



NOTA DE POLÍTICA ECONÔMICA

GESP

**Grupo de Economia
do Setor Público**

**Instituto de Economia
Universidade Federal do Rio de Janeiro**

**Kaio Pimentel
Norberto M. Martins**

MAIO 2020

**FINANCIAMENTO DO GASTO
PÚBLICO, CONTROLE DA(S)
TAXA(S) DE JUROS E A
DÍVIDA PÚBLICA**



Financiamento do gasto público, controle da(s) taxa(s) de juros e a dívida pública¹

Kaio Pimentel
Norberto M. Martins

Introdução

A execução de uma política fiscal que vise a preservar ou ampliar o emprego e a produção esbarra em obstáculos, segundo alguns economistas. Existiria uma impossibilidade de que o governo consiga os recursos necessários para financiar um aumento dos gastos ou dos déficits públicos. E, mesmo que conseguisse acessar os recursos necessários, dissemina-se frequentemente o receio de que tal política levaria a uma catástrofe. Há tempos que as frases “O governo está quebrado”, “A taxa de juros vai disparar se o governo se endividar mais” e “A inflação vai disparar!” fazem parte do nosso dia a dia. Na esteira desse diagnóstico construímos um conjunto de regras fiscais que constroem o crescimento do gasto público ao longo das últimas décadas.

Com a pandemia, diversos economistas deixaram seus “receios” de lado. Alguns passaram a sugerir, inclusive, o financiamento monetário do déficit público como uma alternativa ao financiamento tradicional, com pagamentos efetuados pelo Tesouro, para viabilizar as medidas de combate ao coronavírus. O financiamento monetário poderia ocorrer de duas formas distintas. O Banco Central do Brasil (BCB) poderia efetuar diretamente os pagamentos ou, alternativamente, poderia repassar recursos ao Tesouro para que assim o fizesse. Atualmente, esta última possibilidade é vedada pela Constituição brasileira, de modo que seria necessária uma emenda constitucional para autorizá-la.

¹ Os autores agradecem aos comentários e sugestões de Bráulio Cerqueira, Caio Vilella, Eduardo Rawet, Esther Dweck, Fernando Ligiero, Júlia Braga e Renata Lins, sem implicá-los.



Nas últimas semanas, houve um intenso debate público sobre essas questões. Nesta nota buscamos organizar as discussões sobre o tema, tratando dos aspectos operacionais que regulam o financiamento do governo em países que emitem sua própria moeda e analisamos brevemente a relação entre o gasto público, seu financiamento e as taxas de inflação e de juros. Os detalhes institucionais que regulam o modo como os governos podem financiar seus gastos variam significativamente entre os países; neste trabalho tomamos como referência o caso brasileiro.

O orçamento do governo

Como ponto de partida expressamos a identidade que descreve o orçamento do governo em um dado período de tempo (fluxos):

$$G + F + i \cdot D_{t-1} \equiv T + \Delta D + \Delta H$$

Do lado esquerdo, temos as despesas do governo (usos): G são os gastos do governo, F as transferências e subsídios ao setor privado e $i \cdot D_{t-1}$ o pagamento de juros sobre a dívida pública, que também é uma transferência ao setor privado. Do lado direito, temos as diferentes fontes de recursos utilizadas pelo governo: T é a receita tributária, ΔD a variação da dívida pública e ΔH a variação da base monetária.

A dívida pública bruta do governo geral corresponde ao estoque de títulos públicos federais emitidos pelo Tesouro Nacional, em mãos do setor privado e do setor público financeiro, ao passo que a base monetária corresponde às cédulas e moedas em circulação e aos recursos da conta Reservas Bancárias, mantida pelos bancos junto ao BCB. Ambas são variáveis de estoque e é a variação desses estoques que é levada em consideração como fonte de recursos no orçamento público.

É fundamental ressaltar que a identidade expressa é um mero registro contábil dos fluxos de entradas e saídas de recursos no orçamento do governo (respectivamente, recursos e usos). Ela demonstra que uma mudança no lado da despesa deve equivaler a uma mudança no lado das fontes de financiamento. Portanto, se há um aumento nos gastos em dado período, é necessário que haja também um aumento nos impostos, nos estoques de dívida pública ou de moeda, ou uma combinação dessas três fontes de recursos.



Uma vez que a variação da base monetária é uma das fontes de recursos do governo, torna-se possível que o aumento do gasto público preceda temporalmente a maior arrecadação de impostos ou a venda de títulos públicos. Isso, contudo, dependerá dos arranjos institucionais vigentes em cada país e de como o gasto público opera na prática.

Como opera o gasto do governo central no Brasil

Na prática, como o governo gasta? A operacionalização dos gastos ocorre nos balanços do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil (BCB), refletindo sua função de agente financeiro do primeiro. Quando o governo decide fazer qualquer pagamento, realiza-se uma transferência no balanço do BCB: debita-se a chamada Conta Única do Tesouro no BCB e credita-se a conta Reservas Bancárias da instituição financeira que está recebendo o pagamento do governo.

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

A conta Reservas Bancárias, por sua vez, é mantida pelos bancos no BCB para realizar transações entre si, em nome próprio ou de terceiros, e entre eles e a própria autoridade monetária. Qualquer transação que ocorra no sistema bancário passa necessariamente por essa conta. Ela representa, em determinado ponto do tempo, o estoque de recursos financeiros do sistema bancário depositados no BCB.

Tanto a Conta Única do Tesouro como a conta Reservas Bancárias são passivos do BCB. Quando o governo gasta, ele promove uma realocação de recursos dentro do passivo da autoridade monetária: eles saem da Conta Única e entram na conta Reservas Bancárias (respectivamente, diminuem o passivo não monetário e aumentam o passivo monetário do BCB). Já quando o setor privado paga impostos ao governo ou compra títulos do Tesouro, há um movimento contrário: credita-se o saldo da Conta Única do Tesouro e debita-se a conta Reservas Bancárias da instituição de quem está pagando ao governo (respectivamente, aumenta-se o passivo não monetário e reduz-se o passivo monetário do BCB).



Nota-se que o momento das despesas e do recolhimento de impostos ou da venda de títulos públicos nem sempre coincide. Dessa forma, sempre que há diferenças entre gastos e as receitas do governo, o saldo da Conta Única é afetado. Da mesma forma, a base monetária é afetada, por meio da conta Reservas Bancárias mantida pelos bancos brasileiros no BCB.

Os efeitos do “financiamento monetário” dos gastos

Vimos acima que quando o governo realiza um gasto por meio da redução do saldo da Conta Única, ou seja, antes de receber impostos ou vender títulos de dívida pública, ele aumenta a base monetária. Em outras palavras, ele injeta moeda nova na economia, tendo o mesmo efeito prático de uma emissão primária de moeda. Assim, se o BCB fizesse os pagamentos diretamente ou transferisse os recursos para o Tesouro fazê-lo, como está sendo proposto no atual debate público brasileiro, os efeitos sobre o endividamento seriam similares conforme veremos abaixo.

Sempre que nova moeda é injetada na economia, o setor privado precisa decidir o que fazer com o aumento da base monetária (Reservas Bancárias). Os agentes não-bancários vão utilizar esses recursos para levar a cabo seus próprios planos de gastos, entesourar ou adquirir novos ativos. Em qualquer um desses casos, os recursos, em geral, acabam por voltar a circular dentro do sistema bancário e retornar ao balanço do BCBiv.

Os agentes bancários se deparam com situação similar, porém com algumas particularidades. Primeiro, são obrigados a cumprir os chamados recolhimentos compulsórios e a manter moeda numa conta específica, de igual nome, no BCBv. Segundo, participam diretamente dos mercados de títulos públicos, seja em nome próprio ou em nome de clientes, e do chamado mercado interbancário^{vi}. Neste ponto, é preciso enfatizar que a base monetária é um passivo do BCB que, no atual arranjo institucional de política monetária, não paga juros nominais positivos. Por isso, de posse de um maior montante de reservas, os bancos geralmente procuram rentabilizá-lo de alguma forma.

Nesse processo, os bancos podem emprestar uns para os outros os recursos adicionais ou adquirir diretamente títulos públicos – ou mesmo privados –, a depender da estratégia de cada um. No primeiro caso, a troca de recursos entre os bancos ocorre por meio de operações lastreadas em títulos públicos federais, em geral, de curtíssimo prazo, as chamadas operações compromissadas^{vii}. Neste último caso, quando há um aumento da base monetária, com tudo mais constante, os bancos passam a ter mais



recursos disponíveis para ofertar a seus pares. Isso reduz a recompensa necessária por abrir mão desses recursos, isto é, pressiona para baixo a taxa de juros pactuada nessas operações.

Do ponto de vista agregado, se a base monetária aumentou, tudo o mais constante, a possibilidade de empréstimo de um banco para o outro, ou a compra de títulos privados, não resolve o fato de que há aumento das reservas não remuneradas no sistema. Do ponto de vista do mercado privado interno, um agente compra, outro vende, de modo que a elevação da base monetária continua sem remuneração. É este o fato que cria a pressão baixista neste mercado, o que só não ocorre caso existam outros fatores que gerem maior demanda por base do setor privado agregado – o “tudo mais” deixa de ser constante.

No atual arranjo de política monetária, o BCB é responsável por controlar a taxa de juros nesse mercado de compromissadas com títulos públicos federais. Se não há mudanças na meta de taxa de juros – a taxa Selic – a pressão baixista criada pela maior base monetária o obriga a agir, conforme descreveremos a seguir.

O nexos fiscal-monetário^{viii}

A partir da descrição acima, vimos que a política fiscal está diretamente relacionada com a política monetária. Quando a base monetária aumenta por causa de um déficit público, tudo o mais constante, a riqueza líquida privada aumenta na mesma medida. Cria-se, assim, uma base objetiva para que haja uma maior demanda privada por outros ativos, como operações compromissadas e títulos públicos. Detalharemos esses dois casos adiante.

No primeiro caso, os bancos pactuam compras (vendas) de títulos públicos com acordo de revenda (recompra) após um determinado prazo. Para “enxugar” os novos recursos e manter a taxa Selic inalterada, o BCB atua principalmente vendendo títulos públicos com o compromisso de recomprá-los, em geral, após 1 dia, retendo a moeda obtida em seu balanço. A operação gera assim, uma mudança no passivo – debita-se os depósitos de instituições financeiras e credita-se o saldo de operações compromissadas (compromisso de recompra) –, e uma mudança no ativo – debita-se a rubrica títulos públicos federais e credita-se o caixa (moeda), do BCB.

No segundo caso, os agentes do setor privado compram títulos do Tesouro de forma definitiva, isto é, sem nenhum compromisso posterior. Aqui, o dinheiro obtido pelo Tesouro com a venda dos títulos (no mercado primário) será direcionado para a



Conta Única. Elas irão alterar somente o lado do passivo do BCB, que opera como agente financeiro do Tesouro nessas operações. Haverá um débito no saldo dos Depósitos de Instituições Financeiras e um crédito no saldo da Conta Única do Tesouro.

Em ambos os casos, as operações geram uma redução da base monetária, representada pela rubrica Depósitos de Instituições Financeiras. A contrapartida é o aumento dos títulos públicos federais detidos pelo setor privado, o que representa uma ampliação da dívida bruta do governo geralxi. É possível que haja uma discrepância no custo das duas opções de financiamento do gasto, uma vez que a taxa que remunera as operações compromissadas (taxa Selic) pode divergir – e, em geral, diverge – da taxa que remunera a dívida pública em geralxii. Entretanto, como veremos mais abaixo, isso dependerá da estratégia de colocação dos títulos do Tesouro, que pode minimizar este diferencial, tornando-o irrelevante.

A partir desse esquema fica mais simples entender como a dívida pública pode ser vista não só como uma forma de financiamento dos gastos públicos, mas também como uma “conta” da manutenção da(s) taxa(s) de juros em níveis positivos (Serrano e Pimentel, 2017). Com o financiamento monetário dos gastos, o governo cria moeda nova para economia, mas esta retorna para ele quando e na medida em que o setor privado deseja obter alguma remuneração pelos seus saldos líquidos e o BCB atua para fornecê-la.

Em síntese, podemos observar que a proposta de “financiamento monetário” do déficit público gera necessariamente um aumento das reservas bancárias e, no atual arcabouço institucional, poderá exigir a atuação do BCB para manter a taxa de juros próxima à meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Na prática, outros fatores poderão concorrer para afetar a base monetária e essas operações não necessariamente se materializarão. Mas, de qualquer forma, o aumento das operações compromissadas no passivo do BCB e a ampliação dos títulos públicos federais detidos pelo setor privado são a contrapartida do controle e da manutenção da taxa de juros de curto prazo, a taxa Selic. Nesse caso, a atuação do BCB é passiva e quem decide a proporção entre moeda e títulos públicos que deseja na carteira é o setor privado.

Combate à pandemia: taxa de juros zero?

Uma pergunta relevante é: e se o BCB não atuasse “enxugando” a nova moeda criada para financiar os gastos públicos, o que aconteceria? No limite, a taxa Selic poderia ir a zero ou um nível muito próximo de zero, fazendo com que os bancos



ficassem indiferentes entre manter seus recursos sob a forma de moeda ou emprestá-los no interbancário. Essa opção, contudo, só é possível no caso brasileiro caso o Copom fixasse a taxa Selic em zero^{xiii}.

Esta ideia ganhou força recentemente em alguns círculos de economistas. Eles sugerem que o BCB poderia deixar a taxa de juros ir a zero para que a dívida pública resultante das medidas de combate à recessão não se tornasse um fardo muito pesado. Há duas questões nessa afirmativa. Primeiro, na atual institucionalidade brasileira o BCB não é capaz de “deixar” nada; é preciso que o Copom fixe a meta da taxa Selic em zero. Segundo, a ideia de “conta” da pandemia nos parece embutir a noção de que o Estado brasileiro, por alguma razão, poderia vir a ter dificuldades de honrar financeiramente a expansão dos gastos e do déficit público necessária neste momento.

Quanto a zerar a taxa Selic, é preciso reconhecer que se, por um lado, a medida possa ser desejável, por outro traz alguns efeitos colaterais indesejáveis – especialmente no contexto atual.

Vejamos: o Brasil está inserido em um sistema monetário e financeiro internacional fortemente hierarquizado e assimétrico. Sendo assim, zerar a taxa básica de juros pode ser desestabilizador, porque pode impactar significativamente a taxa de câmbio, depreciando ainda mais a moeda brasileira. Essa situação é preocupante, pois nesta crise as saídas de capitais dos países emergentes registraram recordes em velocidade e volume. Na ausência de controles de capitais, a medida reforçaria essa tendência e criaria pressões adicionais para a depreciação do Real. Além disso, os efeitos da redução da taxa de juros a zero sobre a atividade econômica enfrentam outros percalços^{xiv}, de modo que a política fiscal, sobretudo por meio da elevação do gasto público, deve ser o centro das medidas de combate à crise agravada pelo coronavírus.

A forte depreciação cambial tenderia não só a alterar os preços relativos e piorar a distribuição de renda, como a onerar a importação de insumos essenciais nesse momento de crise, como respiradores e outros equipamentos médicos. Como ressaltam Braga e Serrano (2020): já temos problemas suficientes. Seria então o caso de o BCB continuar a buscar um ajuste fino da taxa Selic em um cenário global incerto. A autoridade monetária deveria reduzir a taxa de juros na medida do possível sim, mas de modo a evitar fugas de capitais e depreciações abruptas, ou seja, ponderando as taxas externas – sobretudo a dos EUA –, o risco soberano brasileiro e as expectativas de depreciação do Real.



A “conta” da pandemia

As medidas econômicas de combate ao coronavírus irão, inevitavelmente, gerar um crescimento da relação dívida pública/Produto Interno Bruto (PIB). Por um lado, será preciso que o governo eleve o gasto público. Por outro, a redução do nível de atividade terá efeitos negativos sobre a arrecadação tributária e sobre o próprio denominador (PIB). A perda de arrecadação tributária deverá, portanto, ser compensada por outras fontes de recursos. Como vimos acima, mesmo no caso do “financiamento monetário”, para que o BCB cumpra seu mandato, a dívida pública irá se expandir.

Entretanto, em hipótese alguma essa situação implica problemas na venda de títulos públicos pelo governo. Pelo contrário, num contexto de taxas de juros positivas, elevada incerteza e alta volatilidade dos preços dos ativos, a dívida pública é capaz de assegurar algum retorno, livre de riscos, que atrai os investidores.

O tamanho do déficit e o tamanho da dívida pública não implicam que o governo terá que pagar taxas de juros mais altas. Note que, como explicado ao longo deste trabalho, um aumento do déficit público a partir da elevação da base monetária exerce uma pressão para baixar (e não elevar) a taxa de juros, exigindo a atuação do BCB para que a taxa Selic fique próxima à meta estabelecida pelo Copom. O governo define as taxas de juros que incidem sobre os títulos públicos. No caso da taxa de curto prazo, por meio do Copom e da atuação do BCB, e no da taxa de longo prazo, por meio do Tesouro.

No primeiro caso, a definição da taxa de curto prazo obedece ao regime de metas de inflação. Como mencionamos acima, ela pode, inclusive, não ser sustentável dependendo das taxas de juros externas e do prêmio de risco-país. Essas variáveis estão relacionadas às condições de solvência em moeda internacional e da liquidez dos mercados internacionais, mas não com o déficit público ou com a dívida pública interna na moeda local, o Real^{xv}.

No segundo caso, as taxas de juros de longo prazo são condicionadas pela taxa Selic e pelas expectativas sobre sua evolução. É importante que o BCB defina claramente a trajetória da taxa curta e contribua com o Tesouro atuando nas taxas longas quando estas estiverem demasiadamente instáveis, como ocorreu nas últimas semanas com o comportamento dos fundos de investimento e investidores estrangeiros. Também neste caso, não foi o tamanho do déficit ou da dívida pública que determinaram esse comportamento, mas a “fuga para a qualidade” dos estrangeiros e a



realocação do portfólio em títulos públicos com vencimentos mais curtos pelos investidores locais.

Como pontuado em Bastos e Aidar (2020), quaisquer pressões altistas ao longo da curva de juros, podem ser contornadas pelo Tesouro encurtando prazos de títulos, ou indexando parte da dívida à inflação ou ao câmbio, sem gerar dificuldades na venda de títulos por parte do Tesouro Nacional. Se o BCB agir de fato estabilizando a curva de juros, conforme previsto na Proposta de Emenda Constitucional nº 10/2020, não há pressão altista que resista às ações da autoridade monetária.

O aumento da dívida pública, porém, pode agravar problemas distributivos, uma vez que a posse de títulos públicos que rendem juros é concentrada na mão de poucos. Com o choque sobre renda e emprego proporcionado pela pandemia, esse problema é ainda mais pronunciado. Contudo, essas questões podem ser resolvidas no futuro com a elevação dos impostos diretos e com o estabelecimento de uma estrutura tributária progressiva, para reduzir as desigualdades.

Inflação e austeridade

Outra questão relacionada à pandemia diz respeito à possibilidade de que as medidas necessárias gerem inflação. É importante situar que os gastos e as transferências do setor público apenas serão excessivos quando gerarem uma situação de excesso de demanda em relação ao produto potencial, gerando inflação de demanda, ou ocasionando desequilíbrios no balanço de pagamentos, com possíveis impactos negativos sobre a taxa de câmbio – e, pela via dos custos, sobre a inflação. Se isto não ocorre, a elevação do gasto público não será por si só inflacionária, *independentemente* da forma pela qual essas despesas forem financiadas.

O ministro da Economia, membros da sua equipe e diversos economistas a eles alinhados têm argumentado que, após o necessário aumento dos gastos públicos neste ano de pandemia, será necessário retomar o caminho das reformas econômicas, da austeridade e de readequação ao conjunto de regras fiscais que constroem o gasto público para conter o crescimento da dívida pública e/ou da relação dívida/PIB. Argumentamos aqui que nenhuma medida de austeridade seria *necessária* no pós-pandemia. A dinâmica da relação dívida pública/PIB é regulada basicamente por três elementos: o resultado primário, a taxa de juros e a taxa de crescimento do PIB. É plenamente possível, se o governo quiser, controlar a evolução da relação dívida/PIB ao mesmo tempo em que realiza políticas de expansão de gastos para a promoção do emprego e da renda. Entretanto, numa sociedade dividida em classes, existem



interesses contraditórios. A opção por políticas econômicas que geram recessão, perda do poder de barganha dos trabalhadores e piora na distribuição de renda e riqueza é um resultado, a nosso ver deletério, desse jogo de forças.

No caso brasileiro, ainda que se adote um “orçamento de guerra” para viabilizar a expansão dos gastos, há um conjunto de regras fiscais *autoimpostas* que constrangerão o crescimento do gasto público após a pandemia – o teto de gastos, a lei de responsabilidade fiscal, a regra de ouro, etc. Até o presente momento, não há nenhuma indicação sobre a flexibilização ou revogação dessas regras de forma permanente. Isso comprometerá a capacidade de atuação do governo brasileiro e favorecerá o cenário de políticas recessivas descrito no parágrafo anterior. A “conta” relevante nesse caso não será a dívida pública, mas aquela paga pelos trabalhadores.

Considerações finais

O texto pretendeu desenvolver três mensagens centrais:

A primeira delas é que o governo brasileiro não é restrito do ponto de vista do financiamento de suas despesas em moeda local. Há diferentes combinações entre impostos, emissão de dívida e “emissão” de moeda local à sua disposição. Do ponto de vista prático, mudanças autônomas no saldo da Conta Única do Tesouro irão gerar mudanças na base monetária, com eventuais impactos sobre a dívida pública.

A segunda é que o financiamento do gasto público por emissão monetária não é, em si, inflacionário. Isso dependerá diretamente das condições da economia, que, no presente momento, está longe da plena utilização dos recursos. Além disso, essa opção pode também vir a elevar a dívida pública, observadas algumas condições. Na prática, os efeitos sobre o endividamento público respondem a um nexos fiscal-monetário que os tornam similares – mas não idênticos – ao financiamento via dívida.

A terceira é que, ainda que zerar a taxa básica de juros possa parecer sedutor, a medida traz efeitos colaterais indesejados. Sugerimos que o BCB deveria, sim, reduzir a taxa de juros tão intensamente quanto possível, mas levando em conta seus efeitos sobre fugas de capitais e depreciações abruptas da moeda brasileira.

Por fim, cabe observar que a restrição ao crescimento do gasto público dado pelo conjunto de regras fiscais em tempos de normalidade precisa ser revisto para que o país possa voltar a utilizar a política fiscal para gerar empregos, fornecer serviços públicos de qualidade e promover o desenvolvimento econômico^{xvi}.



Referências

Aidar, G.; Braga, J. Country-Risk Premium in the Periphery and the International Financial Cycle 1999-2019. Texto para discussão, 2019. Disponível em: <https://www.excedente.org/artigos/country-risk-premium-in-the-periphery-and-the-international-financial-cycle-1999-2019/>

Bastos, C.P.; Aidar, G. As limitações da política monetária. *Jornal dos Economistas*, Corecon-RJ, nº 366, p. 4-5, fev. 2020. Disponível em: <https://www.corecon-rj.org.br/anexos/47993BFDD9B3C2CC6D3A77768118CAA1.pdf>.

Braga, J.; Serrano, F. Juros e Câmbio: já temos problemas suficientes. Blog Excedente, 15 abr. 2020. Disponível em: <https://www.excedente.org/blog/juros-e-cambio-ja-temos-problemas-suficientes/>.

Dweck, E. Os desafios da pandemia em meio ao desmonte neoliberal no país. Nexo Jornal. Disponível em: <https://www.nexojornal.com.br/ensaio/debate/2020/Os-desafios-da-pandemia-em-meio-ao-desmonte-neoliberal-no-pa%C3%ADs>.

Pinkusfeld, C.; Aidar, G. Crescimento do gasto público, tributação e dívida pública. Blog Excedente, 21 abr. 2020. Disponível em: <https://www.excedente.org/blog/crescimento-do-gasto-publico-tributacao-e-divida-publica/>.

Serrano, F; Pimentel, K. "Será que "Acabou o Dinheiro"? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana." *Revista de Economia Contemporânea* 21.2 (2017).

Silva, A.C.; Carvalho, L.O.; Medeiros, O.L. (Eds.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Banco Mundial, 2009.

Simão, J.H.P.F. Mercado monetário e operações do mercado aberto. Apresentação Técnica de Conjuntura, 198ª reunião do Copom, p. 4 [36] 2016.

Tesouro Nacional. *Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central*. Brasília, DF: Tesouro Nacional, 2019.



Referências adicionais: debate brasileiro

Barbosa, N. Moeda, títulos e financiamento do Tesouro. Blog do IBRE, 5 mai. 2020. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/moeda-titulos-e-financiamento-do-tesouro>.

Barbosa, N. Financiamento do Tesouro. Folha de São Paulo, 8 mai. 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/nelson-barbosa/2020/05/financiamento-do-tesouro.shtml>.

Belluzzo, L.G. Emissão monetária, dívida e crise. Valor Econômico, 5 mai. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/emissao-monetaria-divida-e-crise.ghtml>.

Bolle, M.; Carvalho, A.R.; Terra, F.; Galípolo, G.; Rocha, I.; Braga, J.; Belluzzo, L.G.M.; Gala, P. Emitindo moeda, o Estado cria poder de compra que antes não existia. Folha de São Paulo, 30 abr. 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/04/emitindo-moeda-o-estado-cria-poder-de-compra-que-antes-nao-existia.shtml>.

Carneiro, R. Renda, riqueza e financiamento dos déficits. Carta Capital, 7 mai. 2020. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/opiniao/renda-riqueza-e-financiamento-dos-deficits/>.

Conceição, D.N. Coronavírus e o fim do mito do Estado sem dinheiro para gastar. Jornal dos Economistas, Corecon-RJ, nº 369, p. 4-5, mai. 2020. Disponível em: <https://www.corecon-rj.org.br/anexos/68DE88B40E98338D36B5EB580995A78E.pdf>.

Goldfajn, I. Emissão monetária resolve? Não escapamos de focar os mais vulneráveis. Folha de São Paulo, 4 mai. 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/05/emissao-monetaria-resolve-nao-escapamos-de-focar-nos-mais-vulneraveis.shtml>.

Latif, Z. Sobre problemas reais e quimeras. O Estado de São Paulo, 7 mai. 2020. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,sobre-problemas-reais-e-quimeras,70003294909>.

Marconi, N. O governo deveria emitir mais moeda para enfrentar a crise econômica? SIM. Folha de São Paulo, 9 mai. 2020. Disponível em:



<https://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2020/05/o-governo-deveria-emitir-mais-moeda-para-enfrentar-a-cri-se-economica-sim.shtml>.

Oreiro, J.L. A forma pela qual o governo financia o seu déficit afeta a inflação? Blog José Luis Oreiro, 3 mai. 2020. Disponível em: <https://jlcoreiro.wordpress.com/2020/05/03/a-forma-pela-qual-o-governo-financia-o-seu-deficit-afeta-a-inflacao/>.

Oreiro, J.L. A Institucionalidade peculiar da relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional no Brasil. Blog José Luis Oreiro, 9 mai. 2020. Disponível em: <https://jlcoreiro.wordpress.com/2020/05/09/a-institucionalidade-peculiar-da-relacao-entre-o-banco-central-e-o-tesouro-nacional-no-brasil/>.

Pessoa, S. Imprimir dinheiro contra a crise? Folha de São Paulo, 3 mai. 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/samuelpessoa/2020/05/imprimir-dinheiro-contra-a-cri-se.shtml>.

Resende, A.L. Quem vai pagar essa conta? Valor Econômico, 24 abr. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2020/04/24/andre-lara-resende-quem-vai-pagar-essa-conta.ghtml>.

Resende, M.F.C. Política de combate à recessão: emissão de moeda e dívida pública. Brasil Debate, 5 mai. 2020. Disponível em: <http://brasildebate.com.br/politica-de-combate-a-recessao-emissao-de-moeda-e-divida-publica/>.

Roubicek, M. Do que se fala quando se fala em imprimir dinheiro. Nexo Jornal, 11 mai. 2020. Disponível em: <https://www.nexojornal.com.br/expresso/2020/05/10/Do-que-se-fala-quando-se-fala-em-imprimir-dinheiro>.

Silva, E.Z.D. O governo deveria emitir mais moeda para enfrentar a crise econômica? NÃO. Folha de São Paulo, 9 mai. 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2020/05/o-governo-deveria-emitir-mais-moeda-para-enfrentar-a-cri-se-economica-nao.shtml>.

Referências adicionais: publicações acadêmicas

Cesaratto, S. The state spends first: Logic, facts, fictions, open questions. *Journal of Post Keynesian Economics*, 39(1), p. 44-71, 2016.



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

Lavoie, M. The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique. *Journal of Economic Issues*, 47(1), p. 1-31, 2013.

Rezende, F.C. The Nature of Government Finance in Brazil. *International Journal of Political Economy*, vol. 38(1), p. 81-104, 2009.

Tymoigne, E. Modern Money Theory, and Interrelations Between the Treasury and Central Bank: The Case of the United States. *Journal of Economic Issues*, 48(3), p. 641-662, 2014.

Wray, L.R. Fiscal Operations in a Nation That Issues Its Own Currency. In: Wray, L.R. *Modern Money Theory - A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Capítulo 4. Palgrave Macmillan, 2ª edição, 2015.

ⁱ Inclui também as operações compromissadas realizadas pelo BCB. Outros passivos do BCB não são incluídos no cálculo deste conceito de dívida. (Silva, Carvalho e Medeiros, 2009)

ⁱⁱ Por exemplo, as transferências dos resultados positivos do BCB para o Tesouro e a própria remuneração dos saldos da Conta Única do Tesouro pelo BCB.

ⁱⁱⁱ No Brasil, a emissão de moeda é uma prerrogativa do BCB. A autarquia, contudo, não pode emprestar diretamente ao Tesouro, como especificado no artigo 164 da Constituição de 1988. Esse dispositivo proíbe que o BCB compre títulos públicos federais no mercado primário. A legislação, porém, prevê algumas exceções associadas à necessidade de títulos para condução da política monetária e à solvência do BCB (Tesouro Nacional, 2019, p. 6). Este mesmo artigo permite que o BCB compre e venda títulos públicos emitidos pelo Tesouro com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros. Assim, nada impede que o Tesouro venda um título ao público (por intermédio dos *dealers* primários) e que o BCB a pretexto de política monetária o compre, ocorrendo, portanto, um empréstimo indireto ao Tesouro. Desde 2002, como previsto na Lei de Responsabilidade Fiscal, o Tesouro é o único emissor de títulos públicos no Brasil, sendo vedado ao BCB fazê-lo.

^{iv} A exceção seria o caso em que os agentes sacassem recursos em espécie (papel moeda) e esses recursos não retornassem à circulação no sistema bancário.

^v Os recolhimentos compulsórios são uma exigência que o Conselho Monetário Nacional impõe sobre os bancos que captam depósitos do público para assegurar que, se as pessoas decidirem sacar seu dinheiro, eles serão capazes de honrar suas obrigações.

^{vi} Os bancos dispõem de dois ambientes principais para negociar recursos no curtíssimo prazo. O mercado de depósitos interfinanceiros da [B]³ e o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). Nas últimas décadas, os negócios migraram substancialmente para o Selic e a liquidez do mercado de CDIs ficou muito restrita, como mostram os dados de Simão (2016, p. 4 [36]). Portanto, a nota adota uma simplificação e trata somente das operações cursadas no Selic.



vii Operação de compra com compromisso de revenda numa data futura, ou operação de venda com compromisso de recompra numa data futura.

viii Nesta nota abordamos principalmente os impactos da política fiscal sobre a política monetária. A causalidade reversa será explorada em outros trabalhos no futuro.

ix A autoridade monetária pode também realizar operações compromissadas de prazos mais longos e operações definitivas com títulos públicos federais para “enxugar” o excesso de reservas.

x O BCB, em algumas ocasiões, também realiza operações de venda definitiva de títulos públicos para os bancos nos *mercados secundários* como forma de regular a taxa básica de juros. Neste caso, o BCB troca títulos públicos por moeda em seu ativo; do lado do passivo, há um débito nos Depósitos de Instituições Financeiras e um acréscimo no resultado do BCB, o que terá impacto sobre seu patrimônio líquido.

xi A troca de mãos dos títulos não altera o endividamento bruto, uma vez que não há mudanças na dívida pública mobiliária federal. Por outro lado, o aumento das operações compromissadas leva a um aumento do endividamento bruto, conforme a metodologia adotada no Brasil.

xii Entre março e abril de 2020, o Tesouro Nacional vendeu R\$ 64,7 bilhões em títulos públicos, sendo R\$ 25,8 bilhões em Letras Financeiras do Tesouro, que remuneram a taxa Selic, e R\$ 31,4 bilhões em Letras do Tesouro Nacional, que remuneram taxas pré-fixadas. Neste caso, a taxa média ponderada pactuada nas operações foi de 4,31% a.a., ao passo que a taxa Selic efetiva no mesmo período foi de 3,80% a.a.

xiii Há também a possibilidade que outros fatores condicionantes da base monetária atuem para contrabalançar a pressão baixista sobre a taxa de juros. Um exemplo seria a saída de capitais e a liquidação de câmbio correspondente que geraria uma retração da base monetária.

xiv Por exemplo, o fraco repasse das variações da taxa de juros definida pela política monetária para as taxas privadas (spread bancário) prejudica o impacto da política monetária sobre a demanda por crédito para a elevação do consumo privado. Quanto ao investimento privado, há percalços de natureza empírica e teórica para a relação inversa entre o investimento privado e as taxas de juros, passando pela existência de uma elevada capacidade ociosa não planejada que inibe o crescimento da capacidade produtiva que poderia ser induzido por reduções das taxas de juros. (Bastos e Aidar, 2020).

xv Para a prevalência dos fatores externos na explicação dos influxos de capitais e dos movimentos do risco soberano, ver Aidar e Braga (2019).

xvi Essa discussão é aprofundada em Dweck (2020).