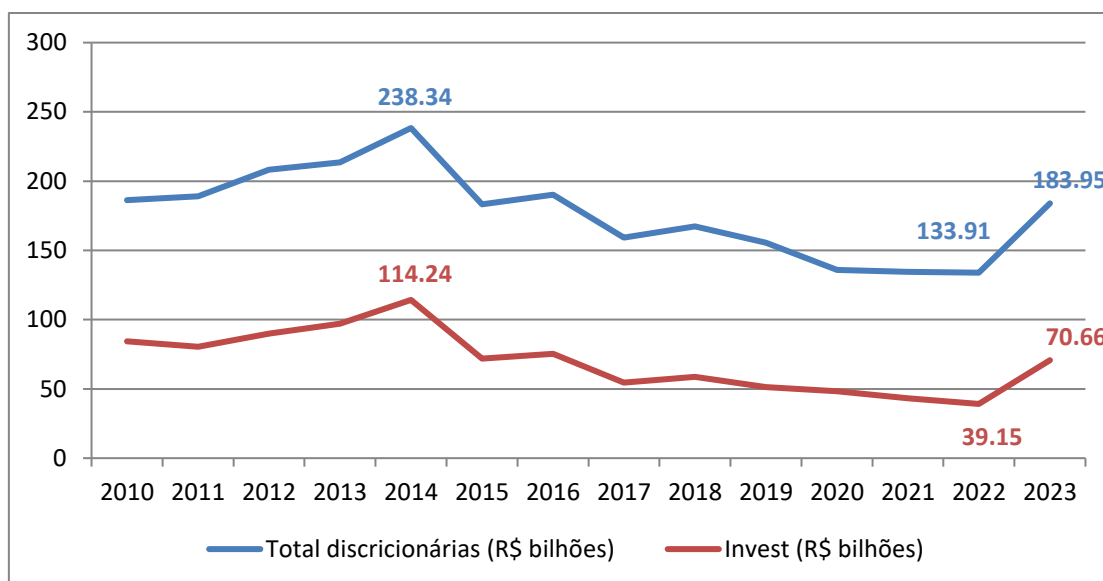


Fonte: Nogueira (2024); elaboração própria.

Como os investimentos públicos são despesas discricionárias, a compressão dessas despesas resultante da excessiva rigidez da EC nº 95/2016 afetou muito fortemente esses gastos. O Gráfico 6 mostra que, após o pico de R\$ 114 bilhões em 2014 (a preços constantes de 2023), essa rubrica chegou a registrar seu menor valor histórico em 2022, com R\$ 39 bilhões (CAVALCANTI et al., 2024).

Gráfico 6: Despesas discricionárias e investimentos do Poder Executivo ajustados ao Teto de Gastos (R\$ bilhões valores constantes de 2023)

⁶⁵ Para 2024, o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias disponível do 4º bimestre sugere uma parcela de 8,8% das despesas discricionárias sobre o total das despesas primárias.

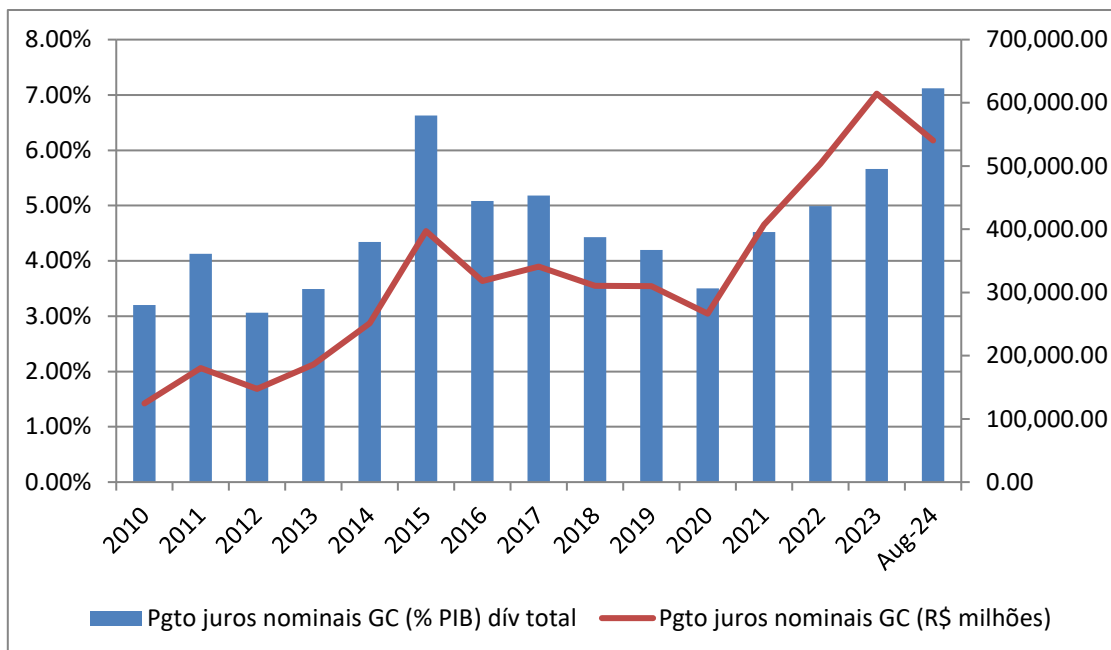


Fonte: Cavalcanti et al. (2024); elaboração própria

Já a variação de 2022 para 2023 das despesas discricionárias e dos investimentos sujeitos ao Teto representam, respectivamente, aumentos de 37,3% e 80,5%, interrompendo a tendência de encolhimento e consolidando a recomposição prevista a partir da PEC da Transição e do RFS. Ainda que, como visto no Capítulo 2, o RFS, a princípio, não resolva o problema de compressão das despesas discricionárias, já que o limite de crescimento real dos gastos primários pode não ser suficiente para compensar o aumento das despesas obrigatórias em termos reais, foi possível obter um fôlego inicial para recomposição dessas despesas.

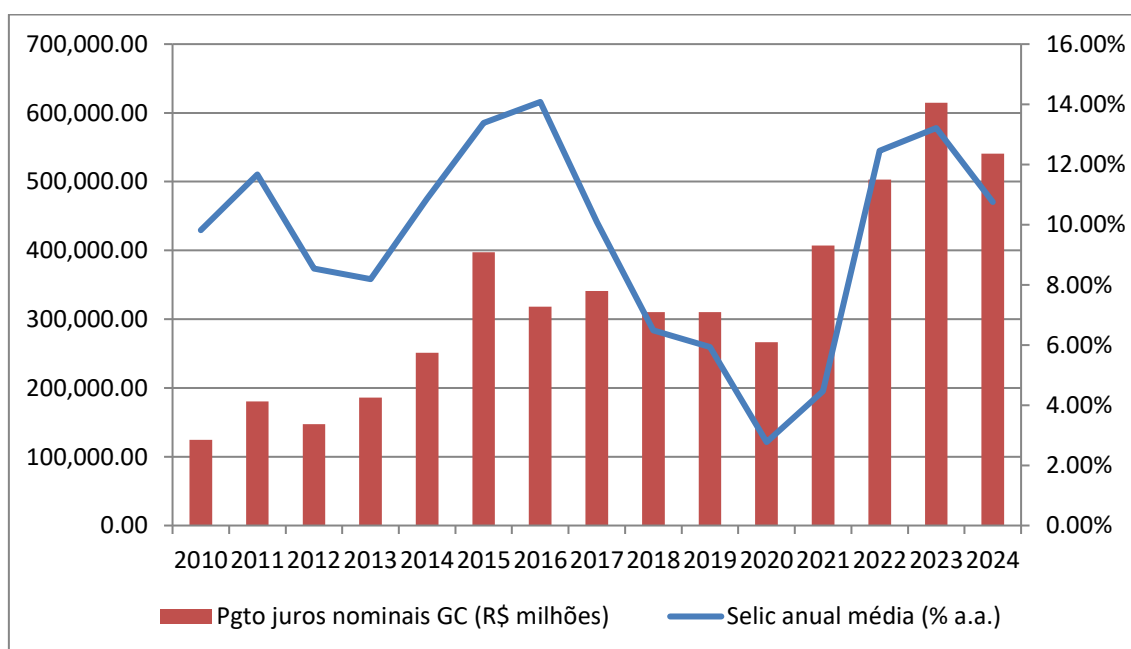
Por fim, cabe analisar os gastos do Governo Central com o pagamento de juros nominais. Embora não sejam considerados no conceito de gasto primário, os pagamentos de juros são diretamente impactados pela política monetária e têm reflexos sobre o lado fiscal. O Gráfico 7 mostra essas despesas acumuladas em cada ano, em valores monetários e em proporção do PIB. É possível perceber que, após a pandemia, com a trajetória altista da taxa de juros, as despesas com juros nominais foram crescendo proporcionalmente. A queda de 2023 para 2024 no montante absoluto se dá porque os valores foram acumulados apenas até agosto de 2024.

Gráfico 7: despesas do Governo Central com pagamentos de juros nominais sobre a dívida total em R\$ milhões e em % PIB (2010-2024)



Fonte: BCB; elaboração própria

Gráfico 8: Despesas do Governo Central com pagamentos de juros nominais sobre a dívida total em R\$ milhões e Selic anual média (%a.a.) (2010-2024)



Fonte: BCB; elaboração própria.

De 2022 para 2023, os pagamentos de juros aumentaram porque a queda da taxa Selic só se deu a partir do segundo semestre, além do maior estoque de dívida em 2023 (MARTELLO, 2024). Os gastos com juros são tão expressivos que, em 2023, registraram R\$ 614,6 bilhões⁶⁶, montante superior às despesas dos Ministérios da

⁶⁶ Dado do Resultado do Tesouro Nacional.

Saúde, da Educação e do Desenvolvimento e Assistência Social, conjuntamente, que totalizaram R\$ 578,1 bilhões (MARTELLO, 2024).

Em síntese, as despesas do governo tiveram um aumento real de 12,9% em 2023 (cerca de R\$ 247 bilhões), gerando um relevante impulso fiscal sobre a economia (CAVALCANTI et al., 2024). É clara a relevância da EC nº 126/2022 para a recomposição dos gastos públicos em geral, mas em particular para a recuperação dos gastos sociais e das despesas discricionárias e de investimentos públicos. Contudo, é preciso notar que o cenário de 2023 foi menos restritivo devido ao fato de que o RFS ainda não estava sob vigência. O cenário para 2024 e para os próximos anos tende a ser menos expansionista por conta das restrições autoimpostas no arcabouço institucional da política fiscal.

3.2.2 Receitas

A arrecadação total apresentou queda em 2023: a receita total caiu 2,9% (aproximadamente R\$72,3 bilhões) em relação a 2022, o que equivaleria a 21,5% do PIB (CAVALCANTI et al., 2024). Já a receita corrente líquida (RCL) aumentou em R\$43,3 bilhões, mas como proporção do PIB caiu 0,9 p.p.⁶⁷. As receitas administradas pela Receita Federal do Brasil (RFB) apresentaram uma queda de 1,1% e as receitas não administradas tiveram redução de 21,1% em comparação ao ano anterior (*ibidem*).

Em particular, a arrecadação via IRPF registrou queda de R\$ 1,8 bilhão, equivalente a uma redução de 3% em relação a 2022. Essa queda refletiu em parte o aumento da faixa de isenção desse imposto, mencionado no Capítulo 2. A sinalização de que a faixa de isenção pode aumentar até rendimentos até R\$ 5 mil depende da compensação com outras medidas, de modo a manter a arrecadação neutra (REZENDE; OSKABE, 2024; ABRÃO, 2024). Uma das opções discutidas é um imposto mínimo sobre milionários, além da taxação sobre lucros e dividendos (ABRÃO, 2024).

O Gráfico 9 mostra que, em proporção do PIB, as receitas do IRPF tiveram uma queda de 0,04 p.p.⁶⁸. No entanto, as receitas não administradas pela RFB foram as que mais contribuíram para a queda real da receita do governo em relação ao ano anterior, em decorrência do comportamento não usual que algumas rubricas apresentaram em 2022. As receitas de concessões e permissões caíram de 0,46% para 0,08% do PIB, representando uma queda de 82,2% relativa a 2022⁶⁹, enquanto os dividendos e

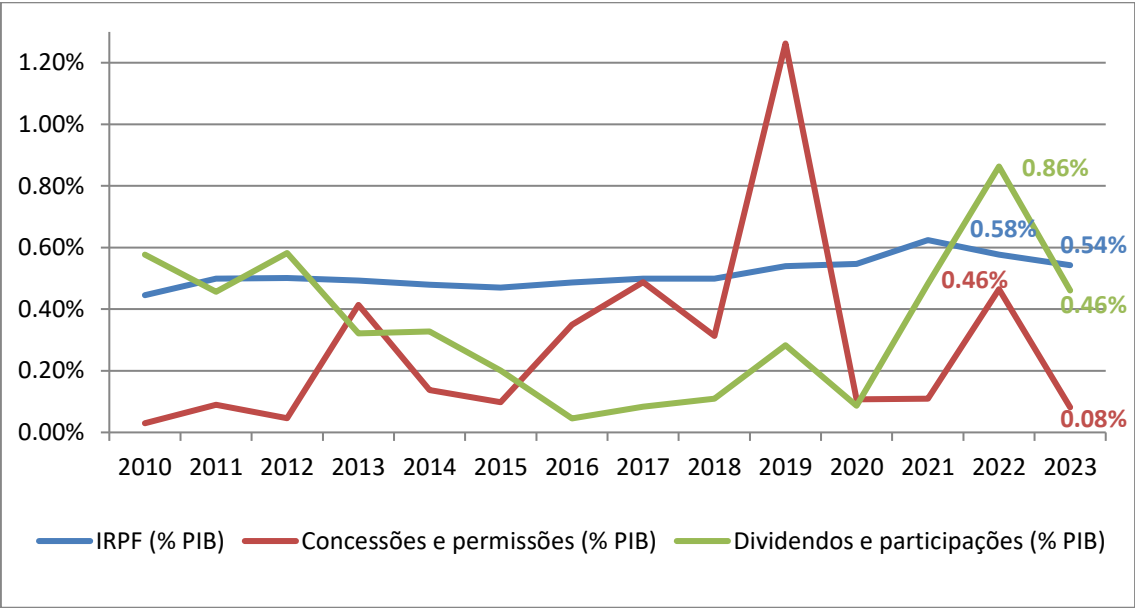
⁶⁷ Caiu de 18,4% do PIB em 2022 para 17,5% em 2023.

⁶⁸ Segundo dados do Resultado do Tesouro Nacional, outras receitas administradas pela RFB que tiveram queda significativa foram as derivadas do IRPJ – queda de 12,6% (de 2,84% para 2,41% do PIB) –, da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) – queda de 10,4% em relação a 2022 (de 1,57% para 1,37% do PIB) – e do Imposto de Importação – redução de 12,3% (de 0,59% para 0,50% do PIB).

⁶⁹ Em 2022, essa rubrica foi extraordinariamente elevada por conta da privatização da Eletrobrás e da segunda rodada de cessão onerosa dos campos de petróleo (Sépia e Atapu) (CAVALCANTI et al., 2024).

participações apresentaram uma redução de 0,86% para 0,46% do PIB, 44,8 p.p.⁷⁰ abaixo do ano anterior⁷¹.

Gráfico 9: Receitas do Governo Central (% PIB) (2010-2023)



Fonte: STN.

Também é possível analisar o lado da arrecadação pela carga tributária bruta (CTB). Desde o ano atípico da pandemia, em 2020, ela vinha crescendo, porém tal trajetória ascendente foi interrompida em 2023. A valorização dos salários e o aumento dos rendimentos do capital tenderam a elevar a receita com o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF)⁷² e do Regime Geral de Previdência Social (RGPS)⁷³, porém, novamente, também houve o aumento da isenção do IRPF. Na arrecadação estadual, que não é abrangida pelo conceito de Governo Central, também houve redução da carga tributária especialmente por conta da queda das receitas do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), herdada do governo Bolsonaro⁷⁴ (BRASIL, 2024b).

Gráfico 10: Carga Tributária Bruta do Governo Central (% PIB) (2010-2023)

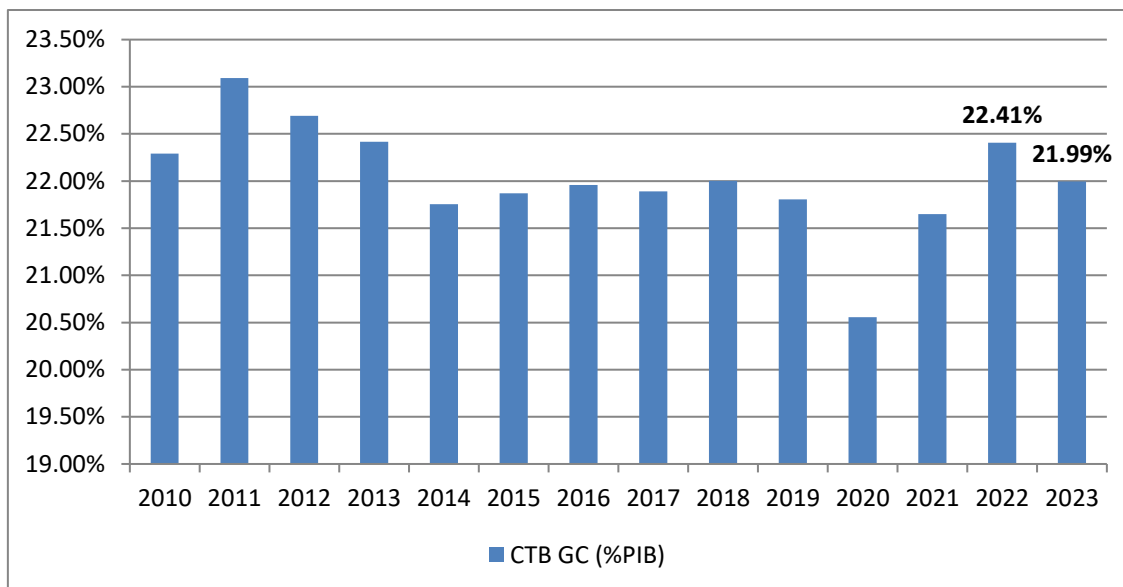
⁷⁰ Além do elevado preço do petróleo, a antecipação de dividendos realizada pela Petrobrás nesse ano fez com que tal rubrica apresentasse níveis atipicamente altos em 2022, o que explica a elevada queda real em 2023 (CAVALCANTI et al., 2024).

⁷¹ Outra receita não administrada que sofreu redução considerável foi a de exploração de recursos naturais, com queda de 18,9% frente a 2022, principalmente por conta da redução do preço do petróleo (CAVALCANTI et al., 2024).

⁷² Os rendimentos do trabalho aumentaram 2,9% e os do capital, 22,2%, comparativamente a 2022.

⁷³ A arrecadação líquida com o RGPS cresceu de 5,3% para 5,5% do PIB em 2023.

⁷⁴ A Lei Complementar nº 194 de 2022, ao considerar os combustíveis, o gás natural, a energia elétrica, as comunicações e o transporte coletivo como bens essenciais, limitou a alíquota do ICMS incidente sobre esses bens e serviços, reduzindo a arrecadação por meio desse imposto.



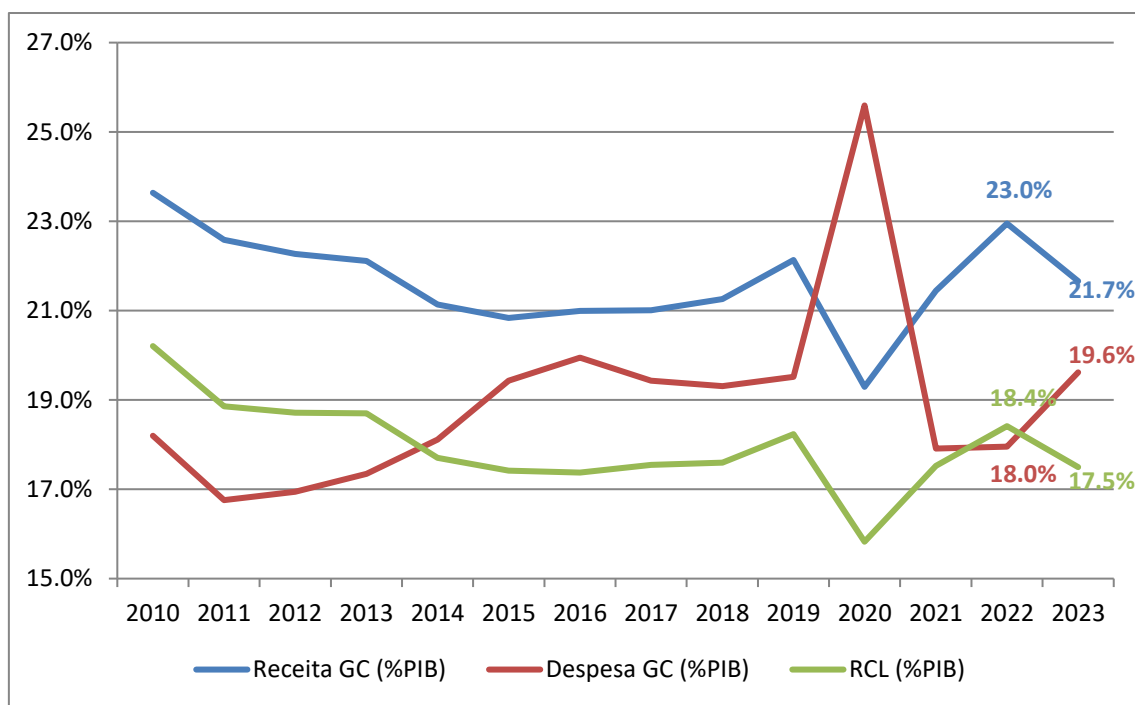
Fonte: Tesouro Nacional; elaboração própria.

Para os próximos anos, a trajetória da CTB dependerá de como a segunda parte da Reforma Tributária será realizada, a qual deve tratar dos impostos sobre rendas e patrimônios. Além disso, o pacote de medidas do lado das receitas⁷⁵ aprovadas pelo Congresso em 2023 contribuirão para a recomposição da base da Receita Corrente Líquida, cuja projeção atual para 2024 é de 18,7% do PIB⁷⁶, recuperando o nível de 2013 e aumentando 1,2 p.p. do produto em relação a 2023. Então, diante dessas medidas e da intenção de manter a neutralidade da arrecadação, a CTB deve pelo menos estabilizar nos próximos anos.

Gráfico 11: Despesa Total, Receita Total e Receita Corrente Líquida (RCL) do Governo Central (% PIB) (2010-2023)

⁷⁵ Entre essas medidas, destacam-se a tributação dos rendimentos sobre fundos fechados e *offshores* (Lei nº 14.754, de 2023), a tributação de apostas esportivas (Lei nº 14.790, de 2023), a recuperação dos créditos do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (Carf) (Lei nº 14.689, de 2023), das alterações sobre a dedutibilidade dos Juros sobre Capital Próprio (Lei nº 14.789, de 2023), a desoneração parcial da folha de pagamento de alguns setores (Lei nº 14.973, de 2024), entre outras (CAVALCANTI et al., 2024; PESTANA et al., 2024).

⁷⁶ Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias relativo ao quarto bimestre de 2024.



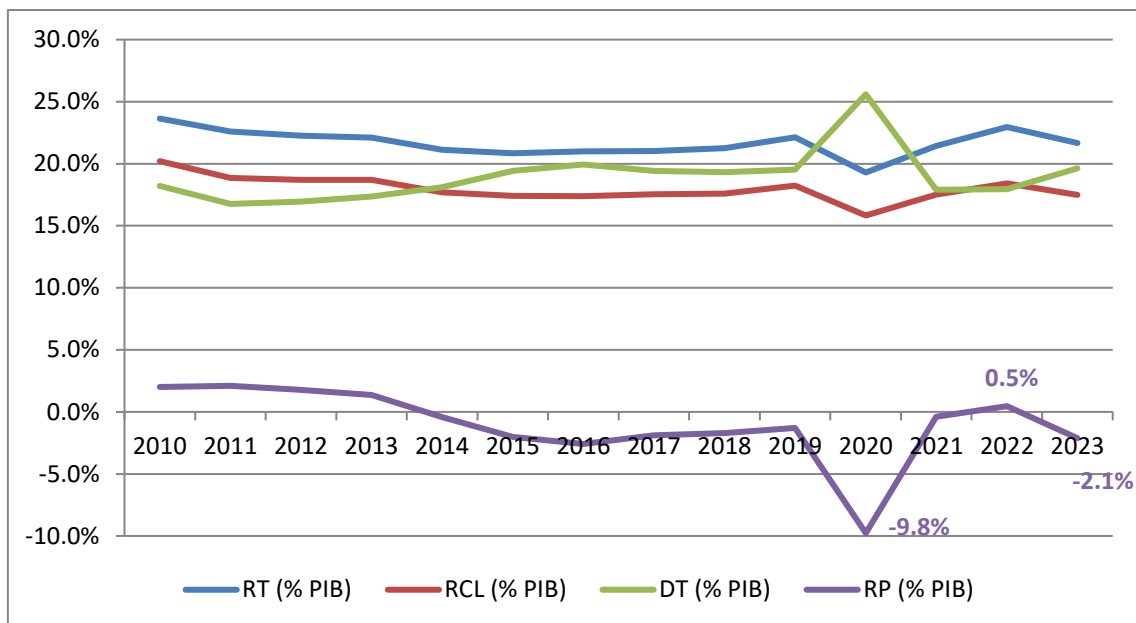
Fonte: Resultado do Tesouro Nacional; elaboração própria.

Em suma, o cenário fiscal de 2023 combinou o forte crescimento real dos gastos e a queda real da arrecadação. O Gráfico 11 mostra que as receitas vinham crescendo desde 2020, após forte queda durante a pandemia, e os gastos vinham caindo desde o mesmo ano, mas tal situação se reverteu em 2023. Por conseguinte, a sinalização da política fiscal comparativamente ao período anterior aponta para um impulso fiscal positivo em 2023, evidenciando a intenção do governo de assumir um papel mais relevante no processo de retomada da economia. Logo, a atuação fiscal caminhou em sentido contrário ao da política monetária.

3.2.3 Resultado fiscal

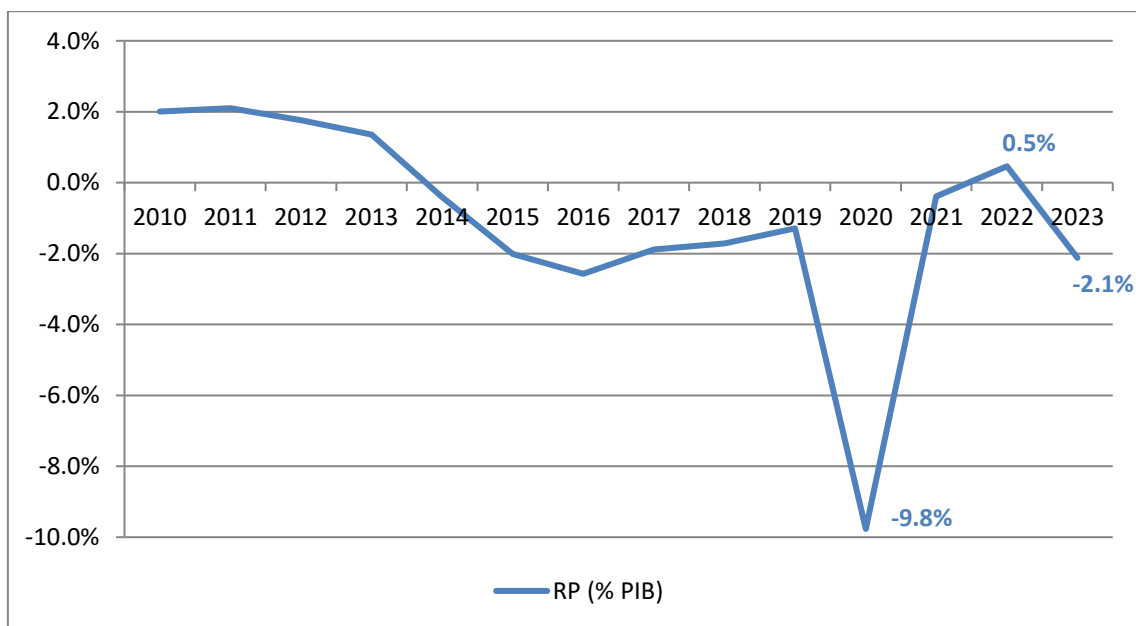
Por conta dessa combinação de crescimento real das despesas e redução real da arrecadação, o Governo Central obteve um déficit primário de R\$ 264,5 bilhões em 2023, o equivalente a aproximadamente 2,1% do PIB. Isso também rompeu a leve tendência de melhora do resultado primário observada desde 2016, que foi retomada logo após o choque de 2020 causado pela pandemia (CAVALCANTI et al., 2024). Em 2022, o resultado havia sido um superávit de R\$ 55 bilhões por conta do desempenho extraordinário da arrecadação descrito acima.

Gráfico 12: Receita Total, Receita Corrente Líquida, Despesa Total e Resultado Primário do Governo Central (% PIB) (2010-2023)



Fonte: Tesouro Nacional; elaboração própria.

Gráfico 13: Resultado Primário do Governo Central (% PIB) (2010-2023)



Fonte: Tesouro Nacional; elaboração própria

Tabela 2: Metas de resultado primário e resultado primário efetivo do Governo Central (2010-2023)

	Meta original (R\$ bilhões)	Meta original (% PIB)	Mudou?	Nova meta (R\$ bilhões)	Nova meta (% PIB)	Resultado Primário efetivo (R\$ bilhões)	Resultado Primário efetivo (% PIB)	Cumpriu meta?
2010	72,60	2%	Sim	76,30	2,00%	78,72	2,15%	Sim

2011	81,76	2%	Sim (para cima)	91,76	2,10%	93,04	2,10%	Sim
2012	97,00	2,01%	Sim	57,67	1,20%	86,09	1,77%	Sim
2013	108,10	2,03%	Sim	73,03	1,40%	75,29	1,35%	Sim
2014	116,10	2,01%	Sim	10,10	-0,20%	- 20,50	- 0,41%	Sim
2015	55,30	0,92%	Sim	- 119,90	-2,00%	- 116,70	- 2,01%	Sim
2016	24,00	0,40%	Sim	- 170,50	-2,70%	- 159,50	- 2,57%	Sim
2017	- 139,00	- 2,10%	Sim	- 159,00	-2,40%	- 118,44	- 1,89%	Sim
2018	- 159,00	- 2,20%	Não	-	-	- 120,30	- 1,72%	Sim
2019	- 139,00	- 1,90%	Não	-	-	- 88,90	- 1,29%	Sim
2020	- 124,10	- 1,63%	Sim	- 855,50	-11,2%	- 745,27	- 9,78%	Sim
2021	- 247,10	- 2,75%	Sim	- 331,60	-3,70%	- 35,87	- 0,39%	Sim
2022	- 170,50	- 1,70%	Sim	- 211,02	-2,00%	54,90	0,46%	Sim
2023	- 65,91	- 0,60%	Sim	- 307,16	-2,80%	- 264,53	- 2,12%	Sim

Fonte: TN, TCU e Senado Federal; elaboração própria

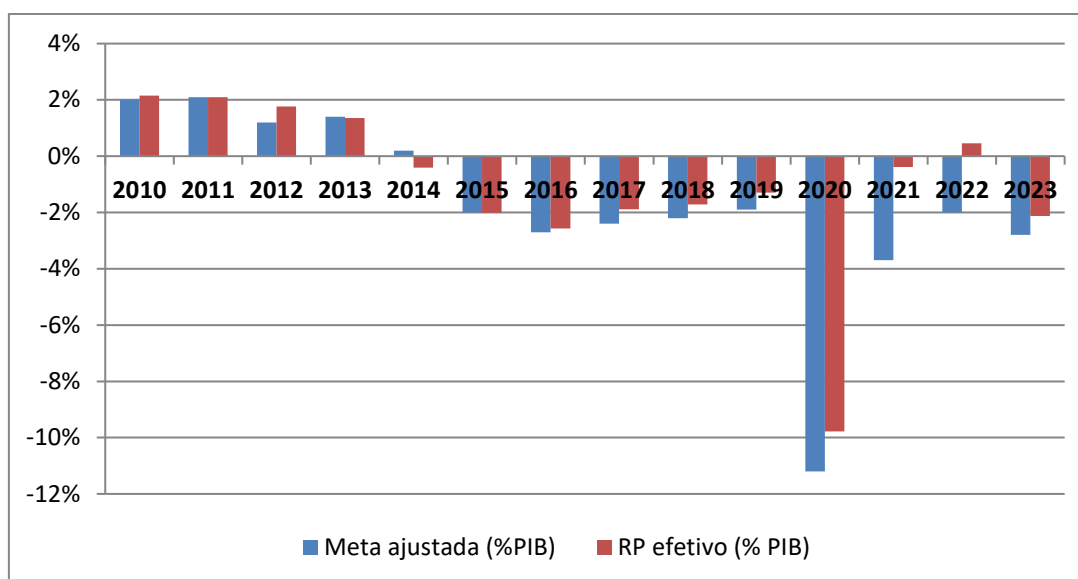
A Tabela 2, inspirada em Barbosa (2022), foi construída com base nos Relatórios de Avaliação do Cumprimento das Metas Fiscais divulgados pelo Tesouro, dados do Tribunal de Contas da União (TCU) e informações dos Monitores Fiscais do Senado Federal. Ela mostra as metas de resultado primário ao longo dos últimos treze anos. Em praticamente todos, exceto 2018 e 2019, houve alguma alteração da meta ou ajuste no sentido de excluir despesas para fins de seu cumprimento. Ao longo de toda a vigência das metas de resultado primário, isto é, desde 2001, elas foram alteradas em dezesseis desses anos⁷⁷.

Na visão ortodoxa, essas alterações e exceções à meta comprometiam sua credibilidade. Por outro lado, podemos pensar que elas eram incompatíveis com as demandas sociais. Atualmente, após a LC nº 200/2023, é importante que as metas sejam realistas e compatíveis com os necessários gastos sociais e investimentos, relevantes para o Brasil nesse período pós-pandemia, de recomposição do poder de compra, de investimentos e de políticas públicas, uma vez que a própria lei limita o crescimento real dos gastos em caso de descumprimento da meta.

O gráfico abaixo corresponde aos dados da tabela:

⁷⁷ Em 2003 e 2011, as alterações foram para cima, de modo que as metas foram cumpridas (BARBOSA, 2022).

Gráfico 14: Meta e resultado primário efeito (% PIB) (2010-2023)



Fonte: TN, TCU e Senado Federal; elaboração própria.

Em todos os anos, a meta foi formalmente cumprida, ainda que em alguns o resultado efetivo tenha sido melhor que a meta ajustada. Em 2012, a meta foi cumprida por conta de operações não recorrentes, como o adiamento de despesas e o adiantamento de receitas (pedaladas fiscais) (BRASIL, 2013). O primeiro déficit primário desde 1997 foi registrado em 2014, porém a meta foi cumprida porque a LDO permitiu o abatimento dos gastos com o PAC e de desonerações tributárias (BRASIL, 2015).

Em 2023, a meta de resultado primário prevista na LDO⁷⁸ era de R\$ 65,9 bilhões. No entanto, a própria lei e a EC nº 126/2022, bem como outros dispositivos, dispuseram sobre despesas que seriam excetuadas da meta, estimadas em R\$241,06 bilhões pelo Relatório de Avaliação do Cumprimento de Metas Fiscais relativo ao terceiro quadrimestre de 2023. Como o déficit primário efetivo do Governo Central foi de R\$ 264,5 bilhões, e o espaço aberto no total foi de R\$ 307,16, a meta foi formalmente cumprida⁷⁹.

Para 2024, a meta de resultado primário estabelecida na LDO é zero, porém com um intervalo de tolerância de 0,25% do PIB, equivalente a R\$28,8 bilhões, para cima ou para baixo. Segundo a última informação disponível, espera-se que o resultado fique dentro do intervalo de tolerância estipulado, após as deduções das calamidades do Rio Grande do Sul e das queimadas.

O cumprimento dessa meta era considerado desafiador por muitos economistas no início do ano, pois exigia um crescimento real das receitas muito acima do padrão

⁷⁸ Lei nº 14.436 de 2022.

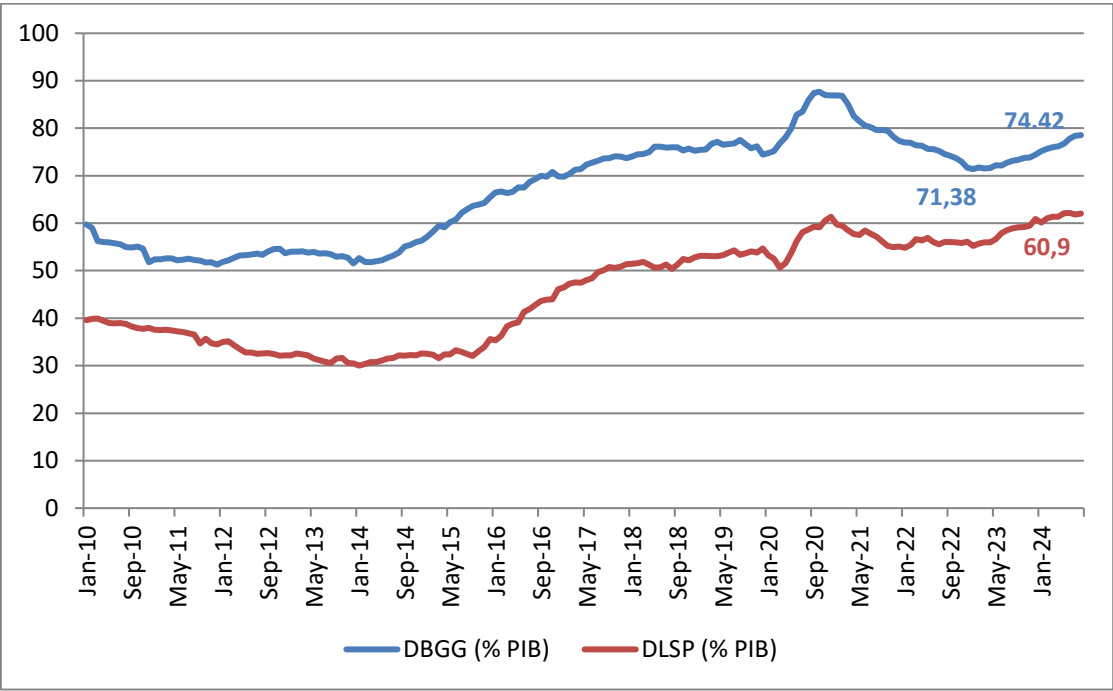
⁷⁹ Esses valores são relativos ao Governo Central, porém as demais metas também foram cumpridas. Na verdade, o Governo Federal conseguiu um resultado de R\$45 bilhões acima da meta. Para mais detalhes, ver Brasil (2024c).

histórico brasileiro (BASTOS; DECCACHE; ALVES JR., 2023; CAVALCANTI et al., 2024; LARA et al., 2023; PESTANA et al., 2024; TAVARES, 2024). No entanto, os relatórios de Análise da Arrecadação das Receitas Federais relativos ao ano de 2024 e divulgados pela RFB mostraram uma evolução favorável das receitas: o último relatório (Setembro de 2024⁸⁰) trouxe um crescimento real das receitas de 11,6% em relação a setembro de 2023 e um aumento real no acumulado do ano de 9,7%⁸¹. Em vista disso, o governo atualmente considera que a meta será cumprida⁸² (RELATÓRIO, 2024).

3.2.4 Endividamento

Após o forte aumento da DBGG/PIB observado durante a pandemia, quando atingiu o pico de 86,9% em 2020, essa razão apresentou tendência de queda, chegando a 71,4% em janeiro de 2023. Ao longo de 2023, o indicador voltou a crescer, tendo atingido 74,4% no final do ano. Atualmente, a relação chegou em 78,6%, dado referente a agosto de 2024. Já a DLSP/PIB não apresentou queda tão expressiva após a pandemia, atingindo 60,9% em dezembro de 2023. Em agosto de 2024, registrou o valor de 61,8%.

Gráfico 15: Dívida Bruta do Governo Geral e Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) (2010-2024)



Fonte: BCB; elaboração própria.

O Gráfico 16 mostra que os principais fatores condicionantes da relação DBGG/PIB são o pagamento de juros nominais e o crescimento do PIB, sendo que este último contribui para a redução dessa relação. Outro fator muito importante são as

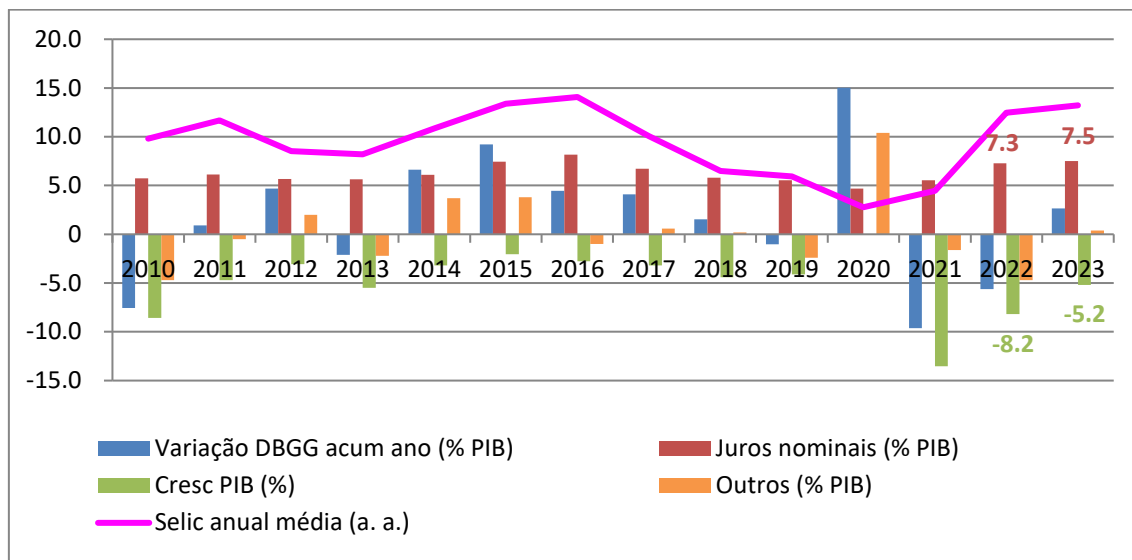
⁸⁰ Brasil (2024g).

⁸¹ No entanto, parte desse desempenho favorável se deve a fatores atípicos. Desconsiderando esses fatores não usuais, o crescimento real da arrecadação de setembro em comparação ao ano anterior seria de 8,6%, enquanto o crescimento real acumulado seria de 7,2% (VERDÉLIO, 2024).

⁸² Entretanto, o Relatório de Acompanhamento Fiscal da IFI de setembro de 2024 permanece prevendo que a meta será descumprida.

emissões líquidas⁸³, equivalentes ao resultado primário, que estão contidas na rubrica “outros”. No gráfico, os valores positivos significam que contribuem para o aumento da razão DBGG/PIB, enquanto valores negativos contribuem para a sua redução.

Gráfico 16: Condicionantes da variação da DBGG/PIB (p.p. e % PIB)⁸⁴ (2010-2023)



Fonte: TN; elaboração própria.

É importante observar que, em geral, há dois efeitos da alta da Selic para a piora do indicador dívida/PIB: o impacto direto sobre o serviço da dívida e o impacto indireto sobre o PIB, na medida em que a elevação da Selic desacelera a economia. Portanto, os gastos do governo aumentam via maiores juros sobre a dívida e as suas receitas diminuem via menor arrecadação decorrente da desaceleração do nível de atividade (ALVERGA, 2024).

A partir do gráfico, é possível observar que a tendência de alta da Selic desde 2020 foi também elevando a contribuição dos juros nominais para o aumento do endividamento, já que estes acompanham o movimento da taxa básica. Apenas em 2020, ano da pandemia, a sua contribuição foi superada pelos outros fatores condicionantes, entre os quais se encontram as emissões líquidas⁸⁵. Nesse ano, a grande elevação dos gastos exigida pelo contexto fez com que essas emissões tivessem uma contribuição de 9,1% do PIB para o aumento do indicador, frente a 4,7% da contribuição dos juros nominais. Ainda, o PIB não contribuiu para uma redução da relação, pois foi um ano marcado por queda de 3,3% do produto⁸⁶.

⁸³ Diferença entre emissões e resgates de títulos públicos.

⁸⁴ Inspirado em Pinto e Andrade (2023) e Cavalcanti et al. (2024).

⁸⁵ Também há outros fatores menos relevantes, como os ajustes cambiais, os reconhecimentos de dívida e as privatizações.

⁸⁶ Em 2021, a contribuição do crescimento do PIB foi mais intensa apenas por conta da pandemia no ano anterior, que derrubou o produto em 3,3%. Assim, a base de comparação para 2021 foi baixa, de modo que o seu crescimento de 4,8% foi apenas aparentemente alto.

A partir de 2021, quando o BCB voltou com o ciclo de alta da Selic, as despesas com os juros nominais sobre a DBGG passaram a aumentar significativamente, gerando, por sua vez, impactos sobre o endividamento público. Entre 2022 e 2023, o que se observa é o aumento da contribuição dos juros nominais para a elevação da razão e a diminuição da contribuição do PIB para a redução da razão, embora o seu crescimento tenha sido praticamente o mesmo nos dois anos (3,0% e 2,9%, respectivamente). Além disso, o superávit primário obtido em 2022 está refletido em “outros”, contribuindo para a redução da razão, que efetivamente apresentou uma variação negativa no ano. Já em 2023, o mesmo elemento tendeu a aumentar a relação, ainda que sutilmente, em face do déficit primário obtido, e a variação da DBGG/PIB foi positiva.

Logo, embora o crescimento do PIB tenha sido mais elevado em 2023, o aumento da DBGG/PIB pode ser atribuído em grande parte aos juros elevados praticados pelo BCB e, em menor grau, à geração de déficit primário (emissão líquida de títulos, ao invés de resgate líquido). Essa constatação vai na contramão dos argumentos ortodoxos de que a causalidade vai do elevado estoque de dívida para os juros, como fica claro na fala de Roberto Campos Neto:

Na parte dos juros, a gente não pode confundir causa e efeito. A dívida não é alta porque o juro é alto. É o contrário, o juro é alto porque a dívida é alta. Quando você endividado vai ao banco, e o banco faz uma análise que você é endividado e não paga a dívida, o juro é alto. (MARTELLO, 2024).

O estabelecimento de uma meta de resultado primário visando a superávits tem como intuito estabilizar ou reduzir a relação dívida/PIB⁸⁷. Contudo, a relação só diminui sustentadamente se a taxa de crescimento da dívida, dada pela sua taxa de juros, for inferior à taxa de crescimento do PIB (ALVERGA, 2024). Com a instância de política monetária descrita na seção anterior, num contexto de um banco central autônomo, fica evidente a dificuldade de alcançar esse objetivo. É só olhar para o cenário recente, com a taxa Selic muito acima do crescimento do PIB, o que tende a piorar a relação, como visto de 2022 para 2023. (ALVERGA, 2024)

O custo fiscal da política monetária também pode ser analisado pelos dados de elasticidade da DBGG em relação à Selic, divulgados nas Estatísticas Fiscais elaboradas pelo BCB. Ao longo de 2023, a elasticidade variou de 0,37 a 0,40 p.p., apresentando uma média de 0,39. Em outras palavras, para cada aumento de 1 p.p. da Selic, a DBGG

⁸⁷ Segundo Serrano e Braga (2022), a relação dívida/PIB é dada por:

$$\frac{D}{Y} = \frac{G - T}{Y} + \frac{(1 + r)D_{-1}}{(1 + g)Y_{-1}}$$

Onde D é o estoque de dívida no momento atual; Y é o PIB corrente; G – T representa o déficit primário; r é a taxa de juros sobre a dívida; g é a taxa de crescimento do produto; e D_{-1} e Y_{-1} são a dívida e o PIB do período anterior. Portanto, a razão $\frac{D}{Y}$ depende, além do déficit primário e da própria relação defasada, da comparação entre as taxas de juros e de crescimento.

apresentou, em média, um aumento de 0,39 p.p. do PIB ao longo de 2023⁸⁸. Isso equivale a um aumento de aproximadamente R\$40 bilhões, porém um aumento sobre o qual o Executivo não tem qualquer controle, haja vista a autonomia do BCB.

Kupfer (2024) mostra que os juros pagos pelo governo incluem não só a taxa básica da economia, mas também os *swaps* cambiais e os ativos de renda fixa⁸⁹. No entanto, o principal fator determinante da quantidade de juros pagos pelo governo nos últimos anos é a taxa Selic:

Excluídos os *swaps* cambiais, a Selic real entrou na formação do total do volume de juros pagos pelo governo, no 1º semestre de 2024 com 3,7% do PIB, mais da metade dos 7,1% do PIB representados pelo total dos juros nominais líquidos pagos, excluídos os *swaps*. (KUPFER, 2024)

A metodologia usada por Decomposição (2024) é decompor o pagamento de juros nominais líquidos em quatro principais elementos: (a) *swaps* cambiais; (b) custo de carregamento dos ativos de renda fixa; (c) correção monetária; e (d) juros reais. Com isso, mostram que o pagamento de juros nominais líquidos vinha em uma trajetória descendente desde 2015 até 2020, quando iniciou a pandemia. A partir de 2020, contudo, a trajetória voltou a ser ascendente, com a parcela dos juros reais saindo do piso de -2,5% em 2021 para 4% do PIB em 2023, especialmente por conta da elevação da Selic no período, que a partir de 2021 saiu do piso histórico de 2% a.a. para 13,75% em agosto de 2022. Esse movimento é semelhante ao representado no gráfico 16.

Ou seja, a influência da política monetária sobre o quadro fiscal brasileiro tem aumentado nos últimos anos, em sentido contrário ao que muitas vezes é divulgado na mídia:

Disseminou-se, ao longo dos anos recentes, o entendimento de que o principal elemento, talvez o único, que determina a elevação da dívida pública, é o resultado primário. Os desequilíbrios, que pressionariam a dívida, e, em consequência, a solvência do Estado, refletiriam o acúmulo de déficits entre despesas e receitas, sem considerar os juros pagos para rolar essa dívida. Em resumo, nessa visão típica do senso comum, o problema das instabilidades fiscais seria causado apenas pela própria política fiscal. (KUPFER, 2024)

Mas, embora muitos economistas ortodoxos atribuam praticamente todo o peso da variação da dívida pública aos resultados primários, a política monetária é também fator determinante do volume de juros pagos e, conseqüentemente, da evolução da dívida pública.

O reconhecimento desses impactos da política monetária sobre o lado fiscal apenas reforça a necessidade de coordenação entre ambas as políticas. Por isso, mesmo o objetivo de sustentabilidade da trajetória da dívida, ressaltado muitas vezes por

⁸⁸ Ver <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/historicofiscais?ano=2023>.

⁸⁹ É importante notar que, assim como estamos argumentando o importante impacto da taxa de juros sobre a evolução da dívida pública, a taxa de câmbio também possui notório efeito sobre o endividamento. Contudo, essa análise foge aos objetivos do presente trabalho. Para mais informações sobre esse tópico, ver Decomposição (2024).

Campos Neto e outros economistas alinhados ao NCM com base no temor de uma suposta dominância fiscal, requer a harmonização entre as diferentes políticas: “Seria melhor, por isso, que as políticas fiscal e monetária buscassem o máximo de alinhamento. Não há sustentabilidade possível da dívida pública se cada uma delas insistir em ir para lados diferentes” (KUPFER, 2024).

Por fim, considerando esse quadro fiscal desenhado, os economistas mais alinhados ao NCM, incluindo o presidente do BCB⁹⁰, acreditam que o governo terá problemas para cumprir as metas de resultado primário, visto a redução de receitas e o aumento de gastos públicos (ROCA, 2024). Isso representaria um desafio para a coordenação na visão deles, já que tenderia a elevar a inflação por representar um excesso de demanda agregada, obrigando a política monetária a ser mais contracionista, além de elevar a dívida pública.

Portanto, na visão ortodoxa, essa combinação de política fiscal mais expansionista e a consequente política monetária contracionista tenderia a inibir o crescimento econômico, limitando os investimentos, e a gerar pressões inflacionárias, já que não consideram os efeitos multiplicadores da política fiscal e supõem que o crescimento depende exclusivamente da estabilidade de preços:

Entramos em um equilíbrio ruim: fiscal expansionista, que estimula em demasiado o consumo, e monetário contracionista, que encarece o custo de capital, mantém o investimento baixo e limita o crescimento potencial da economia no médio e longo prazo. (VITÓRIA, 2024)

Entretanto, não foi o que se observou nos dados da economia. Como veremos a seguir, o desempenho econômico em 2023 e na primeira metade de 2024 foi favorável em vários sentidos – surpreendendo os analistas vinculados à visão do NCM.

3.3 O RESULTADO OBSERVADO: DESEMPENHO MACROECONÔMICO

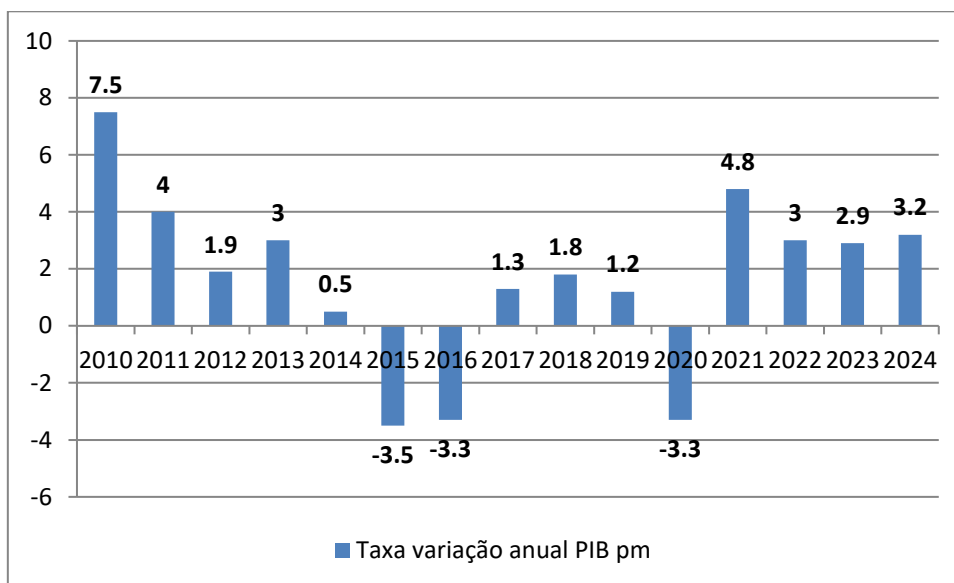
3.3.1 PIB

O desempenho da economia em 2023 superou o que muitos analistas e economistas esperavam (LARA et al., 2023), com o PIB apresentando um crescimento real de 2,9% em relação a 2022 e alcançando a quantia de R\$ 10,9 trilhões. O PIB per capita teve crescimento real de 2,2% em relação a 2022, registrando R\$50.194 em 2023 (PIB, 2024). Embora a política monetária tenha se mantido no campo restritivo – tendo iniciado o ano com a Selic em 13,75% a.a. e encerrado em 11,75% –, a expansão da renda disponível, decorrente do impulso fiscal, do aumento das transferências de renda, do maior nível de emprego e das isenções tributárias junto a uma performance

⁹⁰ Segundo Roberto Campos Neto, “Está ficando claro que se o Brasil quiser ter juros baixos de modo estrutural, precisa criar algum tipo de choque fiscal positivo em algum ponto do tempo. [...] Isso é muito importante para nós, no Banco Central, para que possamos reduzir os juros de maneira sustentável. Porque nossa missão é entregar a meta de inflação e é muito difícil fazer isso quando não há perspectiva de que o fiscal está ancorado” (ROCA, 2024).

favorável do agronegócio permitiram esse maior crescimento econômico (BACCIOTTI, 2024).

Gráfico 17: Taxa de variação real anual do PIB a preços de mercado (%)⁹¹ (2010-2024)



Fonte: IBGE – Contas Nacionais Trimestrais; elaboração própria.

Para 2024, a projeção da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda é de um crescimento de 3,2% relativo ao ano passado⁹².

Esse resultado foi acompanhado do aquecimento do mercado de trabalho, mas sem implicar descontrole inflacionário. Ou seja, mesmo em um ano com forte expansão dos gastos públicos e geração de déficit primário (porém, dentro da meta, como visto), a meta de inflação foi cumprida, diferente dos dois anos anteriores. Isso vai na contramão dos argumentos ortodoxos de que os gastos públicos representam excesso de demanda e põem em xeque a atuação da autoridade monetária.

Ainda que se argumente que o cumprimento da meta de inflação diante desse cenário mais aquecido só foi possível graças a uma política monetária rígida, a verdade é que tudo depende da origem inflacionária. Como vimos no capítulo 1, a política monetária convencional é mais eficaz para lidar com inflações de demanda, porém, na perspectiva PK, em geral a inflação é de custos. No Brasil, não é diferente: ainda que os relatórios de inflação apontem uma economia mais aquecida, os registros do IPCA normalmente indicam alta de custos, especialmente por conta da energia elétrica, de pressões sobre a oferta de determinados artigos em decorrência dos efeitos da crise climática, altas de certos combustíveis e de insumos importados, variações cambiais, entre outros.

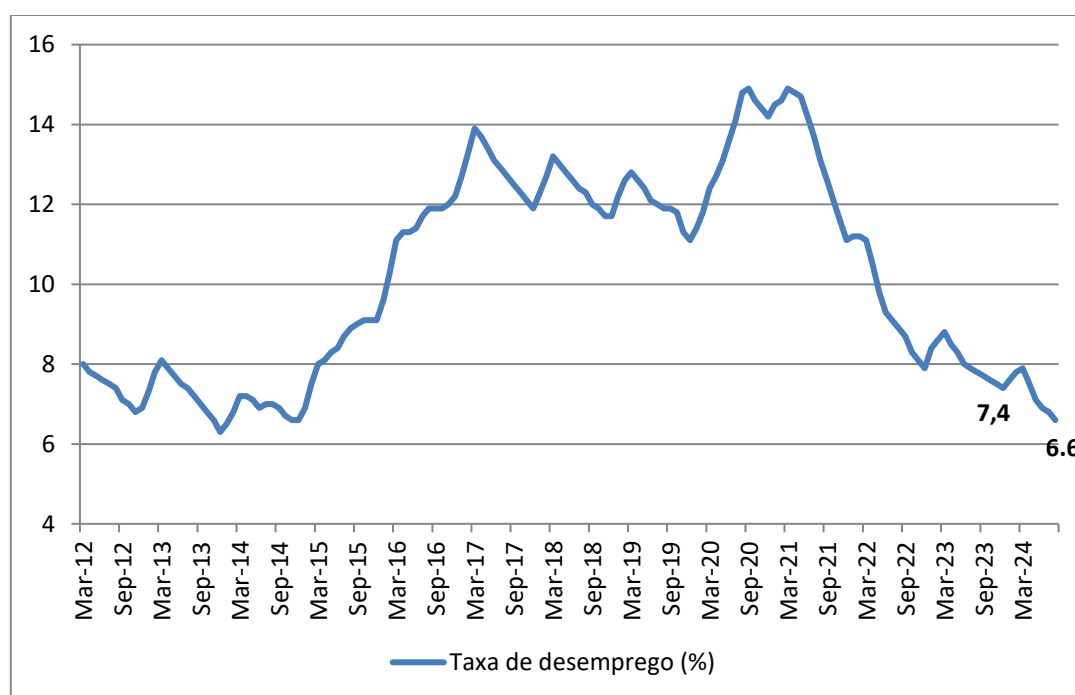
⁹¹ No gráfico, o crescimento de 4,8% observado em 2021 é apenas aparentemente forte, uma vez que a base de comparação relativa ao ano anterior foi muito prejudicada em razão da pandemia.

⁹² Outras projeções também são próximas desse valor. No relatório de inflação trimestral referente a setembro de 2024, o BCB estimar também um crescimento de 3,2%. O Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea prevê um crescimento de 3,3%.

3.3.2 Emprego

Os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) Contínua presentes no gráfico abaixo permitem observar a forte redução da taxa de desocupação após o pico de 14,9% em março de 2021, decorrente dos efeitos da pandemia. Em particular, no ano de 2023 também houve uma significativa queda, já que em janeiro a taxa correspondia a 8,4%, enquanto no final do ano estava em 7,4%. O dado mais recente, referente a agosto de 2024, aponta para uma taxa de 6,6% de desempregados, mostrando que a tendência de queda continua.

Gráfico 18: Taxa de desocupação (%)⁹³ (2012-2024)



Fonte: IBGE – PNAD Contínua; elaboração própria.

Simultaneamente, houve um aumento dos empregos formais em 2023. Segundo dados do novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), o país apresentou a criação de 1.483.631 empregos formais no acumulado do ano, uma variação de 3,5% em relação a 2022. Pelos dados da PNAD Contínua, em 2023, 37,4% da população ocupada possuíam carteira assinada, o maior percentual desde 2014 (EM, 2024). Em conjunto com a redução da inflação no período, isso representa um aumento da massa salarial real, tendo impactos positivos sobre o consumo agregado:

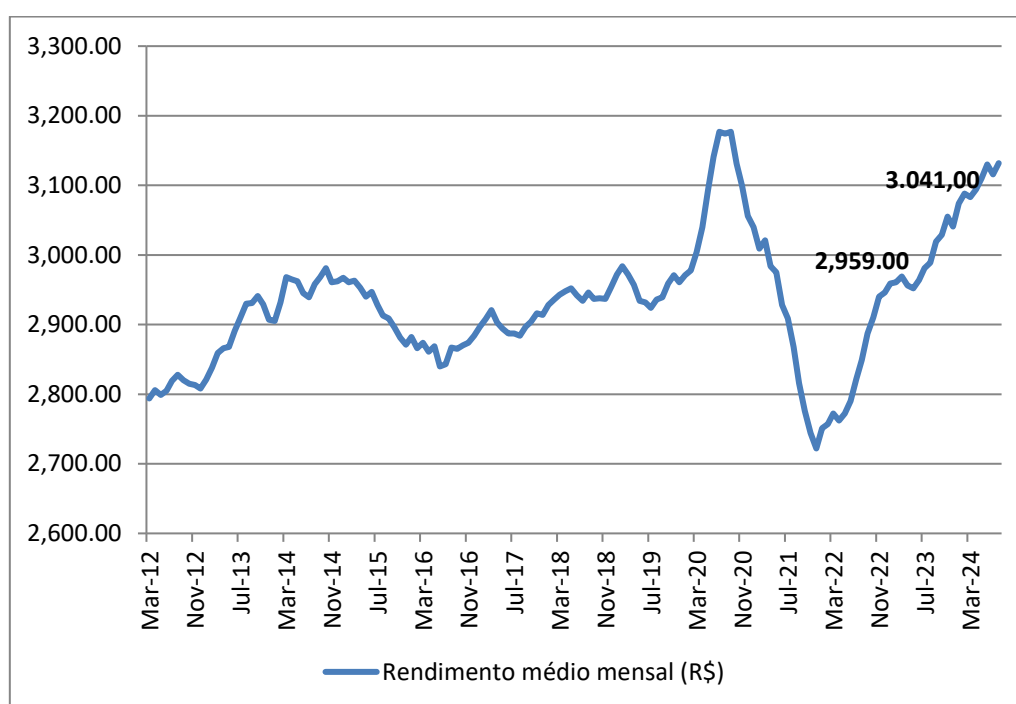
A expansão relativa das contratações e a menor participação de pessoas no mercado de trabalho têm mantido a taxa de desemprego em níveis historicamente baixos, o que contribui para pressionar os salários, inclusive em termos reais. O aumento do poder de compra, decorrente da desaceleração da inflação, reforça ainda mais o

⁹³ Pela metodologia do IBGE, a taxa de desocupação corresponde ao percentual de desempregados na força de trabalho. É o conceito usado como desemprego. Para ser considerado desempregado, não basta não ter emprego, tendo que estar efetivamente procurando trabalho.

cenário positivo para o consumo privado, que demonstra resiliência mesmo em um ambiente no qual a taxa de juros real permanece elevada. (BACCIOTTI, 2024, p.9)

No Gráfico 19, é possível observar a recuperação do rendimento médio mensal real habitualmente recebido a partir de 2022. A tendência altista desse dado permaneceu ao longo de 2023, tendo iniciado o ano em R\$2.959 e terminado em R\$3.041. Segundo o Relatório do Observatório Brasileiro das Desigualdades divulgado em 2024, o rendimento médio relativo a todas as fontes apresentou um aumento real de 8,3%⁹⁴. Se considerarmos junto o maior controle inflacionário, isso indica a recuperação do poder de compra dos salários nos últimos tempos, tendo efeitos positivos sobre o consumo induzido e, conseqüentemente, sobre o crescimento econômico.

Gráfico 19: Rendimento médio mensal (R\$) (2012-2024)



Fonte: IBGE – PNAD Contínua; elaboração própria

Ainda, de acordo com dados da PNAD Contínua, a massa de rendimento real habitual de todos os trabalhos cresceu em 2023 de R\$295,76 milhões para R\$311,3. Uma parte desses ganhos pode ser atribuída à política de valorização do salário mínimo, mas outra parte também reflete as melhoras nas condições do mercado de trabalho (LARA et al., 2023).

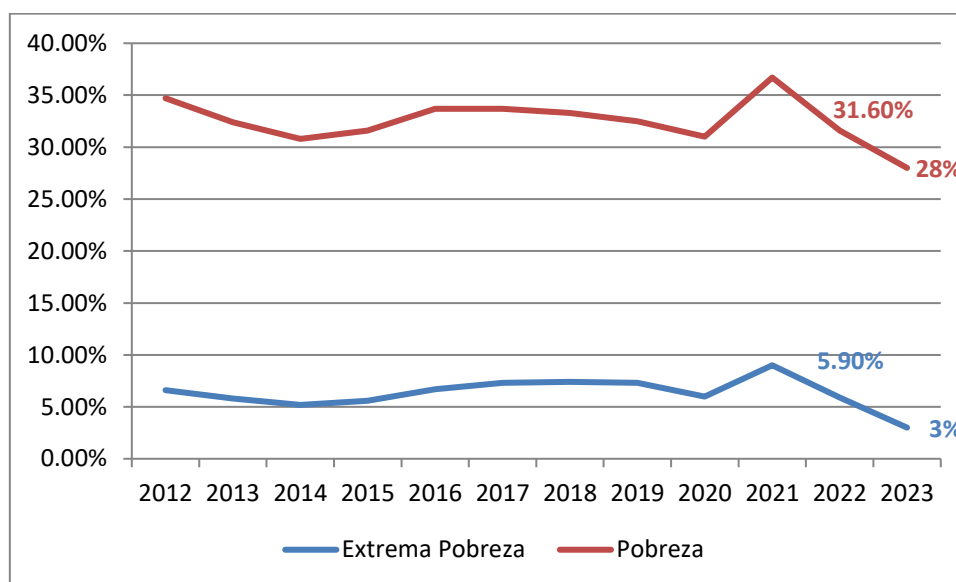
3.3.3 Indicadores Sociais

O primeiro ano do governo Lula III foi marcado por importantes avanços sociais. Após a piora resultante da pandemia, a quantidade de brasileiros na pobreza e

⁹⁴ Cebrap (2024).

na extrema pobreza já vinha numa trajetória de queda de 2021 para 2022, refletindo em parte as inúmeras transferências que precederam o certame eleitoral de 2022. Entre 2022 e 2023, o montante de pessoas abaixo da linha da pobreza caiu de 31,6% para 28%, enquanto o volume de brasileiros abaixo da linha da extrema pobreza⁹⁵ caiu de 5,9% para 3,0%. As medidas de recomposição dos gastos sociais, portanto, tiveram impactos praticamente imediatos nesses indicadores.

Gráfico 20: Percentual de brasileiros na pobreza e na extrema pobreza (2012-2023)



Fonte: IBGE; elaboração própria.

Em relação ao índice de Gini – que mede a desigualdade de renda em uma escala de 0 a 1, sendo que quanto mais próximo de 0 menor é a desigualdade –, em 2022 o Brasil registrou 0,518 segundo dados do IBGE. No entanto, desconsiderando os programas sociais, esse índice aumenta para 0,548 no mesmo ano. Em 2023 foi registrado o mesmo valor de 0,518, que é o menor da série histórica (MOURA, 2024).

A segurança alimentar dos brasileiros também melhorou em 2023. Segundo a PNAD Contínua, nesse ano havia 21,6 milhões de domicílios do país com insegurança alimentar, o equivalente a 27,6%. Desses, em 18,2% a insegurança era leve, em 5,3%, moderada, e em 4,1%, grave. A última pesquisa do IBGE sobre esses dados havia sido feita na Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) de 2017/18, na qual se registraram 24%, 8,1% e 4,6%, respectivamente, totalizando 36,7% dos domicílios brasileiros com algum grau de insegurança alimentar (FERREIRA, 2024).

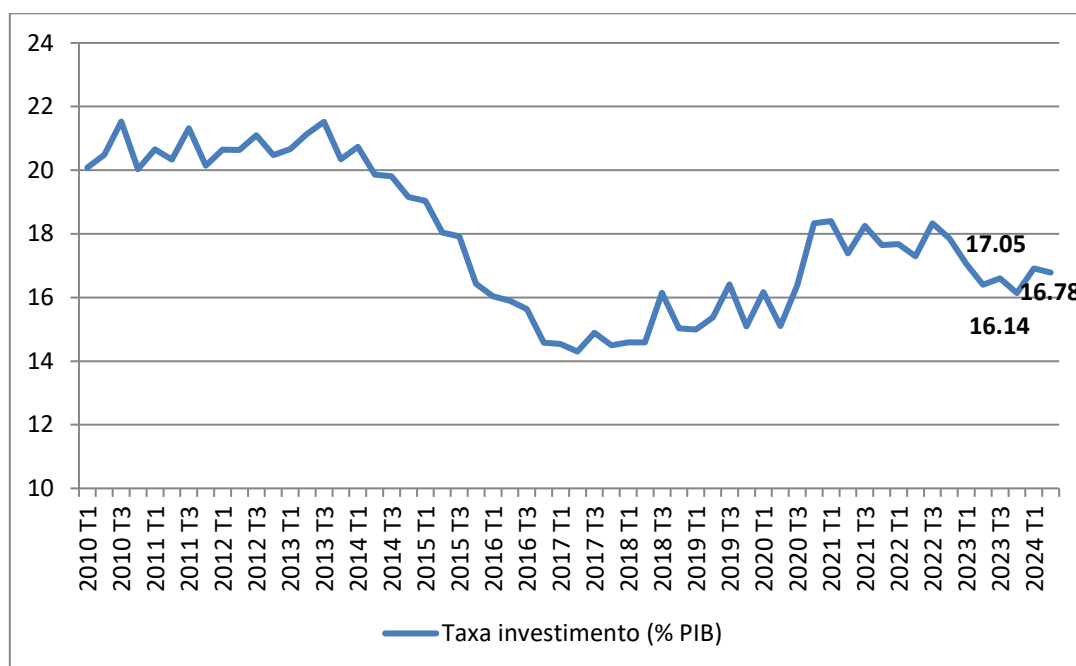
Portanto, o redesenho dos programas sociais, bem como a recuperação do mercado de trabalho, foram fatores decisivos para a redução da vulnerabilidade social no país.

⁹⁵ Segundo o Banco Mundial, a linha da pobreza é de US\$6,85 per capita por dia e a da extrema pobreza é de US\$2,15 per capita por dia.

3.3.4 Taxa de Investimento

Um importante indicador relativo ao crescimento da economia deixou a desejar: a taxa de investimento, que iniciou o ano de 2023 em 17,1% do PIB e fechou o quarto trimestre em 16,1%. Em 2024 já apresentou uma recuperação, tendo registrado 16,8% no segundo trimestre, porém esses números são bem inferiores aos registrados até 2013, quando essa taxa ficava acima dos 20%.

Gráfico 21: Taxa de investimento (% PIB) (2010-2024)



Fonte: Ipeadata; elaboração própria.

Considerando a média anual, a taxa de investimento caiu de 17,8% do PIB em 2022 para 16,5% em 2023. Isso se deu por conta da retração da Formação Bruta de Capital Fixo, a qual registrou queda de 4,4% no último trimestre do ano (IBGE, 2024).

Segundo o ministro Haddad⁹⁶, o desempenho insatisfatório do investimento privado em 2023 foi resultado da política praticada pelo BCB (LIMA; GERBELLI, 2023). Obviamente, a prática de políticas monetárias excessivamente rígidas apenas piora o problema das baixas taxas de investimento, que, no longo prazo, comprometem o crescimento econômico sustentado (MARCONI, 2024). Assim, na prática, o que a política monetária brasileira realizou nos últimos anos foi trocar o crescimento por um suposto controle de uma inflação que não é de demanda, além de proporcionar transferências robustas de recursos para a classe rentista na forma de juros.

⁹⁶ Referindo-se ao resultado negativo do investimento privado em 2023, Haddad disse: “Obviamente, tem a ver com a política monetária, que quis trazer a inflação para dentro da banda rapidamente. Só que, a partir de determinado ponto, o remédio vira veneno. [...] Se você constranger a oferta, vai ter problema de inflação às avessas” (LIMA; TRISOTTO, 2023).

Como argumentam Haluska et al. (2024), essa redução da taxa de investimento – e, conseqüentemente, da taxa média de crescimento do PIB – resultou diretamente da redução do mercado interno provocada pelas medidas neoliberais adotadas mais intensamente a partir de 2015:

the strategy of reducing the rates of growth of government expenditures, that supposedly would open space for the Brazilian economy to grow based on exports and private investments, has failed, resulting only in a large reduction in the average rate of growth of the economy and of the business investment share. [...] However, this bridge to stagnation was actually quite successful in terms of its real political objectives, that were the reduction of the relative size of the State in the economy and of the bargaining power of workers. (HALUSKA et al., 2024, p.30-31)

Embora o governo Lula III tenha se proposto a romper com tais políticas, voltando com medidas de caráter social, as restrições impostas sobre a política fiscal e a autonomia do banco central podem continuar inibindo a recuperação da taxa de investimento brasileira e, conseqüentemente, limitando um processo de crescimento sustentado.

Para equacionar esse problema, Marconi (2024) sugere a exclusão dos investimentos públicos⁹⁷ do limite de despesas criado pela LC nº 200/2023, além de uma meta de inflação mais realista e compatível com o processo de retomada da economia. Essas medidas contribuiriam para a retomada do crescimento econômico e, conseqüentemente, da arrecadação futura, impactando positivamente o resultado primário, além de estabilizar a relação dívida/PIB.

3.4. AS CRÍTICAS FRENTE À DESCOORDENAÇÃO RECENTE

Os diferentes objetivos perseguidos pelas autoridades monetária e fiscal, baseados também em distintas perspectivas teóricas, deixam clara a descoordenação entre as políticas macroeconômicas no Brasil: enquanto o BCB persegue quase exclusivamente a meta de inflação, desconsiderando os efeitos da política monetária sobre outras variáveis de política relevantes, a equipe econômica do presidente Lula reconhece a importância da política fiscal para reconstruir o Brasil e fortalecer a máquina pública, ainda que restrições tenham sido impostas pelo RFS.

⁹⁷ Segundo o autor, “os efeitos multiplicadores do investimento públicos são elevados e implicam em maior crescimento e posterior elevação das receitas, ao contrário das despesas correntes, cujo multiplicador é bem menor. E são muito importantes para a retomada do investimento privado em um ambiente de incerteza que se prolongou por anos, além de implicar em rápido aumento de produtividade. Se quiser perseguir o crescimento econômico aliado ao controle da situação fiscal, o governo deveria preservar a capacidade de investir e adotar o conceito de poupança pública, que corresponde à receita corrente descontada das despesas correntes. Juntamente com a evolução da relação dívida/PIB, este seria o indicador fiscal mais compatível com uma estratégia de crescimento, pois inclui a despesa com juros no cálculo do resultado necessário para financiar os investimentos e demonstra como é difícil obter um equilíbrio da relação dívida/PIB com a atual política monetária.” (MARCONI, 2024, p.3)

Mesmo um autor mais ligado à ortodoxia enxergaria a conjuntura brasileira como um cenário de descoordenação. Embora os ortodoxos e os heterodoxos possam divergir quanto à classificação da política fiscal recente como frouxa ou austera, o ponto-chave é que a descoordenação é evidente. Entretanto, as justificativas para isso também dependem do ponto de vista. A ortodoxia e o presidente do BCB parecem culpar o descontrole fiscal, o qual, segundo eles, não deixaria espaço para a política monetária ser menos rígida⁹⁸. Por outro lado, os heterodoxos culpam essa política monetária rígida pela não obtenção dos objetivos macroeconômicos desejados (e, portanto, pela falta de coordenação), notando que ela tem impacto direto sobre as contas do governo, via serviço da dívida, mas também indireto, via queda da arrecadação diante do arrefecimento do nível de atividade.

É importante lembrar que essa causalidade do nível de atividade para as contas públicas tem por trás a noção do multiplicador keynesiano e não está presente nas bases do NCM. Ou seja, é comum a ortodoxia ignorar que o esfriamento do nível de atividade impacta negativamente o resultado fiscal, uma vez que a redução do nível de atividade diminui a renda nacional e, conseqüentemente, a arrecadação do governo (CARVALHO, 2009). Esse é justamente um dos motivos pelos quais a política fiscal tem tanta relevância na teoria keynesiana e em seus desdobramentos.

A restrição que a política monetária impõe à fiscal no arcabouço brasileiro, especialmente após a LC nº 179/2021, intensifica a descoordenação em uma perspectiva PK e gera problemas de caráter democrático e constitucional. Em relação a este último ponto, o programa desenvolvimentista previsto na “Constituição Cidadã” evidencia o papel do Estado nesse processo, pressupondo uma postura positiva diante da busca pela justiça social. Assim, a própria CF reconhece a realidade como ela é e determina as diretrizes que o Estado *deve* seguir para alterá-la com vistas a superar o subdesenvolvimento e a tornar a sociedade mais harmônica e isonômica. Nesse sentido, embora o BCB seja independente do Executivo, ainda continua vinculado à CF e, portanto, sua execução da política monetária deve se vincular aos objetivos definidos nela, entre eles o pleno emprego⁹⁹ (IVO, 2022).

“No que toca ao estabelecimento da taxa básica de juros, sua fixação em patamares elevados ou diminutos deve (sentido jurídico) obediência ao comando constitucional segundo o qual a ordem econômica está fundada na valorização do trabalho humano e na busca do pleno emprego (CF. art. 170, caput e inciso VIII)”. (CASALINO; PAULANI, 2018, p. 858)

⁹⁸ Esse argumento tem por trás a ideia de dominância fiscal, vista no capítulo 1.

⁹⁹ Art. 170 da CF de 1988: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I – soberania nacional; II – função social da propriedade; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - *redução das desigualdades regionais e sociais*; VIII - *busca do pleno emprego*; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Na verdade, tanto a política monetária quanto a fiscal devem ter como base os objetivos previstos constitucionalmente. Portanto, um arcabouço institucional que subjuga a política fiscal à monetária e ainda determina que o principal objetivo da protagonista é a estabilidade de preços, na prática, está subjugando também os objetivos e direitos previstos na CF ao alcance da meta de inflação.

Esses objetivos desenvolvimentistas delineados na CF não são compatíveis com o BCI nos moldes da LC nº 179/2021. A sua condução de política monetária sem considerar seus impactos sobre outros instrumentos de política do governo geram descoordenação entre as políticas monetária e fiscal. Assim, a referida lei agrava o problema ao comprometer a realização da agenda do governo democraticamente eleito, ainda mais com a determinação legal de mandatos fixos da diretoria do BCB e não coincidentes com o do PR (IVO, 2022).

Ou seja, o atual conflito entre os discursos da equipe econômica e do presidente da autoridade monetária é intensificado pela autonomia do BCB, comprometendo a atuação do governo democraticamente eleito no sentido de perseguir suas promessas de campanha e seus objetivos de política econômica. Em outras palavras, o problema de existir divergências entre o BC e o governo em um arranjo com BC independente é o comprometimento do processo democrático, sendo ainda maior caso os mandatos do presidente e da diretoria da autoridade monetária e do Presidente da República não coincidam, como ocorre no Brasil. Isso se dá porque a eleição de um político significa que ele tem legitimidade para implementar seu programa de governo, podendo ser impedido – pelo menos em parte, no que tange à política monetária – se não coincidir com os objetivos da autoridade monetária independente (FREITAS, 2006; MODENESI, 2005; IVO, 2022). É o que vem ocorrendo no Brasil atualmente, como fica evidente pelo desalinhamento entre os desejos do presidente Lula e a conduta de Campos Neto.

A análise econométrica de Piza e Dias (2006) para os primeiros anos do RMI brasileiro revela que o mercado influenciou significativamente a condução da política monetária por parte do BCB, direcionando a política ao caminho desejado por eles. Com isso, ela se torna em parte endógena, seguindo a conjuntura vigente e, principalmente, as expectativas do mercado.

Nesse sentido, é extremamente importante ressaltar a diferença entre formulação e execução de política: a formulação dos objetivos macroeconômicos é uma tarefa política e, portanto, compete ao Executivo, enquanto a execução (no caso, realizada pelo BCB) deve se subordinar às metas definidas pelos formuladores (FREITAS, 2006). O aspecto verdadeiramente relevante de independência para o BC deve ser em relação aos mercados financeiros¹⁰⁰:

“O banco central, na execução das políticas monetária, creditícia e cambial, deveria atuar com independência, sobretudo em relação ao setor privado, em especial do

¹⁰⁰ Aqui, não é no sentido de que o BC fica refém do mercado financeiro, mas sim que suas decisões não podem ser deliberadamente em favor da classe rentista.

sistema financeiro. Nesse sentido, seria fundamental definir com precisão as incompatibilidades prévias e futuras de seus dirigentes.” (FREITAS, 2006, p.289)

O próprio expoente do monetarismo, uma das mais importantes bases do NCM, Milton Friedman, é contra a tese de IBC por questões democráticas. Por considerar a política monetária tão relevante, ele questiona: “Seria realmente tolerável numa democracia haver tanto poder concentrado em uma instituição livre de qualquer controle efetivo e direto?” (FRIEDMAN, 1987, p.429). Sendo controlada pelo governo, o próprio povo estaria supervisionando e aprovando o uso desse importante instrumento e, em última instância, daria seu veredito nas urnas (FRIEDMAN, 1987; MODENESI, 2005).

Se em uma democracia é o povo quem elege seus representantes e a política monetária não fica sob o controle desses representantes sob um arranjo de BCI, então sob o controle de quem ela fica? Aqui a resposta é, novamente, a teoria da captura: o BCB parece conduzir a política monetária brasileira levando em conta os interesses e expectativas do mercado. Isso é corroborado, inclusive, pelo fato de a instituição usar o Boletim Focus, que entrevista apenas atuantes do setor financeiro, para balizar suas análises acerca das expectativas do público – que, como o nome sugere, deveriam representar as expectativas do público em geral, não de um nicho específico e bem limitado da sociedade.

Logo, justamente por conta do menor controle sobre a autarquia, as chances de sua captura pelo mercado se elevam, já que o período de quarentena não é rígido e a maioria das autoridades realmente tem alguma conexão com o mercado financeiro (IVO, 2022). “Desse modo, não é a técnica que vence com o Banco Central autônomo, mas uma visão política e ideológica a respeito do que deve ser a política monetária e ao quê, e a que, ela deve servir” (IVO, 2022, p.1).

A questão problemática de supostamente “despolitizar” o BC é que, na verdade, ele acaba sendo politizado para um grupo específico, o do mercado (FLOW, 2023). Freitas (2006, p.290, ênfases adicionadas) evidencia a relevância da questão:

A decisão de conceder independência ao banco central do Brasil para que possa formular a política monetária com foco exclusivo na estabilidade dos preços está *longe de ser uma questão técnica ou apolítica* como alegam os seus defensores. *Ao contrário, essa é uma questão política* que, como qualquer outra, implica escolhas que não são neutras em seus efeitos sobre a economia e sobre diferentes grupos sociais. Tal decisão faz parte do jogo político e essa sua dimensão precisa ser posta em evidência no debate. Não se pode permitir que suas implicações políticas permaneçam mascaradas como se se tratasse de uma questão puramente técnica e consensual.

Essa é exatamente uma das críticas dos integrantes do governo atual direcionadas a Campos Neto, pois sua escolha política de juros elevados beneficia os detentores da dívida pública que, em sua maioria, são instituições financeiras, e sabe-se que o presidente da autarquia trabalhou muitos anos em banco. Dessa forma, a autonomia da autarquia é usada para resguardar os interesses do mercado quando o presidente do BCB decide agir no sentido contrário do desejado pelo governo Lula,

mantendo a Selic em patamares elevados com justificativas dogmáticas e, com isso, comprometendo o desenvolvimento nacional. Segundo Machado (2024, p.6),

Conter a inflação é importante, mas dar mais autonomia ao Banco Central não resolve nada e ainda cria novos problemas. O principal deles é alimentar o buraco negro dos juros, que suga recursos da economia, tira de quem mais precisa para dar para quem mais tem e prende o Brasil no subdesenvolvimento. A armadilha dos juros amplia a desigualdade e trava o crescimento, exatamente como a inflação fez no passado.

Não faz sentido o presidente do BCB aumentar a taxa de juros e esperar que o governo faça milagres para diminuir seu déficit. A elevação dos juros significa maior gasto com serviço da dívida, por um lado, e potencialmente uma menor arrecadação, por outro. Na verdade, o resultado fiscal deveria ser apenas isso, um resultado, uma vez que o governo consegue controlar diretamente seu nível de gastos e as alíquotas dos impostos, mas não o volume arrecadado, o qual, em última instância, depende do nível de atividade e da renda agregada. Portanto, conseguir, na prática, um orçamento equilibrado não é tão simples (DALTO et al, 2016). Esse é o argumento defendido por algumas correntes heterodoxas, como a Teoria Monetária Moderna (MMT, do inglês *Modern Money Theory*).

Portanto, apesar de representar um avanço em relação à anterior regra do teto de gastos, algumas críticas têm sido feitas ao novo regime fiscal. Por exemplo, a despeito do terrorismo fiscal executado pela mídia, essas regras fiscais não são consensuais na macroeconomia, haja vista as recomendações PK.

Adicionalmente, a nova regra não conseguirá resolver o problema da compressão das despesas discricionárias frente ao aumento das despesas obrigatórias, considerando o retorno da valorização do salário mínimo, que é vinculado aos benefícios da Assistência Social (BPC, aposentadorias, entre outros), os pisos constitucionais da saúde e da educação, entre outros. Assim, evidencia-se o conflito entre austeridade fiscal e desenvolvimento socioeconômico (BASTOS; DECCACHE, ALVES JR., 2023).

A situação pode até ser pior, em comparação à EC 95/2016, para as despesas discricionárias que não tenham alguma proteção como as dos pisos constitucionais. Isso porque o espaço para essas despesas não obrigatórias pode acabar sendo insuficiente até mesmo para cobrir a correção monetária, podendo, portanto, resultar em perdas reais nessas áreas. Nesse caso, fica óbvio que o congelamento em termos reais do teto de gastos seria melhor do que as perdas reais (BASTOS; DECCACHE; ALVES JR., 2023).

Ademais, a forma como as regras foram desenhadas proporcionam um caráter induzido e defasado ao gasto público, uma vez que fica vinculado ao crescimento defasado das receitas e ao desempenho econômico anterior. Isso pode comprometer a capacidade estatal de ofertar bens públicos essenciais e de alcançar o objetivo de sustentar um crescimento econômico robusto (LARA et al., 2023).

Por isso, ainda que seja mais flexível que a EC 95/2016, configura uma importante limitação orçamentária, que poderá comprometer a atuação estatal ao longo dos próximos anos: mesmo que o governo apresente elevados superávits primários, seu gasto só poderá aumentar 2,5% em termos reais e 70% do aumento da arrecadação. “Como o PIB (e a relação dívida/PIB) depende do crescimento do gasto público, o RFS impõe limites ao crescimento do PIB e à queda da relação dívida/PIB.” (BASTOS; DECCACHE; ALVES JR., 2023, p.5).

Como visto acima, o problema de qualquer regra de resultado é que o governo só controla diretamente parte dele – seu gasto e as alíquotas tributárias –, mas não o quanto efetivamente arrecada, já que as receitas são induzidas pelo nível de atividade (e, consequentemente, pelo próprio nível de gasto público).

De maneira mais geral, o discurso a favor de regras fiscais como um todo e a justificativa de gerar superávits para estabilizar a dívida/PIB e, assim, evitar a ocorrência de uma situação de dominância fiscal parece não só ignorar o efeito induzido da arrecadação, mas também ignorar o denominador da relação, o PIB. Se o gasto público, um importante componente do PIB, é limitado, o próprio crescimento do produto tende a ser restringido, podendo ter impactos negativos sobre a arrecadação, o resultado primário e a relação dívida/PIB. Como a regra limita as despesas primárias às receitas defasadas, isso pode criar um ciclo vicioso de menor gasto, aprofundando os desequilíbrios e, portanto, tendo consequências contrárias às desejadas pelos formuladores da política. Pelo desenho do NRFS, esse problema é agravado se forem adotadas metas de resultado primário excessivamente rígidas.

Além disso, o baixo piso de 0,6% pode não ser suficiente para lidar com momentos de recessão econômica, sobretudo adotando-se uma perspectiva keynesiana, que já se mostrou essencial nessas fases, como ocorreu na crise de 2008 e na pandemia.

“Como a geração de superávits fiscais é feita impondo limites baixos para o crescimento do gasto público, a prioridade keynesiana (estabilização do crescimento do PIB através do estímulo à demanda) é subordinada à prioridade neoliberal do RFS. Em um momento de desaceleração da economia, o RFS não compensa a desaceleração da demanda privada e sim a acompanha, gerando uma espiral descendente sempre que o PIB desacelerar [...]. O piso mínimo para a queda da taxa de crescimento da despesa pública é de 0,6% a.a., mas isso é insuficiente para retirar uma economia da recessão através da política anticíclica, sendo mais um teto para o gasto público na fase recessiva do ciclo econômico do que um piso em uma situação normal.” (BASTOS; DECCACHE; ALVES JR., 2023, p.9, ênfases adicionadas)

Obviamente, os efeitos esperados das regras sobre o desempenho econômico dependem da perspectiva teórica adotada. Por isso, sob o ponto de vista PK, em particular alinhada aos modelos do supermultiplicador, as limitações autoimpostas se mostram mais graves, na medida em que a taxa de crescimento do PIB depende dos gastos autônomos e, em particular, dos gastos públicos. Ou seja, os gastos do governo passam a determinar a trajetória de crescimento de longo prazo, o qual passa a ser

entendido como um processo endógeno liderado pela demanda (LARA et al., 2023; SERRANO; FREITAS, 2017).

Nessa perspectiva, embora a determinação do piso e do teto para o crescimento real das despesas primárias busque ser anticíclica, analisando a lei como um todo ainda percebe-se um caráter pró cíclico¹⁰¹: se a economia passar por um momento de recessão em que as receitas não correspondam ao esperado, comprometendo a meta de resultado primário, o governo terá que reduzir seus gastos no próximo ano (crescimento real limitado a 50% da variação real da receita), o que é ainda mais recessivo (LARA et al., 2023).

Lara et al. (2023) mostram alguns indicadores fiscais durante os anos dos dois primeiros mandatos do presidente Lula. Os dados reafirmam o caráter autoimposto das regras presentes no RFS, visto que indicam que a equipe econômica do atual governo se esqueceu do desempenho econômico e fiscal obtido com as medidas dos mandatos anteriores.

Tabela 3: Indicadores fiscais selecionados (%)

	2003	2004	2005	2006	Média Lula	2007	2008	2009	2010	Média Lula II
Taxa de crescimento do gasto federal	- 3,9	10,1	8,8	9,3	5,9	9,6	6,5	7,0	16,3	9,8
Resultado Primário	2,3	2,5	2,4	2,0	2,3	2,1	2,3	1,2	2,0	1,9
Estoque de Dívida Pública Líquida Federal	21,2	20,9	21,4	24,2	21,9	24,3	22,1	21,7	21,7	22,5
Crescimento do PIB	1,1	5,8	3,2	4,0	3,5	6,1	5,1	- 0,1	7,5	4,6

Fonte: Lara et al. (2023).

¹⁰¹ Como Lara et al. (2023) adotam a perspectiva do supermultiplicador, o caráter pró cíclico revela uma assimetria: nas fases descendentes, resulta no ciclo vicioso exposto acima; contudo, nas fases ascendentes, eventuais superávits permitem a ampliação dos gastos, tendo impacto positivo induzido sobre os níveis de atividade e de arrecadação, criando um ciclo virtuoso. Contudo, na visão convencional, mesmo esse cenário seria ruim, porque, ao considerarem que o crescimento econômico é *supply-led*, a fase ascendente geraria pressões inflacionárias. Por isso, a regra do NRFS busca evitar esse cenário impondo o limite de 2,5%. No entanto, os autores consideram um cenário positivo por adotarem a abordagem do supermultiplicador, segundo a qual “o crescimento do gasto público altera a própria tendência de crescimento da economia, não apenas o seu desvio em relação ao produto potencial da economia” (LARA et al., 2023, p.7).

Pela Tabela 3, elaborada por Lara et al. (2023), fica evidente que foi possível manter um aumento considerável dos gastos públicos e o suposto “equilíbrio fiscal” concomitantemente à obtenção de superávits primários expressivos. Por exemplo, em 2004 houve um aumento de 10,1% nos gastos, com um superávit primário de 2,5% do PIB. Além disso, é possível perceber que o gasto público é, de fato, um importante determinante da taxa de crescimento do produto, em consonância com a visão do supermultiplicador.

Logo, a surpresa decorrente desses números, na verdade, só parece de fato um paradoxo do ponto de vista ortodoxo, que ignora esse caráter induzido da arrecadação. Lara et al. (2023, pp.4-5, ênfases adicionadas) esclarecem essa questão:

Qual a explicação para esse, aparente, paradoxo? Ocorre que o *resultado primário é resultado tanto da evolução dos gastos públicos quanto das receitas e que estas últimas, por sua vez, são fortemente induzidas pelo produto e, portanto, dependentes do crescimento do gasto agregado*. Dessa forma um gasto público em crescimento é uma circunstância capaz de, sob certas condições, impulsionar a economia como um todo e assim também a arrecadação tributária, *criando um ciclo virtuoso de crescimento das despesas e também das receitas*, impulsionadas pelo crescimento do produto, cumprindo simultaneamente as metas fiscais estabelecidas. Ou seja, a depender do que está ocorrendo com o conjunto das despesas (incluindo as públicas) e com o PIB, haverá também uma dinâmica específica para a arrecadação tributária. Sob esse ângulo, a *simultaneidade entre crescimento da despesa pública e a manutenção de elevados superávits primários não é realmente um paradoxo*. A ideia de que esta combinação tenha algo de paradoxal é que, na verdade, está relacionada a uma certa ilusão de ótica, em consequência da não observância sobre o caráter induzido das receitas.

Analisando o caso brasileiro no mesmo período (2004 a 2009), Haluska (2023) também demonstra que a importância do gasto público para o crescimento do produto foi aproximadamente o dobro da relevância dos gastos autônomos do setor privado e do setor externo. Com isso, ele refuta o argumento difundido que descredibiliza as medidas adotadas pelo PT nessa época, segundo o qual o forte desempenho econômico observado seria resultado exclusivo do bom cenário externo. Pelo contrário, o gasto público foi o elemento de maior relevância na explicação do crescimento do período (HALUSKA, 2023; LARA, et al., 2023). Dessa maneira, a imposição de limites para as despesas primárias potencialmente reduz o crescimento econômico. A argumentação de Bastos, Deccache e Alves Jr. (2023, p.8) vai nesse sentido:

Assim, se supormos que, a médio prazo, a carga tributária (arrecadação/PIB) é estável, o fato de que o gasto público deve crescer menos que as receitas tributárias implica que também cresce a uma taxa menor que o PIB. Isso, normalmente, tende a desacelerar o crescimento do próprio PIB, o que é contraditório com o objetivo de elevar a arrecadação tributária. Nesse sentido, mais do que refletir um suposto limite prévio de 2,5% para o crescimento potencial da economia brasileira, o limite de 2,5% do crescimento do gasto público pode limitar no futuro o crescimento da economia brasileira a algo próximo ou inferior a isso.

Vazquez e Schlegel (2023) mostram que, nos dois primeiros mandatos de Lula (2003-2010), a despesa federal com destinação social aumentou 70% em termos reais, enquanto o gasto primário como um todo apresentou um aumento anual de 5,3%. Como o limite determinado pelo RFS é de 2,5%, isso evidencia que o novo governo não conseguirá manter o nível de gasto anteriormente realizado, podendo dificultar a retomada dos programas sociais em curso. Os benefícios sociais se elevaram em 6,6% e o investimento público, em 8,5% por ano. Mesmo com esses números relativamente elevados, o governo foi capaz de manter uma estratégia de ajuste fiscal, apresentando superávits primários superiores a 3% do PIB e uma redução de aproximadamente 20 p.p. na relação dívida/PIB (VAZQUEZ; SCHLEGEL, 2023).

Embora o governo Lula indique objetivos distintos, a ideia por trás de qualquer regra fiscal continua sendo alinhada à visão do NCM, que rivaliza a política econômica com as políticas sociais (VAZQUEZ; SCHELEGEL, 2023) e requer ajustes fiscais que permitam a redução da taxa básica, a fim de fazer o setor privado liderar o processo de retomada do crescimento econômico.

Entretanto, essa perspectiva é questionada pelos PK, na medida em que as expectativas dos agentes e a incerteza podem ter maior influência sobre as decisões de investimento e gasto. É por isso que certas correntes teóricas, como as mais ligadas à ideia de Demanda Efetiva, questionam a eficácia da taxa de juros para estimular o nível de atividade. Ou seja, é muito menos arriscado, do ponto de vista do desempenho econômico, incumbir o papel de motor do crescimento ao Estado.

Por sua vez, enquanto a capacidade da taxa de juros para estimular os gastos privados pode ser questionada, a relevância da política fiscal e de seus efeitos sobre a economia dificilmente pode ser questionada empiricamente, ainda que teoricamente o seja pelos ortodoxos. “Os economistas brasileiros, de forma geral, subestimam os efeitos da política fiscal no PIB e superestimam a potência da política monetária (BARBOZA; BORGES, 2024).

Um estudo recente do *Federal Reserve Bank of San Francisco*¹⁰² sobre os impactos do PBF mostrou que o multiplicador relativo do produto é cerca de 2,2. Isso significa que um estado que recebe 1% do PIB a mais de transferências do programa têm seu produto elevado em 2,2% em comparação a outros estados que não receberam transferência adicional. Além disso, o estudo aponta que o PBF tende a estimular não só o crescimento econômico, mas também o nível de emprego (formal e informal), e esses efeitos são persistentes. Por fim, também revela que não há evidências de que as transferências reduzem a oferta de trabalho.

No mesmo sentido, Busato e Martins (2024) realizam um levantamento da literatura sobre multiplicadores fiscais, focando no caso brasileiro, e seus resultados indicam que os investimentos públicos e os gastos sociais em geral tendem a ter multiplicadores mais elevados e persistentes. Justamente por isso, o arcabouço

¹⁰² Mendes et al (2024a) e Mendes et al (2024b).

institucional da política fiscal deve ser desenhado de maneira a considerar e permitir esses gastos. Nas palavras dos autores,

“Nesse sentido, a literatura sobre multiplicadores fiscais no Brasil aponta que os gastos públicos, em especial os investimentos públicos, têm importante impacto no crescimento da economia. Qualquer novo arcabouço fiscal deve partir dessa premissa se tiver como propósito romper com o cenário de estagnação e fomentar a melhora das condições de vida da população brasileira. [...] Deve-se, portanto, privilegiar uma institucionalidade em que os investimentos não sejam mero resíduo, mas sim protagonistas da atuação fiscal do governo brasileiro.” (BUSATO; MARTINS, 2024, pp.23-24)

Desse ponto de vista, a elaboração da LC nº 200/2023 deixa a desejar ao estabelecer um piso de 0,6% do PIB para os investimentos, o que pode ser estruturalmente baixo. Ademais, como vimos, a compressão das despesas discricionárias representa um empecilho, já que grande parcela dos investimentos e gastos sociais provém delas. Como os investimentos públicos são cortados com maior facilidade, por seus benefícios não serem imediatamente percebidos pela sociedade – ao contrário das despesas de custeio, cuja ausência é mais facilmente sentida –, uma política de limitação de gastos apresenta um viés de redução dos investimentos estatais (LARA et al., 2023). Por isso, o RFS deveria ter dado maior relevância para esses gastos.

Ao limitar os gastos a uma proporção menor que as receitas, o arcabouço evidencia que a estabilização da relação dívida/PIB é prioritária aos compromissos sociais do governo. Isso é reforçado pela meta de déficit primário zero já a partir de 2024 (SALVADOR, 2024).

O próprio fato de a meta ser relativa ao resultado primário, e não ao resultado nominal¹⁰³, indica a prioridade do pagamento dos juros da dívida em detrimento dos investimentos sociais. Como explicita Alverga (2024), há dois orçamentos em dilema: o orçamento do “povão”, não financeiro, que é o orçamento primário, do qual saem os recursos para financiar os gastos e investimentos sociais; e o orçamento de capital ou financeiro, cujos recursos são usados para pagar a amortização e os juros sobre a dívida pública, por isso seria o “orçamento da elite rentista”.

“O grande problema é que somente o orçamento não financeiro, o do povão, é que tem restrição, o chamado resultado primário, superávit se positivo, déficit, se negativo. É a economia que se faz no orçamento das políticas sociais para pagar o serviço da dívida pública para os rentistas.” (ALVERGA, 2024)

Considerando tudo isso,

“[...] os limites impostos ao crescimento das despesas públicas pelas regras no Novo Arcabouço Fiscal (NAF) são, em última instância, limitações ao próprio crescimento da economia. Com esta proposta o Governo Federal deixa de romper com uma

¹⁰³ No entanto, ainda que a meta fosse sobre o resultado nominal, haveria um problema: o resultado financeiro depende da taxa de juros, a qual é determinada pelo BCB independente sem considerar os impactos fiscais.

situação anterior, presente na regra do teto de gasto, na qual o executivo se priva voluntariamente de decidir sobre um componente crucial de demanda efetiva, que tem potencialmente a capacidade de aquecer a atividade econômica.” (LARA et al., 2023, p.1)

Por fim, Tavares (2024) critica os números escolhidos para esses primeiros anos sob a vigência da LC nº 200/2023. Segundo o autor, a previsão de gastos estaria subestimada, enquanto as metas de resultado primário seriam extremamente ousadas, o que pode, pela própria regra, reduzir a capacidade de gasto do Estado. Por isso, em suas palavras, o RFS seria

“uma versão progressista de uma abordagem liberal sobre as finanças públicas federais e o máximo que se pode esperar, daí, é um resultado entre mediano e medíocre. É preciso mais gastos públicos para que o governo consiga cumprir os objetivos anunciados na plataforma de campanha eleita em 2022. [...] Uma vez mais corremos grave risco de subordinar as urgências desse país às metas de asfixia do orçamento público sem fundamentação consistente. O avanço diante do Teto de Gastos aprovado em 2016 até existe, mas é excessivamente tímido diante dos desafios políticos, sociais, econômicos e ambientais que esquentam atrás da porta.” (TAVARES, 2024, p.5)

De maneira resumida, podemos perceber que o RFS certamente representa uma flexibilização em relação à EC nº 95/2016, porém não configura uma mudança significativa em termos do discurso por trás das regras, na medida em que o objetivo em mente parece continuar sendo o de equilibrar a trajetória da dívida pública, com ajustes fiscais que acabam por reduzir o tamanho do Estado. Enquanto os *policy makers* continuarem reverberando apenas os argumentos ortodoxos, será o povo brasileiro que sofrerá as consequências da asfixia estatal.

“O novo regime sustentável (RFS) substituiu a desmoralizada Lei do Teto do Gasto, impondo um teto móvel, mas baixo, para as despesas primárias federais. A prioridade é a mesma, de nítido corte neoliberal: de início estabilizar e depois reduzir a relação dívida pública bruta/PIB através do controle do gasto público. A redução da relação dívida pública/PIB através do controle do gasto público resulta em outra finalidade neoliberal mais geral: a redução do gasto público na economia.” (BASTOS; DECCACHE; ALVES JR., 2023, p.7)

Embora ideia por trás do RFS seja de caráter neoliberal, o governo Lula não abandonou a sua marca de políticas sociais, como pode ser observado por diversas outras medidas adotadas ao longo de 2023.

SÍNTESE

Como foi demonstrado ao longo desse capítulo, a condução das políticas monetária e fiscal brasileiras a partir de 2023 apontam para direções opostas, caracterizando uma descoordenação evidente. Ainda que o BCB tenha flexibilizado sua política, esta ainda se mantém bastante contracionista, com a taxa Selic acima dos dois dígitos. A meta de inflação foi cumprida em 2023 e deve ser cumprida em 2024, a

despeito do aquecimento da economia, o que indica que pelo menos boa parte da inflação brasileira é de custos. Por outro lado, a política fiscal tomou o rumo de recompor as despesas e investimentos públicos, reconstruindo seu caráter social, porém sem deixar de lado as receitas. Entretanto, as restrições impostas pelo RFS refletem uma continuidade com os preceitos do NCM.

A forma como o arcabouço institucional brasileiro foi desenhado – em consonância com os preceitos do NCM – contribui para a descoordenação entre as políticas, entendida aqui como a subordinação da política fiscal à monetária, possibilitada pela adoção do RMI, pela autonomia concedida ao BCB e pelas regras autoimpostas aos instrumentos fiscais.

Embora o crescimento recente do PIB seja explicado pelos ortodoxos como resultado do efeito defasado das reformas estruturais realizadas nos anos anteriores (LIMA; GERBELLI, 2023; ROCA, 2024), como as reformas da Previdência e trabalhista, a verdade é que as medidas adotadas pelo governo Lula, especialmente a PEC da Transição, foram essenciais para esse desempenho verificado em 2023.

Isso é confirmado pela seguinte fala do Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, Guilherme Mello: “A política fiscal precisa se harmonizar com a política monetária. No ano passado, a política fiscal compensou o efeito contracionista da política monetária [com a PEC da Transição]. O ideal é que caminhem mais coordenadamente” (CARNEIRO, 2024).

A recomposição dos gastos públicos observada em 2023, sobretudo das despesas discricionárias e dos investimentos públicos, possibilitada pela EC nº 126/2022 também foi responsável pela volta dos vários programas sociais característicos dos governos do PT, refletindo na melhora dos indicadores sociais observados no capítulo.

O maior crescimento econômico verificado em 2023, com o mercado de trabalho aquecido, sugere, na visão do NCM, que é hora de intensificar a austeridade fiscal, sob pena de descontrole inflacionário. Até os ortodoxos criticam as metas rígidas estabelecidas pelo RFS, que comprometeriam sua credibilidade e, consequentemente, levariam a uma falta de ancoragem das expectativas inflacionárias, exigindo a alta da taxa Selic. Para parte deles, o RFS é falho e o governo precisa de um compromisso fiscal mais categórico, que permita um ajuste fiscal crível (VITÓRIA, 2024; ROCA, 2024).

No entanto, essas percepções não se verificam pelos dados, o que evidencia a necessidade de rever os argumentos dessa corrente. O crescimento no ano de 2023 foi acima do esperado, bem como a inflação não saiu do controle, mesmo com o desemprego em mínimos históricos e em um ano sem uma âncora fiscal explícita (já que a PEC da transição abriu o espaço no teto, e as demais regras também foram flexibilizadas).

Entretanto, alguns desafios permanecem, especialmente por conta da institucionalidade vigente. A determinação de metas rígidas tanto para a política fiscal quanto a monetária limitam o espaço de manobra do governo, situação agravada pela autonomia do BCB. A grande transferência de recursos para detentores de títulos públicos, bancos e instituições financeiras na forma de juros em geral não se converte em investimento e consumo posteriores (MACHADO, 2024). Ou seja, no Brasil temos a autoridade monetária realizando deliberadamente uma política de transferência de recursos concentradora de renda e equivalente a aproximadamente 7% do produto. A longo prazo, isso compromete o crescimento do país, que dificilmente crescerá de maneira sustentada sem recuperar as taxas de investimento.

O problema de sempre recomendar a austeridade fiscal quando o país começa a crescer um pouco acima do esperado é, na prática, limitar o seu crescimento com base em um suposto processo inflacionário que não tem se mostrado nos dados. Além disso, como já dito, essa perspectiva enxerga a estabilidade de preços como o principal objetivo da política econômica, como fica evidente em diversas falas do presidente do BCB¹⁰⁴ de que o dever da instituição é cumprir a meta de inflação, sem qualquer menção aos demais objetivos presentes na LC nº 179/2021.

Por conseguinte, é importante que o BCB reconheça os impactos da sua política sobre o nível de atividade. O *fine tuning* da política econômica entre os objetivos de emprego e inflação deveria ser uma escolha política, isto é, o governo eleito deveria poder escolher o nível de inflação que aceita para ter maior nível de emprego, ao invés de ser uma imposição de um determinado patamar de inflação e de desemprego “natural”.

Em vista disso, rever a LC nº 179/2021 e a LC nº 200/2023 é essencial para garantir a preservação da democracia brasileira e a melhora da coordenação entre as políticas, a fim de perseguir os objetivos constitucionais de desenvolvimento nacional, os quais devem ser os verdadeiros orientadores de qualquer *policy maker*. “The key to Brazilian development lies in moving away from neoliberalism and adopting a new institutional framework capable of fostering higher economic growth, employment, and environmental preservation.” (MARQUETTI, 2023, p.47)

CONCLUSÃO

A coordenação entre as políticas macroeconômicas, especialmente fiscal e monetária, é de extrema relevância para o debate público, na medida em que está relacionada com a eficácia dessas políticas e o alcance dos objetivos estabelecidos por elas. A análise da coordenação de políticas econômicas depende do objetivo

¹⁰⁴ Roca (2024).

considerado, o qual, por sua vez, terá relação com a visão e a teoria associadas a diferentes matizes teóricas: como as diversas teorias dão resultados muito diferentes, estabelecendo objetivos também distintos, é claro que as recomendações de política e as considerações de coordenação não coincidirão. Por mais que se discuta e se defenda a coordenação entre as políticas, preservando uma suposta “independência” das autoridades fiscal e monetária, na prática elas nunca serão totalmente independentes uma da outra.

Segundo o NCM, o arranjo ideal de política econômica é o RMI com um banco central independente, tornando a política monetária a protagonista e a estabilidade de preços o principal objetivo da política macroeconômica. Nesse cenário, a política fiscal assume um papel secundário e subordinado, devendo apenas garantir o equilíbrio das contas públicas e da trajetória da dívida, a fim de não comprometer a atuação da autoridade monetária. Por conseguinte, nessa visão, a coordenação se traduz na subordinação da política fiscal à monetária, com o objetivo de cumprimento das metas de inflação a qualquer custo, já que a estabilidade de preços é condição suficiente para a estabilidade econômica como um todo e necessária para o crescimento econômico de longo prazo – determinado também por outros fatores exógenos.

Por outro lado, na visão heterodoxa, a política fiscal assume um papel mais importante, sendo essencial para garantir uma demanda agregada suficiente para sustentar altos níveis de produto e emprego. Da mesma maneira, a política monetária também é relevante, na medida em que impacta as variáveis reais, mesmo no longo prazo. Assim, ela não deve ser usada apenas com vistas à estabilidade de preços, mas sim enxergada como um importante instrumento de gestão macroeconômica. Aqui, a coordenação deixa de ser entendida como a subordinação entre políticas e passa a ser vista como políticas compatíveis com os objetivos delineados, ainda que sejam vários.

O presente trabalho forneceu evidências de que o arcabouço institucional de política econômica brasileiro é pautado no NCM, mesmo quando consideradas as flexibilizações recentes do Regime Fiscal Sustentável. A análise da institucionalidade é essencial, pois ela condiciona as possibilidades de políticas macroeconômicas, tendo reflexos direto sobre a coordenação entre elas.

As políticas adotadas em 2023 pelo novo governo Lula quebraram a estratégia escolhida anteriormente, especialmente após o *impeachment* da presidente Dilma, de promover reformas neoliberais e austeridade fiscal, com a justificativa de gerar as condições favoráveis para que o investimento privado liderasse o processo de crescimento econômico, o que não se observou. Essa estratégia concretizou o objetivo de reduzir o tamanho do Estado, o que veio acompanhado do sucateamento dos serviços públicos e do risco de *shutdown* da máquina pública, mas entregou um período grande de estagnação econômica.

No que tange à política monetária, a rigidez do regime brasileiro foi aumentando nos últimos anos, com intervalos de tolerância mais restritos e metas de inflação mais desafiadoras. Embora o BCB tenha ganhado sua autonomia formal em 2021, seu caráter

antidemocrático ficou mais marcante a partir de 2023, com a assunção do novo governo. Em 2024, a rigidez foi mantida e, para 2025, haverá a mudança para a sistemática de metas contínuas e o presidente da autarquia será indicado do novo Executivo.

Já a política fiscal passou por um breve alívio em 2023, depois de anos com um teto de gastos insustentável. A PEC da transição foi responsável pela recomposição dos gastos públicos, com destaque para as despesas discricionárias e os investimentos, permitindo a retomada e a valorização da agenda social. Isso teve reflexos positivos sobre os indicadores sociais, como visto no terceiro capítulo. Simultaneamente, o governo trabalhou para a aprovação de um importante pacote de medidas que visam à expansão da arrecadação, a qual tem se mostrado favorável em 2024, após queda real em 2023.

Contudo, o RFS, embora mais flexível, não rompeu com a lógica neoliberal por trás de suas regras. A justificativa permanece sendo a de promover ajustes fiscais para controlar as contas públicas e o crescimento da dívida, o que acaba impondo constrangimentos permanentes sobre a política fiscal e, conseqüentemente, sobre a capacidade de atuação estatal.

Assim, ainda que superação do teto de gastos tenha sido um passo crucial para a retomada do crescimento do Brasil, devolvendo certo vigor ao impulso fiscal no ano de 2023 e mostrando a importância de o Estado assumir as rédeas do desenvolvimento nacional – necessidade que ficou clara após a pandemia –, a sustentação do processo de crescimento é duvidosa em razão das travas impostas pelo RFS e pela falta de apoio da autoridade monetárias.

Feita essa caracterização, é possível perceber que a institucionalidade brasileira é desenhada de tal modo a subordinar os diversos instrumentos de política econômica ao objetivo exclusivo do RMI, expressando uma decisão deliberada de que o objetivo da política monetária é o mais relevante e deve ser perseguido mesmo que seja necessário abrir mão de outros. Portanto, no caso brasileiro, tal institucionalidade é ideal na visão do NCM, garantindo a coordenação entendida como a subordinação da política fiscal à monetária, porém tem comprometido o entendimento de coordenação da abordagem heterodoxa, sobretudo após a autonomia do BCB e as limitações impostas pelo RFS. Nessa configuração, a política fiscal brasileira acaba sendo duplamente restringida, reforçando os ditames ortodoxos: pelo próprio regime fiscal, mas também pela política monetária rígida sob o comando de uma autoridade monetária autônoma.

Conclui-se que a política macroeconômica brasileira é constrangida por uma institucionalidade que “permite” um único tipo de coordenação específica entre as instâncias fiscal e monetária, que prioriza o controle inflacionário e constrange o crescimento econômico, o que permite validar a hipótese levantada na Introdução deste trabalho.

É importante pontuar, contudo, que, a despeito dessa rigidez institucional, a economia brasileira vem performando positivamente em 2023 e 2024, superando as

expectativas do mercado: alcançou um crescimento relativamente significativo, com desemprego em mínimos históricos e mantendo o controle sobre a inflação, mesmo em um ano sem uma âncora fiscal explícita. As metas das políticas monetária e fiscal foram formalmente cumpridas. As taxas de investimento, porém, não apresentaram uma recuperação significativa, o que dificulta a sustentação do crescimento no longo prazo. Na prática, pode-se atribuir esse resultado à maior flexibilidade no lado fiscal, mas compreendendo que o RFS entrou em operação em 2024 e irá impor maiores limites à política fiscal nos próximos anos.

Aliás, o desempenho econômico favorável em 2023 é atribuído pelos ortodoxos ao efeito defasado das reformas neoliberais realizadas pelos governos de Michel Temer e Jair Bolsonaro (LIMA; GERBELLI, 2023; ROCA, 2024). Nessa mesma linha, a credibilidade do RFS tem sido questionada por parte dos agentes, por permitir um crescimento real das despesas primárias e estipular metas de resultado primário insuficientes para equilibrar a trajetória do endividamento público. Para eles, esse maior crescimento em 2023 sinaliza uma necessidade de um ajuste fiscal mais categórico, que permita a ancoragem das expectativas de inflação. Caso contrário, a política monetária deverá permanecer contracionista ou até intensificar sua rigidez.

Em última análise, a lógica ortodoxa é pautada pela ideia de dominância fiscal vista no primeiro capítulo, a qual é usada como justificativa para viabilizar enormes transferências de recursos para os detentores da dívida na forma de juros. Nessa linha, o que essa excessiva rigidez sobre as políticas macroeconômicas realmente faz é limitar o espaço de manobra do governo, garantir uma robusta transferência de recursos para os detentores da dívida de maneira independente do Executivo e inibir a recuperação das taxas de investimento, comprometendo a sustentabilidade do processo de crescimento econômico.

Em suma, a institucionalidade brasileira pautada em austeridade fiscal, justificada pelo temor de um suposto descontrole inflacionário que não se verifica nos dados e nem estaria associado em grande parte à inflação de demanda, em conjunto com um banco central independente, produz uma verdadeira limitação ao crescimento do país e ao atendimento das demandas sociais. Na prática, como o RMI se baseia em uma atuação *forward-looking*, em decorrência da defasagem temporal dos efeitos da política monetária, e as metas de inflação brasileiras são rígidas, o BCB tende a reagir exageradamente diante de qualquer possível pressão de preços, limitando a capacidade de crescimento do país. Sendo assim, a política monetária reverbera um *trade-off* entre inflação e crescimento, desconsiderando os demais objetivos de política relevantes na perspectiva PK.

O problema é que esses demais objetivos estão intrinsecamente associados ao processo democrático e ao projeto vencedor nas urnas. Embora apertada, a eleição do presidente Lula indicou que a sociedade brasileira escolheu democraticamente mudanças em relação aos governos anteriores, optando por uma agenda mais voltada às

pautas sociais. Portanto, o novo governo não deveria ser impedido de seguir a sua agenda apenas com base em ideologias e falsos consensos.

Na verdade, tanto a política monetária quanto a fiscal devem ter como base os objetivos previstos constitucionalmente. Por isso, não devemos condicionar a garantia de direitos a um orçamento a fim de alcançar determinado resultado fiscal, mas sim ajustar o orçamento às necessidades sociais. Da mesma forma, a própria lei que guia a atuação do BCB estabelece outros objetivos relevantes, como o pleno emprego, e, mais ainda, se subordina juridicamente à Constituição Federal e às diretrizes previstas nela.

Sendo assim, identificar as travas que têm sido impostas pelos lados fiscal e monetário e coordenar essas políticas é uma das tarefas fundamentais para se alcançar um crescimento econômico sustentado e promover o desenvolvimento do país.

REFERÊNCIAS

- ABRÃO, C. Governo avalia taxar milionários para compensar isenção do IR até R\$5 mil. **Gazeta do Povo**, out. 2024. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/economia/governo-avalia-taxar-milionarios-para-compensar-isencao-do-ir-ate-r-5-mil/>. Acesso em: 15 out. 2024.
- ALESINA, A.; SUMMERS, L. (1993). Central Bank independence and macroeconomic performance: some evidence. *Journal of Money Credit and Banking*, v.25(2), maio, 1993.
- ALVERGA, C. F. Conexão entre políticas fiscal e monetária e inconveniência da independência do BC. **Consultor Jurídico**, mai. 2024. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2024-mai-12/conexao-entre-politicas-fiscal-e-monetaria-e-inconveniencia-da-independencia-do-bc/>. Acesso em: 8 out. 2024.
- ANDRADE, A.; NOGUEIRA, E.; SOUZA, P. H. Uma análise do resultado primário de 2023. Relatório de Acompanhamento Fiscal, nº 4, jan. 2024.
- ARANTES, F.; LOPREATO, F. L. C. (2017). O novo consenso em macroeconomia no Brasil: a política fiscal do Plano Real ao segundo governo Lula. *Revista De Economia Contemporânea*, 21(3). Disponível em: <https://doi.org/10.1590/198055272131>. Acesso em: 23 out. 2024.
- ARESTIS, P. (1992). *The Post-Keynesian Approach to Economics*. Cheltenham: Edward Elgar.
- ARESTIS, P. (2012). *Fiscal Policy: A Strong Macroeconomic Role*. Review of Keynesian Economics, Inaugural Issue, p. 93-108
- 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.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. (2002). *Can monetary policy affect the real economy?*. *The Levy Economics Institute Working Paper 355*, October
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. (2003) *Reinventing fiscal policy*. *Journal of Post Keynesian Economics*, 26, pp. 3–25.
- ASENSIO, A.; HAYES, M. The Post Keynesian alternative to inflation targeting. *European Journal of Economics and Economic Policies*, oct. 2009.
- AUMENTAR Selic é medida excessiva para controlar a inflação e prejudica crescimento econômico. Agência de notícias da indústria, set. 2024. Disponível em: <https://noticias.portaldaindustria.com.br/posicionamentos/aumentar-selic-e-medida-excessiva-para-controlar-a-inflacao-e-prejudica-crescimento-economico-avalia-cni/#:~:text=Aumento%20prejudicaria%20recupera%C3%A7%C3%A3o%20da%20ind%C3%BAstria,ano%20em%20despesas%20com%20juros>. Acesso em: 25 out. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Metas de inflação.* Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>. Acesso em: 25 out. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de inflação: junho de 2023.* Brasília: Banco Central do Brasil, 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202306/ri202306p.pdf>. Acesso em: 25 out. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de inflação: junho de 2024.* Brasília: Banco Central do Brasil, 2024d. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202406/ri202406p.pdf>. Acesso em: 25 out. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de inflação: setembro de 2007.* Brasília: Banco Central do Brasil, 2007. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/200709/RELINF200709-ri200709b6p.pdf>. Acesso em: 25 out. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Repasse da taxa Selic para o mercado de crédito bancário. Estudo especial nº 118,* Brasília: Banco Central do Brasil, 2022. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE118_Repasse_da_taxa_Selic_para_o_mercado_de_credito_bancario.pdf. Acesso em: 25 out. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Séries Temporais.* Disponível em: <http://www.bcb.gob.br>. Acesso em: 14 out. 2024.

BARBOSA, N. (2022). 21 anos de meta de resultado primário. *Blog do IBRE.* Rio de Janeiro: FGV, IBRE. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/21-anos-de-meta-de-resultado-primario>. Acesso em: 06 out. 2024.

BARBOSA, N. 21 anos de meta de resultado primário. Blog do Ibre, FGV, 2022. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/21-anos-de-meta-de-resultado-primario>. Acesso em: 16 out. 2024.

BARRO, R. J. Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*, v. 82 (6), 1095-117, 1974.

BARTOLO, A. B. O que é a lei de valorização do salário mínimo e qual o impacto dela na economia. **Valor Econômico**, São Paulo, 29 ago. 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2023/08/29/o-que-e-a-lei-de-valorizacao-do-salario-minimo-e-qual-o-impacto-dela-na-economia.ghtml>. Acesso em: 26 out. 2024.

BASTOS, P.; DECCACHE, D.; ALVES JÚNIOR, A. **O novo regime fiscal restringirá a retomada do desenvolvimento em 2024?**. Nota do CECON, nº 22, Campinas: Instituto de Economia (IE), Unicamp, 2023.

BELLUZO, L. G.; FEIJÓ, C.; FIOCCA, D.; FILHO, F. F.; LIMA, G. T.; PAULANI, L.; LAVINAS, L.; PAULA, L. F.; MARCONI, N. Carta aberta ao Conselho Monetário Nacional. **Folha de São Paulo**, out. 2024.

BLINDER, A. Bancos Centrais: Teoria e Prática. São Paulo: Ed. 34, 1999.

BOLSONARO fez investimento público cair ao menor patamar da história. PT – Partido dos Trabalhadores, 2 ago. 2022. Disponível em: <https://pt.org.br/bolsonaro-fez-investimento-publico-cair-ao-menor-patamar-da-historia/>. Acesso em: 18 out. 2024.

BORGES, B.; RESENDE, C.; PIRES, M. (2023). **Arcabouço Constitucional: modificações recentes e como isso condiciona a nova regra fiscal em preparação pelo Governo Federal.** Observatório de Política Fiscal. IBRE – FGV, mar 2023. Disponível em: <https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/politica-economica/outros/arcabouco-constitucional-modificacoes-recentes-e-como-isso-condiciona-nova>. Acesso em: 04 out. 2024.

BRASIL, 2024b. Carga tributária bruta do Governo Geral cai para 32,44% do PIB em 2023. Ministério da Fazenda, mar. 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2024/marco/carga-tributaria-bruta-do-governo-geral-cai-para-32-44-do-pib-em-2023#:~:text=TRIBUTOS-,Carga%20tribut%C3%A1ria%20bruta%20do%20Governo%20Geral%20cai%20para,4%25%20do%20PIB%20em%202023>. Acesso em: 15 out. 2024.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil.** Brasília (DF): Senado Federal: Centro Gráfico, 1988.
BRASIL. Análise da Arrecadação das Receitas Federais. Brasília: Secretaria da Receita Federal do Brasil, set. 2024g.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Carta aberta sobre controle de inflação. Ofício n. 823/2022-BCB/SECRE, 11 jan. 2022i. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/OFCIO_823_2022_BCB_SECRE_01.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Carta aberta sobre o cumprimento das metas para a inflação de 2022. . Ofício n. 423/2023-BCB/SECRE, 10 jan. 2023j. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2022.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

BRASIL. Congresso Nacional. Projeto de Lei do Congresso Nacional nº 26. Estima a receita e fixa a despesa da União para o exercício financeiro de 2025. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 19 set. 2024f. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=9810106&ts=1728675221799&disposition=inline>. Acesso em: 15 out. 2024.

BRASIL. **Decreto nº 12.079, de 26 de junho de 2024a.** Estabelece nova sistemática de meta para a inflação como diretriz para fixação do regime de política monetária. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/decreto/d12079.htm#:~:text=DECRETO%20N%C2%BA%2012.079%2C%20DE%2026,do%20regime%20de%20pol%C3%ADtica%20monet%C3%A1ria. Acesso em: 14 out. 2024.

BRASIL. **Emenda Constitucional nº 126, de 21 de dezembro de 2022.** Altera a Constituição Federal, para dispor sobre as emendas individuais ao projeto de lei

orçamentária, e o Ato das Disposições Constitucionais Transitórias para excluir despesas dos limites previstos no art. 107; define regras para a transição da Presidência da República aplicáveis à Lei Orçamentária de 2023; e dá outras providências. Brasília (DF), 2022. Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc126.htm. Acesso em: 10 out. 2024.

BRASIL. **Emenda Constitucional no 95**. Altera o Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, para instituir o Novo Regime Fiscal, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 15 de dezembro de 2016.

BRASIL. Lei complementar nº 101. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 4 maio 2000.

BRASIL. **Lei complementar nº 200**. Institui regime fiscal sustentável para garantir a estabilidade macroeconômica do País e criar as condições adequadas ao crescimento socioeconômico, com fundamento no art. 6º da Emenda Constitucional nº 126, de 21 de dezembro de 2022, e no inciso VIII do caput e no parágrafo único do art. 163 da Constituição Federal; e altera a Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal). **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 31 ago. 2023d.

Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp200.htm. Acesso em: 05 out. 2024.

BRASIL. **Lei nº 14.601**. Institui o Programa Bolsa Família; altera a Lei nº 8.742, de 7 de dezembro de 1993 (Lei Orgânica da Assistência Social), a Lei nº 10.820, de 17 de dezembro de 2003, que dispõe sobre a autorização para desconto em folha de pagamento, e a Lei nº 10.779, de 25 de novembro de 2003; e revoga dispositivos das Leis nºs 14.284, de 29 de dezembro de 2021, e 14.342, de 18 de maio de 2022, e a Medida Provisória nº 1.155, de 1º de janeiro de 2023. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 19 jun. 2023a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/114601.htm. Acesso em: 9 out. 2024.

BRASIL. **Lei nº 14.620**. Dispõe sobre o Programa Minha Casa, Minha Vida, altera o Decreto-Lei nº 3.365, de 21 de junho de 1941 (Lei da Desapropriação), a Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, a Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973 (Lei dos Registros Públicos), a Lei nº 6.766, de 19 de dezembro de 1979, a Lei nº 8.036, de 11 de maio de 1990 (Lei do FGTS), a Lei nº 8.677, de 13 de julho de 1993, a Lei nº 9.472, de 16 de julho de 1997, a Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, a Lei nº 10.188, de 12 de fevereiro de 2001, a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), a Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, a Lei nº 11.977, de 7 de julho de 2009, a Lei nº 12.462, de 4 de agosto de 2011, a Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), a Lei nº 13.465, de 11 de julho de 2017, a Lei nº 14.063, de 23 de setembro de 2020, a Lei nº 14.133, de 1º de abril de 2021 (Lei de Licitações e Contratos Administrativos), a Lei nº 14.300, de 6 de janeiro de 2022, e a Lei nº 14.382, de 27 de junho de 2022, e revoga dispositivos da Lei nº 14.118, de 12 de janeiro de 2021. **Diário Oficial da União**, Brasília (DF), 13 jul. 2023e. Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2023-2026/2023/L14620.htm. Acesso em: 19 out. 2024.

BRASIL. **Lei nº 14.791, de 29 de dezembro de 2023c**, anexo IV.

Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração e a execução da Lei Orçamentária de 2024

e dá outras providências. Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/Anexo/LEI14791-Anexos.pdf. Acesso em: 19 out. 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Desenrola encerra beneficiando 15,5 milhões de pessoas e reduzindo inadimplência dos mais vulneráveis. Agência Gov, 21 mai. 2024c. Disponível em: <https://agenciagov.ebc.com.br/noticias/202405/desenrola-brasil-encerra-com-beneficio-a-mais-de-15-milhoes-de-pessoas-e-reducao-da-inadimplencia-entre-a-populacao-mais-vulneravel-do-pais>. Acesso em: 16 out. 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Governo amplia isenção do Imposto de Renda para quem recebe até dois salários mínimos. 6 fev. 2024b. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2024/fevereiro/governo-amplia-isencao-do-imposto-de-renda-para-quem-recebe-ate-dois-salarios-minimos>. Acesso em: 4 out. 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Nova sistemática de meta para a inflação. 26 jun. 2024e. Disponível em: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/canais_atendimento/imprensa/notas-a-imprensa/2024/junho/nova-sistemica-de-meta-para-a-inflacao-1. Acesso em: 18 out. 2024.

BRASIL. Ministério da Saúde. Mais Médicos: 95% das novas vagas são preenchidas por profissionais formados no Brasil. 22 ago. 2024d. Disponível em: <https://www.gov.br/saude/pt-br/assuntos/noticias/2024/agosto/mais-medicos-95-das-novas-vagas-sao-preenchidas-por-profissionais-formados-no-brasil>. Acesso em 14 out. 2024.

BRASIL. Perguntas e Resposta sobre o Novo Arcabouço Fiscal. Assessoria Especial de Comunicação Social. Brasília: Ministério da Fazenda, abr. 2023h. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/abril/confira-o-perguntas-e-respostas-sobre-o-novo-arcabouco-fiscal>. Acesso em: 06 out. 2024.

BRASIL. Presidência da República. Presidente sanciona política de valorização do salário mínimo e nova faixa do IR. 28 ago. 2023f. Disponível em: <https://www.gov.br/planalto/pt-br/acompanhe-o-planalto/noticias/2023/08/presidente-sanciona-politica-de-valorizacao-do-salario-minimo-e-nova-faixa-do-ir>. Acesso em: 16 out. 2024.

BRASIL. Presidência da República. Salário mínimo de 2024 terá ganho real e crescerá três pontos percentuais além dos 3,85% da inflação. 27 dez. 2023g. Disponível em: <https://www.gov.br/planalto/pt-br/acompanhe-o-planalto/noticias/2023/12/salario-minimo-de-2024-tera-ganho-real-e-crescera-3pp-alem-dos-3-85-da-inflacao#:~:text=VALORIZA%C3%87%C3%83O-.Sal%C3%A1rio%20m%C3%ADnimo%20de%202024%20ter%C3%A1%20ganho%20real%20e%20crescer%C3%A1%20tr%C3%AAs,dos%203%2C85%25%20da%20infla%C3%A7%C3%A3o&text=O%20Governo%20Federal%20confirmou%20nesta,novo%20sal%C3%A1rio%20m%C3%ADnimo%20em%202024>. Acesso em: 16 out. 2024.

BRASIL. *Relatório de Acompanhamento Fiscal n. 92: setembro de 2024*. Brasília: Senado Federal, 2024e. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/660075/RAF92_SET2024.pdf?sequence=4&isAllowed=y. Acesso em: 25 out. 2024.

BRASIL. Relatório de avaliação de receitas e despesas primárias: programação orçamentária e financeira de 2024. Brasília: Secretaria de Orçamento Federal, Setembro de 2024f.

BRASIL. Relatório de avaliação do cumprimento das metas fiscais de 2014. Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília. Fevereiro de 2015. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO:27599. Acesso em: 16 out. 2024.

BRASIL. Relatório de avaliação do cumprimento das metas fiscais: 3º quadrimestre de 2023. Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília. Fevereiro de 2024a.

BRASIL. Relatório de avaliação do cumprimento das metas fiscais: exercício de 2012. **Secretaria do Tesouro Nacional**. Brasília. Fevereiro de 2013. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO:27612. Acesso em: 16 out. 2024.

BRASIL. Relatório de avaliação do cumprimento das metas fiscais: 3º quadrimestre de 2023. Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília. Fevereiro de 2024c.

BRASIL. Senado Federal. Projeto de Lei do Senado nº 314, de 2017. Dispõe sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil e sobre instrumentos para condução da política monetária, e dá outras providências. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7179279&ts=1567534116979&disposition=inline>. Acesso em: 01 out. 2024.

CARAM, B; RESENDE, T. Com fila do INSS, governo pedalou R\$ 2,3 bilhões e piorou contas do ano. **Folha de São Paulo**, Brasília, 30 mar. 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/03/com-fila-do-inss-governo-pedalou-r-23-bilhoes-e-piorou-contas-do-ano.shtml>. Acesso em: 23 out. 2024.

CARMO, W. Após IPCA-15 acelerar, Haddad diz que a inflação fechará 2024 dentro da meta. **Carta Capital**, out. 2024. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/economia/apos-ipca-15-acelerar-haddad-diz-que-a-inflacao-fechara-2024-dentro-da-meta/>. Acesso em: 25 out. 2024.

CARNEIRO, L. Política fiscal precisa se harmonizar com a política monetária, diz Mello. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, abr. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2024/04/02/politica-fiscal-precisa-se-harmonizar-com-a-politica-monetaria-diz-mello.ghtml>. Acesso em: 14 out. 2024.

CARVALHO, F. C. (1995). The independence of Central Banks: a critical assessment of the arguments. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 2, Winter 1995-96

CARVALHO, F. C. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 25, n. 4, out-dez, 2005: 323-336.

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

CARVALHO, F. J. C. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25, set. 2008.

CARVALHO, L. M.; DOS SANTOS, C. H. M. Desempenho do PIB no segundo trimestre de 2024. Carta de Conjuntura, nº 64, nota de conjuntura 11, Brasília: IPEA, set. 2024.

CASALINO, V.; PAULANI, L. Constituição e Independência do Banco Central. *Revista Direito e Práxis*, Rio de Janeiro, vol. 9, nº 2, 2018.

CAVALCANTI, M. A. F. H.; FERREIRA, S. F.; MARTINS, F. S.; NOBREGA, W. C. L. Panorama Fiscal: destaques de 2023 e perspectivas. Carta de Conjuntura, nº 62, nota 5, 1º trimestre, 2024.

CEBRAP. Relatório do Observatório Brasileiro das Desigualdades. São Paulo: Centro Brasileiro de Análise e Planejamento (Cebap), 2024. Disponível em: https://combateasdesigualdades.org/wp-content/uploads/2024/09/RELATORIO_2024_v3-1.pdf. Acesso em: 19 out. 2024.

CUKIERMAN, A.; NEYAPTI, B.; WEBB, S. B. (1992). Measuring the Independence of Central Banks and its effects on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, V.6(3), set. 1992.

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

DAVIG, T.; LEEPER, E.M. (2009). *Monetary-Fiscal Policy Interactions*. CAEPR Working Paper No. 010-2009. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1456355>.

DE PAULA, L. F.; MACHADO, P. L.; CANNONE, H. (2023). Nationalism, Economic Liberalism, and Populism in the Bolsonaro Government. *Latin American Perspectives*, 50(5), 82-99. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/0094582X231206365>. Acesso em: 23 out. 2024.

DECOMPOSIÇÃO do pagamento de juros nominais líquidos no Brasil. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2024. 8 p. (Estudos especiais do BNDES; 29). Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/25245>. Acesso em: 17 out. 2024.

DUTT, A. ROS, J. *Contractionary effects of stabilization and long run growth*. Initiative for Policy Dialogue Working Paper, May, 2003.

DWECK, E. Por que é imprescindível revogar o teto de gastos? In: DWECK, E.; ROSSI, G.; OLIVEIRA, A-L. M. (Org.). *Economia pós-pandemia: desmontando os mitos da austeridade fiscal e construindo um novo paradigma econômico no Brasil*. 1. ed. São Paulo: Autonomia Literária, 2020. v. 1. p. 83-97.

EGGERTSSON, G.B. *Fiscal Multipliers and Policy Coordination*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 241, 2006, New York: Federal Reserve Bank of New York.

EM 2023, Brasil bate recorde de pessoas com trabalho e com carteira assinada. Agência Gov, 2024. Disponível em: <https://agenciagov.ebc.com.br/noticias/202406/em-2023-brasil-bate-recorde-de-pessoas-com-trabalho-e-com-carteira-assinada>. Acesso em: 20 out. 2024.

FEIJÓ, C.; ARAÚJO, E. C.; BRESSER-PEREIRA, L. C. Política monetária no Brasil em tempos de pandemia. *Brazilian Journal of Political Economy* 42 (1), pp. 150-171, jan 2022.

FERRARI FILHO, F.; BITTES TERRA, F. H. THE POLITICAL ECONOMY OF BOLSONARO'S GOVERNMENT (2019-2022) AND LULA DA SILVA'S THIRD TERM (2023-2026). *Investigación Económica*, [S. l.], v. 82, n. 324, p. 27–50, 2023. DOI: 10.22201/fe.01851667p.2023.324.84246. Disponível em: <https://www.revistas.unam.mx/index.php/rie/article/view/84246>. Acesso em: 21 out. 2024.

FERRARI, H. Brasil termina 2023 com o 2º maior juro real do mundo. **Poder 360**, 13 dez. 2023. Disponível em: <https://www.poder360.com.br/economia/brasil-termina-2023-com-o-2o-maior-juro-real-do-mundo/>. Acesso em: 17 out. 2024.

FERRARI-FILHO, F.; CONCEIÇÃO, O. A. C. The Concept of Uncertainty in Post Keynesian Theory and in Institutional Economics. *Journal of Economic Issues*, vol. 19, nº 3, set. 2005.

FERREIRA, I. Segurança alimentar nos domicílios brasileiros volta a crescer em 2023. IBGE, abr. 2024. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/39838-seguranca-alimentar-nos-domicilios-brasileiros-volta-a-crescer-em-2023>. Acesso em: 19 out. 2024.

FLOR, A. Governo deve fechar reforma tributária sobre a renda no 2º semestre, diz Haddad. **G1**, 27 jul. 2024. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/blog/ana-flor/post/2024/07/25/governo-deve-fechar-texto-da-reforma-do-imposto-de-renda-no-segundo-semester-diz-haddad.ghtml>. Acesso em: 19 out. 2024.

FLOW. Entrevistados: André Roncaglia e Gustavo Gaiofatto. Entrevistadores: Igor Rodrigues Coelho e Elias Jabbour. Flow Podcast, nº 172, 2023. Podcast. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=urLPkwmNqM&t=11236s&ab_channel=FlowPodcast. Acesso em: 12 mar 2023.

FORDER, J. Central bank independence: reassessing the measurements. *Journal of Economic Issues*, v. XXXIII, n. 1, Mar. 1999.

FREITAS, M. C. P. Banco Central Independente e coordenação das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 15, n. 2 (27), p. 269-293, ago 2006.

FRIEDMAN, M. *A Program for Monetary Stability*. New York: Fordham University Press, 1960.

FRIEDMAN, M. Should there be an independent monetary authority? In: *The essence of Friedman*. Stanford, Hoover Institution Press, 1987.

FRIEDMAN, M. *The Role of Monetary Policy*. *American Economic Review*, mar. 1968.

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

GOMES, I. B. S. A Aplicabilidade da MMT ao Caso Brasileiro: uma análise de 2000 a 2019. *Revista Cadernos de Finanças Públicas*, Brasília, vol. 02, p. 1-69, 2022.

Disponível em:

<https://publicacoes.tesouro.gov.br/index.php/cadernos/article/view/183/201>. Acesso em: 4 out. 2024.

GOMES, I. B. S.; MARTINS, N. M. MMT, monetary sovereignty and fiscal policy space in Brazil (1999-2019). *Cuadernos de Economía*, 42(88), 1-22, jan. 2023. DOI: <https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v42n88.102926>

GOODFRIEND, M.; KING, R. G. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. In: BERNANKE, B.; ROTEMBERG, J. *NBER Macroeconomics Annual*. The MIT Press, Jun. 1997.

HALUSKA, G. (2023). A economia brasileira no século XXI: uma análise a partir do modelo do Supermultiplicador Sraffiano. *Economia e Sociedade*, 32, 297-332.

HALUSKA, G.; SUMMA, R.; SERRANO, F. (2024). The bridge to stagnation: government expenditure cap, reforms and the fall in the business investment share in Brazil (2015-2022). Disponível em:

<https://www.ie.ufrj.br/images/IE/EVENTO%20IE/2024/CICLO/10/Estagnacao%20Serrano%20Summa%20out%202024.pdf>. Acesso em: 19 out. 2024.

HEIN, E.; STOCKHAMMER, E. Macroeconomic Policy Mix, Employment and Inflation in a Post-Keynesian Alternative to the New Consensus Model. *Review of Political Economy*, vol. 22, nº 3, jul. 2010, 317-54.

HERÉDIA, T. Juro real neutro está mais alto, diz economista. *CNN*, 18 set. 2024.

Disponível em: [https://www.cnnbrasil.com.br/blogs/thais-](https://www.cnnbrasil.com.br/blogs/thais-heredia/economia/macroeconomia/juro-real-neutro-esta-mais-alto-diz-economista/)

[heredia/economia/macroeconomia/juro-real-neutro-esta-mais-alto-diz-economista/](https://www.cnnbrasil.com.br/blogs/thais-heredia/economia/macroeconomia/juro-real-neutro-esta-mais-alto-diz-economista/).

Acesso em: 17 out. 2024.

IPCA foi de 0,44% em setembro. Agência IBGE, out. 2024. Disponível em:

<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/41536-ipca-foi-de-0-44-em-setembro>. Acesso em: 14 out. 2024.

IVO, M. C. M. Inconstitucionalidade da Lei 179/2021 e o Debate sobre a Autonomia do Banco Central do Brasil. Monografia de graduação (Bacharel em Direito), Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2022, 67p.

JÚNIOR, J. Sancionada lei para reduzir filas do INSS e reajusta salário de policiais.

Brasília: Câmara do Deputados, 16 nov. 2023. Disponível em:

<https://www.camara.leg.br/noticias/1016956-sancionada-lei-para-reduzir-filas-do-inss-e-reajustar-salario-de-policiais/>. Acesso em: 17 out. 2024.

KEYNES, J. After The General Theory. In E. JOHNSON & D. MOGGIDGE (Eds.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume 13*. Royal Economic Society, 1978.

KONCHINSKI, V. Governo estuda taxar milionários para isentar quem ganha até R\$ 5 mil de IR. Curitiba: **Brasil de Fato**, 10 out. 2024. Disponível em : <https://www.brasildefato.com.br/2024/10/10/governo-estuda-taxar-milionarios-para-isentar-quem-ganha-ate-r-5-mil-de-ir>. Acesso em : 24 out. 2024.

KUMHOF, M. A critical view of inflation targeting: crises, limited sustainability and aggregate shocks. Central Bank of Chile, Working Papers, n. 127, 2001.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economic*, 85 (3), 1977.

LARA, F. M.; BASTOS, C. P.; HALUSKA, G.; PAIM, B.; FERRAZ, F. As Perspectivas da Economia em 2024 e o Novo Arcabouço Fiscal. 1. ed. Rio de Janeiro: Centro Internacional Celso Furtado, 2023

LAURENS, B.; LA PIEDRA, E. G. *Coordination of Monetary and Fiscal Policy*. International Monetary Fund. Working paper 25, 1998.

LAVOIE, M. *The new consensus on monetary policy seen from a post-Keynesian perspective*. In: Lavoie, Marc and Mario Seccareccia (eds) *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*. Northampton, MA: Edward Elgar, 2004.

LEI retoma a política de valorização do salário mínimo e reajusta tabela do IRPF. **Senado Notícias**, 29 ago. 2023. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2023/08/29/lei-retoma-a-politica-de-valorizacao-do-salario-minimo-e-reajusta-tabela-do-irpf>. Acesso em: 28 out. 2024.

LIBÂNIO, G. A. A note on inflation targeting and economic growth in Brazil. *Revista de Economia Política*, 2010.

LIMA, B.; GERBELLI, L. G. Como a economia brasileira se comportou no primeiro ano do governo Lula? Veja em 5 gráficos. **Estadão**, São Paulo, dez. 2023. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/economia/economia-brasileira-primeiro-ano-governo-lula-5-graficos/>. Acesso em: 20 out. 2024.

LIMA, B.; TRISOTTO, F. ‘Remédio para combater a inflação é a redução dos juros, por incrível que pareça’, diz Haddad. **Estadão**, Brasília, dez. 2023. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/economia/haddad-remedio-inflacao-juros/>. Acesso em: 20 out. 2024.

LINDEMANN, L.; SCHABERT, A. Fiscal Policy in the New Neoclassical Synthesis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 35(6), Part 1, 911–929, 2003.

LOPREATO, F. L. C. *Milton Friedman e a efetividade da política fiscal*. Texto para Discussão. Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. Campinas, nº 209, ago. 2012

LOPREATO, F. L. C. O papel da política fiscal: um exame da visão convencional. Campinas: IE/Unicamp, Texto para Discussão, n. 119, fev. 2006.

MACHADO, A. P. Autonomia do Banco Central: um buraco negro na economia. **Consultor Jurídico**, ago. 2024. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2024-ago-12/autonomia-do-banco-central-um-buraco-negro-na-economia/>. Acesso em: 13 out. 2024.

MARCONI, N. A economia brasileira crescerá de forma sustentada? Rio de Janeiro: *Conjuntura Econômica*, vol. 78, nº 01, FGV IBRE, jan 2024. Disponível em: https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2024-01/conjuntura_economica_202401baixa.pdf. Acesso em: 20 out. 2024.

MARQUETTI, A.; MIEBACH, A.; MORRONE, H. (2023). Back in Power: Prospects and Limits of Lula's Government. *Investigación Económica*, 82(324), 3-26.

MARTELLO, A. Despesas com juros no Orçamento de 2023 superaram Saúde, Educação e Assistência Social juntos, diz governo. **G1**, Brasília, fev. 2024. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2024/02/18/despesas-com-juros-no-orcamento-de-2023-superaram-saude-educacao-e-assistencia-social-juntos-diz-governo.ghtml>. Acesso em: 14 out. 2024.

MARTELLO, A. Inflação bate no teto da meta de 4,5% no acumulado até julho; e agora? **G1**, Brasília, ago. 2024. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2024/08/20/inflacao-bate-no-teto-da-meta-de-45percent-no-acumulado-ate-julho-e-agora.ghtml>. Acesso em: 18 out. 2024.

MARTINS, A. Brasil tem 2º maior juro real do mundo após alta da Selic; veja ranking. **Exame**, 18 set. 2024. Disponível em: <https://exame.com/economia/brasil-tem-2o-maior-juro-real-do-mundo-apos-alta-da-selic-veja-ranking/>. Acesso em: 17 out. 2024.

MÁXIMO, W. Presidente Lula sanciona lei para reduzir filas do INSS. **Agência Brasil**, Brasília, 15 nov. 2023. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/politica/noticia/2023-11/presidente-lula-sanciona-lei-para-reduzir-filas-do-inss>. Acesso em: 17 out. 2024

MENDES, A.; MIYAMOTO, W.; NGUYEN, T. L.; PENNINGS, S.; FELER, L. The Macroeconomic Impact of Cash Transfers in Brazil. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, set. 2024a. Disponível em: <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2024/09/macroeconomic-impact-of-cash-transfers-in-brazil/>. Acesso em: 04 out. 2024.

MENDES, A.; MIYAMOTO, W.; NGUYEN, T. L.; PENNINGS, S.; FELER, L. The Macroeconomic Effects of Cash Transfers: Evidence from Brazil. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper* 2024-02. Disponível em: <https://doi.org/10.24148/wp2024-02>. Acesso em: 04 out. 2024b.

MENDONÇA, H. F. A mensuração do grau de independência do Banco Central: uma análise de suas fragilidades. *Análise Econômica*, Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS, Ano19, n. 36, p. 47-67, set. 2001.

MENDONÇA, H. F. A teoria da independência do Banco Central: uma interpretação crítica. *Estudos Econômicos*, Instituto de Pesquisas Econômicas – USP, São Paulo, v. 30, n. 1, 101-127, 2000.

MENDONÇA, H. F.. Independência do Banco Central e Coordenação de políticas: vantagens e desvantagens de duas estruturas para estabilização. *Revista de Economia Política*, vol. 23, n. 1 (89). Jan- Mar, 2003.

MINSKY, H. *Can “It” Happen Again?* Routledge Classics, Essays on Stability and Finance, 2016.

MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MISHKIN, F. S. *Monetary policy strategy: lessons for the crisis*. NBER Working Paper, n. 16755, fev. 2011.

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

MONTEIRO, R.; NINIO, M. Haddad diz não considerar a possibilidade de Campos Neto sair do Banco Central antes do fim do mandato. **O Globo**, Brasília e Xangai, 13 de abr. de 2023. Disponível em:

<https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2023/04/haddad-diz-nao-considerar-a-possibilidade-de-campos-neto-sair-do-banco-central-antes-do-fim-do-mandato.ghml>.

Acesso em: 12 de jun. de 2023.

MOURA, B. F. Renda dos 10% mais ricos é 14,4 vezes superior à dos 40% mais pobres. **Agência Brasil**, Rio de Janeiro, abr. 2024. Disponível em:

<https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2024-04/renda-dos-10-mais-ricos-e-144-vezes-superior-dos-40-mais-pobres#:~:text=%C3%8Dndice%20de%20Gini&text=O%20indicador%20de%202023%20ficou,em%202018%2C%20quando%20alcan%C3%A7ou%200%2C545>.

Acesso em: 19 out. 2024.

MUGNATTO, S. Proposta orçamentária para 2025 tem R\$168 bilhões em receitas extras. Câmara dos Deputados, 2024. Disponível em:

<https://www.camara.leg.br/noticias/1093364-proposta-orcamentaria-para-2025-tem-r-168-bilhoes-em-receitas-extras/#:~:text=Para%202025%2C%20o%20PLOA%20reservou,da%20Defesa%20e%20da%20Educa%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em: 15 out. 2024.

NAKAMURA, J. O que é a taxa de juros neutra e por que é tão alta no Brasil? **CNN**, São Paulo, 5 set. 2024. Disponível em:

<https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/o-que-e-a-taxa-de-juros-de-equilibrio-e-por-que-no-brasil-e-tao-alta/>. Acesso em: 17 out. 2024.

NOGUEIRA, E. Considerações sobre o nível mínimo de despesas discricionárias necessárias ao funcionamento da administração pública federal. Relatório de Acompanhamento Fiscal, jul. 2024.

ORÇAMENTO SEM SEGREDO: Entre o Fiscal e o Monetário. Entrevistada: Julia Braga. Entrevistador: Fausto Oliveira. Assecor, 10 mai. 2023. Podcast. Disponível em: <https://open.spotify.com/episode/0tBRlvTkltc8s7YqqI80eX?si=6536a1754a774291>. Acesso em: 9 jun. 2023.

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

PEC da Transição: entenda o “puxadinho” de R\$ 229 bi na proposta de Lula ao Congresso. **Exame**, 8 nov. 2022. Disponível em: <https://exame.com/economia/pec-da-transicao-entenda-o-puxadinho-de-r-229-bi-na-proposta-de-lula-ao-congresso/>. Acesso em: 18 out. 2024.

PESTANA, M.; ANDRADE, A.; PINTO, V. Os resultados de 2023, o novo ano e os desafios da política fiscal. Relatório de Acompanhamento Fiscal, nº 84, jan. 2024.

PIB cresce 2,9% em 2023 e fecha o ano em R\$10,9 trilhões. **Agência IBGE**, mar. 2024. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/39303-pib-cresce-2-9-em-2023-e-fecha-o-ano-em-r-10-9-trilhoes>. Acesso em: 19 out. 2024.

PINTO, E. G. Balanço do primeiro ano da autonomia do Banco Central na LC 179/2021. **Consultor Jurídico**, fev. 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-fev-22/contas-vista-balanco-primeiro-ano-autonomia-banco-central-lc-1792021/>. Acesso em: 8 out. 2024.

PINTO, V.; ANDRADE, A. Os fatores condicionantes da Dívida Bruta do Governo Geral. Comentários da IFI, nº 19, jun. 2023.

PIZA, E. C.; DIAS, J. Novo Consenso Macroeconômico e Política Monetária no Brasil: uma avaliação empírica. Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia 164, ANPEC – Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia, 2006.

QUEDA relevante de juros futuros abre espaço para corte da Selic à frente, diz Campos Neto. **G1 Economia**, 2023. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/06/12/queda-relevante-de-juros-futuros-abre-espaco-para-corte-da-selic-a-frente-diz-campos-neto.ghtml>. Acesso em: 12 de jun. de 2023.

RELATÓRIO de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias reforça compromisso do governo com a meta fiscal de 2024. **Agência Brasil**, Brasília, 19 set. 2024. Disponível em: <https://agenciagov.ebc.com.br/noticias/202409/relatorio-de-avaliacao-de-receitas-e-despesas-primarias-reforca-compromisso-do-governo-com-a-meta-fiscal-de-2024>. Acesso em: 25 out. 2024.

REZENDE, V.; OSKABE, M. Reforma do IR tem de ser fiscalmente neutra, diz Haddad. **Valor Econômico**, São Paulo, out. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2024/10/14/reforma-do-ir-tem-de-ser-fiscalmente-neutra-diz-haddad.ghtml>. Acesso em: 15 out. 2024.

ROCA, G. Para Brasil ter juros mais baixos de maneira duradoura, é preciso um choque fiscal, diz Campos Neto. **Valor Econômico**, São Paulo, out. 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/10/21/para-brasil-ter-juros-mais-baixos-de-maneira-duradoura-e-preciso-um-choque-na-parte-fiscal-diz-campos-neto.ghtml>. Acesso em: 21 out. 2024.

ROCHON, L.; ROSSI, S. The relationship between inflation and unemployment: a critique of Friedman and Phelps. *Review of Keynesian Economics*, vol. 6, nº4, p. 533-544, 2018.

SABOIA, J.; HALLAK NETO, J. Salário mínimo e distribuição de renda no Brasil a partir dos anos 2000. *Economia E Sociedade*, 27(1), 265–285, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2017v27n1art9>. Acesso em: 23 out. 2024.

SALÁRIO mínimo definido para 2022 não repõe a inflação de 2021. **Exame**, 31 dez. 2021. Disponível em: <https://exame.com/economia/salario-minimo-definido-para-2022-nao-repoe-a-inflacao-de-2021/>. Acesso em: 16 out. 2024.

SALVADOR, E. O arcabouço fiscal e as implicações no financiamento das políticas sociais. Vitória, v.16, n. 1, p.6-19, jan./abr. 2024.

SARGENT, T. WALLACE, N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. District Conditions (p.18) Federal Reserve Bank of Minneapolis. *Quarterly Review* vol. 5, nº 3, 1981.

SAWYER, M. C. *The Challenge of Radical Political Economy: An Introduction to the Alternatives to Neo-classical Economics*, Hemel Hempstead, Herts.: Harvester Wheatsheaf, 1989.

ŠEHOVIĆ, D. General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 3, pp. 5-27, 2013.

SERRANO, F. Long Period Effective Demand and the Sraffian Supermultiplier. *Contributions to Political Economy*, Volume 14, Issue 1, 1995, Pages 67–90, <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.cpe.a035642>

SERRANO, F.; FREITAS, F. The Sraffian supermultiplier as an alternative closure for heterodox growth theory. *European Journal of Economics and Economic Policies*, 14(1), pp. 70-91, 2017.

SERRANO, F; BRAGA, J. Notes on a Fiscal Policy Strategy for Growth. Naples: 34th Annual EAEPE Conference, 2022.

SETTERFIELD, M. Is inflation targeting compatible with Post Keynesian economics? *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28. Nº 4, 2006.

- SICSÚ, J. Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta póskeynesiana. *Revista Análise Econômica*, ano 21, nº 39, pp. 115-136, 2003.
- SICSÚ, J. Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 1 (85), jan./mar. 2002.
- SICSÚ, J. Uma Crítica à Tese da Independência do Banco Central. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia. Texto para Discussão nº 368. 1996.
- SOUZA, P. H. G. F.; OSORIO, R. G.; PAIVA, L. H.; SOARES, S. Os Efeitos do Programa Bolsa Família sobre a Pobreza e a Desigualdade: um balanço dos primeiros quinze anos. Texto para discussão 2499. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Rio de Janeiro: IPEA, 2019.
- SUMMA, R. A economia política da inflação brasileira. *Phenomenal World*, 8 ago. 2024. Disponível em: <https://www.phenomenalworld.org/pt-br/analises/a-economia-politica-da-inflacao-brasileira/>. Acesso em: 29 set. 2024.
- TAVARES, J. M. H. O gasto é pouco e os desafios são muitos: uma análise do novo arcabouço fiscal e o déficit zero. *Jornal dos Economistas*. Rio de Janeiro: CORECON-RJ, fev. 2024.
- TAYLOR, J. B. A core of practical macroeconomics. *The American Economic Review*, v. 87, n. 2, p. 233-235, maio 1997.
- TAYLOR, J. B. *Discretion versus policy rules in practice*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, p. 195-214. North-Holland Publishing Company, 1993.
- TAYLOR, J. B. *Five things we know for sure*. Hoover Digest, nº 3, 1998.
- TAYLOR, J. B. Teaching modern macroeconomics at the principles level. *American Economic Review*, v. 90, n. 2, maio 2000.
- TEIXEIRA, A. M.; MISSIO, F. J. O “novo” consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa. *Economia e Sociedade, Campinas*, v. 20, n. 2 (42), agosto 2011, p. 273-297.
- TETO de gastos foi 'furado' cinco vezes no governo Bolsonaro; veja a lista. **G1**, 4 nov. 2022. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2022/11/04/teto-de-gastos-foi-furado-cinco-vezes-no-governo-bolsonaro-veja-a-lista.ghtml>. Acesso em: 25 out. 2024.
- TOBIN, J. *Policies for prosperity*. Sussex, Wheatsheaf Books, 1987.
- VERDÉLIO, A. Arrecadação federal bater recorde de R\$ 203,17 bilhões em setembro. **Agência Brasil**, Brasília, out. 2024. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2024-10/arrecadacao-federal-bate-recorde-de-r-20317-bilhoes-em-setembro>. Acesso em: 26 out. 2024.
- VERDÉLIO, A. Estimativas do mercado para inflação e PIB permanecem estáveis. **Agência Brasil**, Brasília, set. 2024. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2024-09/estimativas-do-mercado->

[para-inflacao-e-pib-permanecem-estaveis#:~:text=A%20estimativa%20para%202024%20est%C3%A1,para%20cima%20ou%20para%20baixo](#). Acesso em: 18 out. 2024.

VILELLA, C. Considerações Acerca da Força Financeira de Banco Central Soberano: Desmistificando a relação entre Tesouro e Banco Central e o Canal das Expectativas. In: *XXV Encontro Nacional de Economia Política*, 2020, Salvador.

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

VITÓRIA, R. Política fiscal e monetária em choque. **Valor Econômico**. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/politicas-fiscal-e-monetaria-em-choque.ghml>. Acesso em: 15 out. 2024.

WRAY, R. *A Post-Keynesian View of Central Bank Independence, Policy Targets, and the Rules-versus-Discretion Debate*, The Levy Economic Institute, Working Paper 510, 2007.