



**Texto para Discussão 033 | 2022**

***Discussion Paper 033 | 2022***

## **O banco central ideal: meta de emprego e financiamento ao Tesouro**

**Andre de Melo Modenesi**

*Professor Associado do Instituto de Economia da UFRJ. Pesquisador do CNPq e da FAPERJ. Coordenador do Observatório do Banco Central (www.observatoriodobancocentral.com.br).*

**Debora Pimentel**

*Professora Adjunta da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro (UFRRJ).*

**Márcio Gimene**

*Economista pela UFRJ, Mestre em Geografia pela Unb e Doutor em Geografia pela UFRJ. Analista de Planejamento e Orçamento em exercício na Secretaria de Orçamento Federal do Ministério da Economia.*

**Bruno Moretti**

*Economista pela UFF, Mestre em Economia pela UFRJ e Doutor em Sociologia pela UnB. Analista de Planejamento e Orçamento em exercício no Senado Federal.*

This paper can be downloaded without charge from

<https://www.ie.ufrj.br/publicacoes-j/textos-para-discussao.html>

# O banco central ideal: meta de emprego e financiamento ao Tesouro

Novembro, 2022

## **Andre de Melo Modenesi**

*Professor Associado do Instituto de Economia da UFRJ. Pesquisador do CNPq e da FAPERJ.  
Coordenador do Observatório do Banco Central ([www.observatoriodobancocentral.com.br](http://www.observatoriodobancocentral.com.br)).*

## **Debora Pimentel**

*Professora Adjunta da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro (UFRRJ).*

## **Márcio Gimene**

*Economista pela UFRJ, Mestre em Geografia pela Unb e Doutor em Geografia pela UFRJ.  
Analista de Planejamento e Orçamento em exercício na Secretaria de Orçamento Federal do  
Ministério da Economia.*

## **Bruno Moretti**

*Economista pela UFF, Mestre em Economia pela UFRJ e Doutor em Sociologia pela UnB.  
Analista de Planejamento e Orçamento em exercício no Senado Federal.*

## Introdução

O presente momento é marcado por uma profunda crise ao redor do globo. A estagnação econômica, desde a crise de 2008, somada aos problemas sociais (pobreza, desigualdade de renda etc.) marca uma grave crise do capitalismo financeiro contemporâneo.

As políticas econômicas neoliberais (liberalização, desregulamentação, desestatização etc.) fracassaram patentemente e não foram capazes de ampliar o bem estar social da maioria da população. O foco no combate à inflação tolhe a política monetária, que se limita a uma meta de inflação. O “austericismo” fiscal engessa a política fiscal, que se restringe a uma meta de resultado fiscal e ao compromisso com o teto de gasto, que implica a redução do gasto primário em relação ao tamanho da economia. A liberação financeira restringe a regulação. A política industrial e o planejamento econômico são demonizados pela crença na eficiência alocativa e distributiva do mercado desregulado.

O modelo ocidental de democracia liberal também passa por severa crise. Aquilo que era um valor muito caro ao ocidente se deteriorou gravemente, face ao surgimento de governos autoritários e *pseudo* fascistas.

A teoria econômica ortodoxa não dá conta de explicar e, tampouco, de remediar a grave situação em que a economia global se encontra. É preciso uma ampla e profunda revisão da teoria econômica – especialmente a macroeconômica – para dar conta dessa nova realidade.

Enfim, estamos diante de um desafio enorme que clama por uma nova forma de pensar, teorizar e intervir no mundo. Neste contexto, realizamos uma espécie de exercício de elucubração fantasiosa, com o intuito de definir as linhas gerais de um banco central utópico. Por um lado, trata-se de um esforço de pensar para além das amarras da teoria convencional ou estabelecida – no sentido mais amplo do termo – e da própria realidade socioeconômica e política.

Iremos nos inspirar na contribuição de John Maynard Keynes e de Pós Keynesianos para definir nosso banco central ideal. O leitor atento perceberá que alguns elementos aqui propostos estão em linha com as finanças funcionais (Lerner, 1943; 1947) e a chamada

*Teoria Monetária Moderna* (Wray, 2003; 2015; 2019). Trata-se, em linhas gerais, de uma teoria que incorpora elementos centrais da teoria de Keynes. Também nos beneficiamos de uma visão estruturalista do processo inflacionário, notadamente inspirada nos trabalhos de Sunkel (1958) e de Rangel (1963).

Esse exercício de livre pensar é relevante pois nos permite desenhar um banco central ideal, abstraindo-se de qualquer restrição ou limitação que, eventualmente, poderia vir a surgir caso nossa proposta fosse, de fato, implementada. Assim, busca-se motivar um debate ulterior sobre as implicações e restrições práticas ao nosso ideal.

Trata-se de um banco central antitético ao previsto pelo chamado regime de metas de inflação, que tem sido o paradigma adotado pelos principais bancos centrais – EUA, Inglaterra, Zona do Euro, Brasil etc. – nas últimas décadas.

Seu principal objetivo é manter os níveis de emprego e renda. A estabilidade de preços torna-se secundária. A gestão da taxa de básica de juros deixa de ser o instrumento principal de atuação da autoridade monetária. O objetivo último do banco central requer uma coordenação com a políticas fiscal e cambial. A política econômica não deve ser compartimentalizada entre o banco central e o tesouro.

Paralelamente, a política inflacionária é conduzida de forma coordenada com a política fiscal. Adicionalmente, devem ser utilizados instrumentos alternativos de combate à inflação. Trata-se, pois, de um banco central que age de forma discricionária e anticíclica – ou seja evitando recessões e superaquecimento econômico.

O presente artigo está dividido em cinco seções, além desta introdução. Inicialmente serão discutidos os objetivos do banco central. Em seguida, trataremos dos instrumentos possíveis de combate à inflação na seção 2 e da política cambial de um Banco central ideal na seção 3. A seção 4 trata da necessidade de um planejamento funcional do gasto público. A seção 5 discute o circuito monetário do gasto público nas economias contemporâneas, reforçando a atuação conjunta das autoridades fiscal e monetária. E por fim, teceremos nossas considerações finais.

# 1 Objetivos

O objetivo fundamental de nosso banco central utópico é estimular os níveis de emprego e de renda agregados. O **pleno emprego** é o objetivo final prioritário da autoridade monetária.<sup>1</sup> A **estabilidade do sistema financeiro**, naturalmente, continua sendo um objetivo importante – notadamente, ao proporcionar um ambiente favorável ao investimento produtivo. Também compete ao banco central **estabilizar os preços**, mas de forma apenas coadjuvante, e, em coordenação com outras esferas do executivo, notadamente o tesouro nacional. Finalmente, cabe ao banco central **estabilizar a taxa de câmbio**, por meio de intervenções no mercado cambial e/ou adoção de mecanismos de controle de capitais. Esses são os principais objetivos do nosso banco central ideal, desenvolvidos a seguir.

## 1.1 Pleno Emprego e Coordenação entre Tesouro Nacional e Banco Central

O banco central ideal não é independente. Antes pelo contrário, ele se relaciona de forma umbilical com o tesouro nacional. Esta relação íntima se daria, notadamente, pelo financiamento dos gastos públicos – via emissão monetária –, sempre que necessário pelo banco central.

No caso concreto do Brasil, o artigo 164 da Constituição Federal estabelece que a competência da União para emitir moeda é exercida exclusivamente pelo banco central. Porém, o § 1º do mesmo artigo veda ao banco central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao tesouro nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira. Trata-se de uma restrição autoimposta, que dificulta a coordenação entre as políticas fiscal e monetária.

---

<sup>1</sup> Situação em que todos os fatores produtivos estão empregados. Neste caso, inexistente desemprego involuntário: todos trabalhadores dispostos a trabalhar estão empregados.

A Constituição também proíbe, em seu art. 167, inciso III, 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. Trata-se da versão brasileira da chamada “regra de ouro”, segundo a qual determinada geração só pode emitir dívida a ser paga pelas gerações futuras se for para financiar investimentos que também beneficiem as gerações futuras. De acordo com essa “regra”, a maior parte dos gastos públicos em áreas como saúde, educação, ciência, tecnologia e inovação, por exemplo, necessários para a manutenção e o pleno aproveitamento dos investimentos passados, supostamente não beneficiariam as gerações futuras. Como isso não faz nenhum sentido, essa regra encontra-se em desuso internacional, embora continue em vigor no Brasil.

Uma terceira restrição autoimposta pela legislação brasileira é a proibição de que os entes federados realizem despesas acima dos valores estabelecidos em metas de resultado primário, conforme determina o art. 4º, § 1º da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000).

Como se não bastassem esses dificultadores da ação governamental, a Emenda Constitucional nº 95/2016 (Teto de Gastos) proibiu o aumento real das despesas primárias da União durante os próximos 20 anos.

O resultado combinado dessas restrições, autoimpostas, é a impossibilidade de coordenação efetiva entre as políticas fiscal e monetária. Colocar em prática o nosso banco central ideal exige, portanto, modificações normativas, a começar pela revogação dessas restrições.

Para além da coordenação entre as políticas fiscal e monetária, o que se propõe é que a política econômica não deve ser compartimentalizada entre o banco central e o tesouro. A distinção tradicional entre política fiscal e monetária é abandonada em prol de uma abordagem que combine ambas. Em suma, as políticas monetária e fiscal se entrelaçam e se completam – tornam-se dois lados de uma mesma moeda.

Repare que política monetária opera de forma assimétrica. Para ilustrar esse fato Keynes usa a metáfora da corda: ela é eficiente para puxar a economia para trás (ou retraindo a

atividade econômica); porém, a política monetária, por si só, é incapaz de empurrar a economia (ou estimular a atividade econômica).

A intuição é simples: mesmo diante de um reduzido custo de captação (decorrente de reduzidas taxas de juros), o investimento (ou a formação bruta de capital fixo) não necessariamente se ampliará. Para isso é preciso que os empresários tenham expectativas positivas quanto ao comportamento da demanda.

É justamente aqui que entra política fiscal. Para perseguir e/ou garantir o pleno emprego é necessário que o tesouro amplie seus gastos assegurando-se, assim, um elevado nível de renda. Neste caso, as expectativas dos produtores seriam positivas e o investimento se elevaria. Por exemplo, a adoção de um amplo programa de renda mínima e/ou de gastos públicos em setores estratégicos – como infraestrutura e setores intensivos em trabalho – deve fazer parte desse arcabouço.

Em suma, a garantia do nível de emprego não pode ser obtida simplesmente pela manutenção da taxa básica de juros estabilizada em níveis reduzidos. O Pleno emprego depende de políticas de gasto público para compensar eventuais insuficiências de demanda efetiva. Assim, o tesouro torna-se um aliado do banco central na promoção de seu objetivo primordial, o pleno emprego.

## **1.2 Estabilidade Financeira**

Naturalmente, nosso banco central continua sendo responsável pela estabilidade financeira. Historicamente, essa tem sido a principal função dos bancos centrais, desde a criação do Banco da Inglaterra, no final do século XVII. Não há como ser diferente.

O banco central deve ter como objetivo que o sistema financeiro seja funcional (Stuart, 1995). Isto é, ele deve ser capaz de prover os fundos necessários para o investimento produtivo, sem comprometer a estabilidade financeira. Para isso é necessário combinar o uso de uma política de regulação prudencial com uma política dita *macroprudencial*.

Na visão de Keynes e de Pós Keynesianos, as economias são endogenamente instáveis – i.e., tendem a gerar crises financeiras – e a esfera monetário/financeira da economia afeta o setor produtivo real. Ou seja, uma crise financeira pode causar uma recessão ou até mesmo uma depressão econômica – haja vista a crise de 2008.

Deve-se frisar que a estabilidade financeira estimula a realização do investimento produtivo por parte dos empresários. O banco central, ao zelar pela estabilidade financeira, favorece as expectativas empresariais quanto ao futuro da economia estimulando, em última análise, o crescimento econômico. Trata-se de mais uma ferramenta para se alcançar o pleno emprego.

Note que a funcionalidade do sistema financeiro pode ser comprometida caso o setor bancário seja altamente concentrado, como no caso brasileiro. Na verdade, nosso caso se aproxima de uma espécie de oligopólio, em que os cinco maiores bancos detêm cerca de 80% dos ativos totais do sistema bancário. Isso compromete a provisão de fundos em volume suficiente para financiar o desenvolvimento econômico na medida em que os bancos brasileiros praticam um dos maiores spreads bancários (ou margem de lucro da intermediação financeira) do mundo. Assim, o banco central também deve evitar a concentração bancária.

### **1.3 Estabilidade de Preços**

A estabilidade de preços torna-se secundária. Trata-se de um banco central antitético ao previsto pelo chamado regime de metas de inflação, que tem sido o paradigma adotado pelos principais bancos centrais após os anos 1990. Essa proposição causa calafrios nos monetaristas ortodoxos e merece ser detalhada.

A estabilidade de preços não é tarefa exclusiva do banco central, como preconiza a chamada tese da independência do banco central, que serve de fundamento teórico ao regime de metas de inflação (Kydland e Prescott, 1977). O banco central deve ser apenas coadjuvante no processo de estabilização dos preços.



A gestão da taxa de básica de juros deixa de ser o principal instrumento de atuação da autoridade monetária. Paralelamente, a política inflacionária é conduzida de forma coordenada com a política fiscal. Adicionalmente seriam utilizados instrumentos alternativos de combate à inflação.

Por fim, cabe notar que o regime de metas de inflação se fundamenta em uma visão macroeconômica da inflação. Esse olhar é importante, porém, não é suficiente para nossos objetivos. É preciso um olhar setorial da inflação, como discutido a seguir.

## 2 Instrumentos de combate à inflação

Nosso banco central ideal parte do princípio de Keynes e de Pós Keynesianos de que a inflação é um fenômeno complexo, com múltiplas causas.<sup>2</sup> Ou seja, a inflação de demanda agregada é apenas um dos tipos de inflação. É preciso focar nas pressões inflacionárias pelo lado dos custos. Como exemplo de inflação de custos, destacam-se: *inflação de salários*; *inflação de lucros*; *inflação importada*; e *inflação de gargalos setoriais de oferta*.

A inflação salarial é aquela que resulta de uma elevação do salário nominal, *ceteris paribus*. Ela pode ser contida por uma política de rendas que evite ganhos salariais excessivos, como a adotada pelos EUA. Repare que, se a inflação salarial resulta de uma melhora na distribuição de renda, ela deve ser mais tolerada. Nesse caso o poder executivo é quem tem legitimidade para fazer essa escolha política.

A inflação de lucros depende da estrutura de mercado e do regime concorrencial. A elasticidade preço dos bens transacionados em mercados oligopolizados é menor, de forma que os produtores podem repassar choques de custos para os preços livremente. Consequentemente, o poder de oligopólio, ao ampliar as margens de lucros, pode gerar pressões inflacionárias. Esse tipo de inflação deve ser combatida por uma política de

---

<sup>2</sup> Ver Sicsú (2003) e Davidson (1978 e 2003: cap. 9 e 12).

rendas que evite lucros excessivos. Adicionalmente, a política de defesa da concorrência pode ser usada para coibir práticas anticompetitivas – como a cartelização e conluio na formação de preços.

A inflação importada do exterior depende dos preços dos produtos importados – tanto de bens finais quanto de insumos. A taxa de câmbio, ao afetar o preço em real das importações, também impacta a inflação. Essa inflação pode ser combatida, por exemplo, por meio de uma política industrial que incentive a produção local de bens finais e de insumos importados considerados prioritários.

A inflação de choques negativos de oferta ocorre quando há, por exemplo, uma quebra de safra ou uma situação de escassez de energia – como a ocorrida durante os dois choques do petróleo nos anos 1970 e a crise do setor de energia elétrica no Brasil no ano de 2001. Esse tipo de inflação deve ser combatido por meio da criação de estoques reguladores de produtos estratégicos – por exemplo, que tenham elevado peso na cesta de consumo do IPCA.

De forma geral, à medida em que se aproxima do pleno emprego dos fatores produtivos costumam-se surgir desequilíbrios setoriais. O processo de crescimento não se dá de forma equilibrada em todos os setores econômicos. Trata-se de um fenômeno heterogêneo e complexo. Cada setor produtivo tem sua dinâmica econômica regida por fatores idiossincráticos, como estruturas de mercado, desenvolvimento tecnológico, preferências/demanda dos consumidores etc. Também é possível que surjam pressões em determinados segmentos do mercado de trabalho.

Neste caso é fundamental que o olhar macroeconômico da inflação seja complementado com uma perspectiva setorial da evolução dos preços. Antes de tudo é preciso uma estratégia de desenvolvimento – por meio de políticas industrial, creditícia, e de ciência e tecnologia – que permita um planejamento a fim de minimizar esses gargalos.

Ainda assim, é preciso monitorar atentamente como se comporta a inflação em setores específicos. Assim, busca-se identificar e combater eventuais gargalos setoriais de oferta e as conseqüentes pressões inflacionárias *estruturais*, como proposto por Sunkel (1958).

Face a complexidade do fenômeno inflacionário, não há receita de bolo. A visão monetarista ortodoxa que fundamenta o regime de metas de inflação é radicalmente descartada. A inflação não é um fenômeno simples: não se trata de um “fenômeno meramente monetário” (Friedman, 1968); nem resulta simplesmente do excesso de demanda, pressionada pelo gasto público, como previsto pela visão fiscalista da inflação (também chamada de teoria fiscal do nível preços).

Essa visão simplista da inflação preconiza uma estratégia igualmente simplista de combate à inflação, consubstanciada no regime de metas de inflação. Em poucas palavras, para combater a inflação bastaria aumentar a taxa Selic. Essa visão é completamente equivocada e deve ser rechaçada. Por exemplo, há um amplo conjunto de evidências empíricas que mostram que a Selic não é um instrumento eficaz de controle inflacionário no Brasil.

Em suma, inflações específicas devem ser combatidas com instrumentos específicos. Para além do manejo da taxa Selic, o banco central deve buscar instrumentos alternativos de combate a inflação, como por exemplo:

- **Política de rendas;** para evitar que desequilíbrios setoriais no mercado de trabalho gerem pressões por aumentos salariais em determinados setores, contribuindo, assim, para uma aceleração da inflação. Esse instrumento também deve ser usado para controlar a inflação de lucros.
- **Política de defesa da concorrência;** evitando-se a chamada inflação de oligopólio ou de lucros.
- **Estoques reguladores** de bens essenciais/estratégicos; para compensar choques negativos de oferta; e
- Manejo da taxa de **juros de longo prazo.**

### 3 Política cambial

O arcabouço teórico do Regime de Metas de Inflação, quando utilizado pelos Bancos Centrais, pressupõe também a adoção de um regime de taxa de câmbio flexível. Assume-se que eventuais forças de mercado levarão a taxa de câmbio a um suposto nível de equilíbrio de acordo com a paridade poder de compra entre países.

Entretanto, quanto mais flexível forem os sistemas cambiais adotados nos diversos países e quanto maior a liberalização dos fluxos de capitais, maiores os incentivos aos agentes se engajarem em atividades especulativas do que no processo produtivo real. A flexibilidade cambial, por si só, tende a expandir o fluxo internacional de capitais em relação à produção e aos fluxos comerciais. Nesse contexto as taxas de câmbio passam a ser determinadas pelos fluxos internacionais de capitais. (DAVIDSON, 2011)

Na visão Keynesiana, o mundo é permeado por incertezas fundamentais e os agentes possuem preferência pela liquidez. No contexto do sistema financeiro internacional isso significa que algumas moedas se encontram em uma hierarquia superior pois os agentes preferem as moedas emitidas por países no centro do sistema financeiro, com maior liquidez, àquelas emitidas pelos países periféricos (PRATES, 2017). Dessa forma, países periféricos estão especialmente vulneráveis à volatilidade inerente aos fluxos de capitais, decorrentes das incertezas dos agentes e consequentes flutuações das expectativas em relação a valorização e desvalorização das moedas.

Uma excessiva volatilidade cambial, portanto, deve ser evitada, pois cria um ambiente de incerteza que propicia ainda mais movimentos especulativos de fluxos de capital e prejudica o planejamento do investimento produtivo, tendo impactos negativos sobre o crescimento econômico, a inflação e a fragilidade financeira. Por outro lado, uma taxa de câmbio fixada por alguma regra de paridade, em um ambiente de alta mobilidade de capitais, também torna o país suscetível a ataques especulativos e a sucessivas crises cambiais.

Esses objetivos podem ser alcançados pelo uso de controles de capital e de intervenções no mercado cambial, tanto à vista quanto futuro.

Entretanto o papel do Banco Central não pode se limitar apenas a conter a volatilidade cambial excessiva, mas deve haver também preocupação com o seu nível. O nível da taxa de câmbio tem um impacto significativo sobre a atividade econômica pois estabelece a competitividade dos produtos domésticos frente aos produtos importados. Determina também o custo dos bens de capitais e insumos importados necessários à produção industrial doméstica.

No arcabouço do Regime de Metas de Inflação, o único instrumento disponível para se lidar com essa vulnerabilidade externa dos países periféricos é a gestão da taxa de juros de curto prazo. A fixação desta em níveis superiores aos dos países centrais atraem os capitais internacionais ao gerarem retornos que compensam a menor liquidez dessas moedas. Em períodos de estabilidade internacional esse diferencial de taxa de juros pode levar a atração de capitais internacionais e uma tendência de valorização da moeda doméstica. O câmbio acaba se tornando também o principal canal de transmissão da Política Monetária, gerando uma âncora nominal baseada no baixo custo dos produtos importados industrializados.

Entretanto, uma moeda doméstica sobrevalorizada em relação às demais reduz a competitividade da produção doméstica, elevando a importação e dificultando a exportação de produtos domésticos desestimulando assim o investimento industrial. Nessa situação, pode haver uma tendência ao aumento da participação dos produtos primários na pauta de exportação devido ao estímulo à produção de commodities de menor valor agregado para a exportação. Esse processo pode inclusive levar a um processo de desindustrialização da economia e a um ciclo vicioso de vulnerabilidade que reforça a posição do país na periferia do sistema financeiro internacional.

A política cambial deve ser usada ativamente não somente para conter a volatilidade excessiva e manter a taxa de câmbio estável, mas também para influenciar o seu nível, evitando uma valorização excessiva da moeda doméstica com o objetivo de preservar a competitividade.

Repare que, dessa forma a política cambial também deve ser usada para estimular os níveis de emprego e de renda, de forma coordenada com a política fiscal na promoção do pleno emprego.

Uma outra consideração a ser feita vai além da imaginação do Banco Central ideal. Podemos nos perguntar também qual seria a formulação de um Sistema Monetário Internacional ideal. Essas preocupações já estavam presentes nas proposições de Keynes na Conferência de Bretton Woods em 1944 (KEYNES, 1944) para a construção do sistema financeiro no pós-guerra e ainda tão urgentes no mundo contemporâneo. Um Sistema Financeiro que reduza as assimetrias entre os países centrais e periféricos diminui as instabilidades macroeconômicas, favorecendo a expansão da demanda agregada e do nível de emprego de forma global.

## 4 Planejamento funcional do gasto público

A necessidade de que as autoridades fiscal e monetária trabalhem de forma coordenada é uma decorrência lógica da constatação de que uma das funções da moeda é ser reserva de valor. Quando se reconhece que os agentes econômicos podem optar por entesourar moeda – pois a moeda é o ativo mais líquido da economia –, é forçoso reconhecer também que parte do poder de compra potencial (gerado no processo de produção) não se transformará em demanda. Isso significa que nem toda renda criada em um determinado período se transforma em consumo nesse mesmo período, levando a uma insuficiência de demanda efetiva e, portanto, à possibilidade de ocorrer uma crise de superprodução.

Isso ficou especialmente evidente com a crise financeira mundial de 1929 e a Grande Depressão que a seguiu. Foi observando esse laboratório da vida real que Keynes constatou que a identidade contábil entre poupança e investimento apresenta uma determinação causal: a decisão de gastar é sempre autônoma e, numa sociedade onde exista crédito, não depende de nenhuma renda prévia.

Seguindo esse raciocínio, Lerner (1943, 1947, 1961) alertou que o gasto público é o único gasto verdadeiramente autônomo. Afinal, ao contrário do investimento privado, que depende da expectativa de lucro dos agentes, o gasto público pode ser planejado e direcionado para atender a objetivos de interesse coletivo, como assegurar o pleno emprego das forças produtivas e promover a inclusão social.

Como observado por Lins (2021),

(...) se a demanda é que move a oferta, e não o contrário; se o melhor “demandador de última instância” é o governo (já que o investimento traz embutida uma expectativa de lucro futuro, não podendo, pois, ser considerado plenamente autônomo); então, o governo é que tem que ser o “condutor” da economia, através do gasto que impulsiona o crescimento até o pleno emprego.

Para que se entenda o quão amplas e potentes são as possibilidades de cooperação entre as autoridades fiscal e monetária, ao menos dois aspectos precisam ser notados.

O primeiro é reconhecermos que um governo monetariamente soberano<sup>3</sup> não está sujeito às mesmas restrições financeiras enfrentadas pelas famílias e empresas. Desde a criação dos bancos centrais, cerca de duzentos anos atrás, o sistema monetário se tornou mais sofisticado, mas seus conceitos básicos seguem os mesmos dos últimos cinco milênios: para que o soberano possa recolher na forma de tributos as moedas que ele mesmo cria, é preciso primeiro colocar essas moedas em circulação adquirindo bens e serviços da população local. Não é possível ocorrer o contrário, pois neste caso as famílias e empresas não teriam como obter a moeda estatal para devolvê-la na forma de tributos ao governo que a criou.

O segundo aspecto a ser notado decorre de um princípio básico de contabilidade: todo ativo financeiro corresponde a um passivo financeiro. Em uma economia fechada, isso significa que o superávit obtido pelo setor público corresponde necessariamente a um déficit no setor privado, e vice-versa. Quando se inclui o setor externo na análise, o raciocínio é o mesmo: considerando como “resto do mundo” os governos, as empresas e

---

<sup>3</sup> Pode-se dizer que um governo monetariamente soberano é aquele que dispõe das seguintes prerrogativas legais: i. determinar qual a moeda de conta oficial; ii. exercer o monopólio sobre a emissão do dinheiro emitido na moeda de conta oficial; iii. estabelecer obrigações não recíprocas (principalmente impostos, mas, também, multas, taxas, tarifas dentre outros); e iv. decidir o que entregará para realizar pagamentos e transferências ao setor privado. Não é o caso, por exemplo, dos Estados-membros da União Europeia, que renunciaram à sua soberania monetária em favor do Banco Central Europeu, ou dos entes subnacionais (estados e municípios) brasileiros, que são usuários da moeda emitida pela União (DALTO et al, 2020, p.100).

as famílias dos países com os quais um determinado país possui relação financeira, temos a seguinte identidade:

$$\text{balanço privado doméstico} + \text{balanço público doméstico} + \text{balanço externo} = 0$$

Ou seja, ao menos um desses setores precisa apresentar despesas maiores do que receitas para que algum outro setor apresente receitas maiores do que despesas. Como não é possível que esses três setores apresentem receitas maiores do que despesas em um mesmo período, para que haja aumento da riqueza financeira privada (isto é, das famílias e empresas) é preciso que haja um déficit equivalente no setor público (supondo que o balanço externo esteja equilibrado, para simplificar).

É por isso que superávits devem ser evitados no setor público, caso não se pretenda provocar deliberadamente o empobrecimento das famílias e empresas. E é também por isso que o ente responsável pela emissão da moeda aceita para o pagamento de tributos deve ser deficitário, de forma a permitir que o conjunto das famílias e empresas situadas em seu território possam aumentar a sua riqueza financeira.<sup>4</sup>

Isso de forma alguma significa que governos monetariamente soberanos possam ou devam gastar de forma indiscriminada. Para que um gasto público seja funcional, isto é, que cumpra adequadamente uma determinada função definida pelo planejamento governamental, ao menos três aspectos precisam ser considerados em cada decisão de gasto: o custo de oportunidade, os possíveis impactos inflacionários e as restrições externas.

O custo de oportunidade se refere aos benefícios que deixam de ser usufruídos quando gastos públicos que não atendam necessidades concretas da população mobilizam recursos reais escassos (força de trabalho, recursos naturais, tecnologias e capacidade de gestão) que eventualmente poderiam ser melhor empregados em outras atividades. Tendo em vista que a definição sobre como mobilizar esses recursos escassos é necessariamente

---

<sup>4</sup> Ver Lerner (1943, 1947), Wray (2003, 2015), Mitchell, Wray e Watts (2019), Dalto et al (2020) e Kelton (2020).



um assunto de natureza política, instituições são criadas para disciplinar o exercício desse poder.

Afinal, embora um governo monetariamente soberano sempre possa honrar compromissos financeiros denominados na moeda que ele mesmo emite, é preciso uma autorização do Congresso para que as autoridades fiscal (Tesouro) e monetária (Banco Central) façam os procedimentos operacionais necessários para que os valores correspondentes sejam depositados nas contas bancárias das pessoas físicas e jurídicas ofertantes dos bens e serviços contratados pelo governo para viabilizar a oferta de políticas públicas. Essa autorização do Congresso se dá por meio da aprovação da Lei Orçamentária, estabelecendo limites de gasto para cada programa ou ação governamental.

Para que o gasto público seja funcional, é necessário que a análise do custo de oportunidade considere também os possíveis impactos inflacionários e as restrições externas.

Sobre os impactos inflacionários, conforme discutido anteriormente, tipos específicos de inflação exigem instrumentos específicos de ação. Como visto anteriormente, não é manejando apenas a taxa básica de juros que se conseguirá mitigar pressões inflacionárias em economias que estejam operando abaixo do pleno emprego das suas forças produtivas. O lado da oferta é tão ou mais importante que o da demanda quando se trata de controle da inflação, pois abarca os diferentes tipos de inflação de custos: a inflação de salários; a inflação de lucros; a inflação importada; e a inflação de gargalos setoriais de oferta.

Em linha com a visão estruturalista do processo inflacionário, o combate à inflação exige estreita cooperação entre o Banco Central e o Tesouro. Só assim a oferta de bens e serviços poderá ser administrada de forma a atender eventuais ampliações de demanda sem que isso resulte em aumentos persistentes e generalizados no nível de preços.

Sobre as restrições externas, é preciso reconhecer que nem todos os bens e serviços demandados em uma determinada economia podem ser adquiridos com a moeda nacional. Exceto o país emissor da moeda-chave internacional, todos os demais enfrentam algum grau de restrição para contratar bens e serviços que não estejam disponíveis para venda na sua própria moeda.

Logo, um país que não consiga produzir internamente algo que necessita pode não ser capaz de usar sua própria moeda para pagar pelo bem ou serviço que irá importar. Para tanto, precisará adquirir moedas estrangeiras, que são geralmente obtidas por meio da exportação de outros bens ou serviços. Um país que não produz petróleo, por exemplo, é incapaz de fazê-lo brotar do solo simplesmente criando moeda.

Como a criação de moeda contribui para a ampliação da renda e do emprego, é natural que esse processo seja acompanhado pela ampliação das importações. Para que o país não enfrente dificuldades de obtenção das divisas internacionais necessárias para efetivar esse acréscimo de importações, é desejável que as suas exportações cresçam em velocidade igual ou superior à verificada nas importações. Isso exige políticas públicas com abrangência e duração suficientes para promover a diversificação e a complexificação tecnológica das suas atividades produtivas, elevando o valor agregado dos bens e serviços produzidos naquele país.

Em suma, processos bem estruturados de planejamento governamental que orientem a cooperação entre as autoridades fiscal e monetária são indispensáveis para que as decisões de gastos públicos sejam feitas de forma transparente e tecnicamente consistente, o que inclui analisar o custo de oportunidade, os possíveis impactos inflacionários e as restrições externas relacionadas a cada decisão.

## **5 O circuito monetário do gasto público**

No regime de metas de inflação, o Banco Central guia sua intervenção de maneira a garantir que a taxa de juros no mercado interbancário se aproxime da meta da taxa de juros de curto prazo. Para tanto, o Banco Central reage a alterações no mercado interbancário, sobretudo por meio das operações de mercado aberto, em que ele drena (cria) liquidez quando há excesso (falta) de reservas, garantindo que a taxa de juros (quando positiva) convirja para a sua meta (Wray, 2003, p. 126).

Desde já, pode-se compreender que não é possível controlar simultaneamente a quantidade de moeda e a taxa de juros. A autoridade monetária necessariamente tem papel reativo, compatibilizando o nível de reservas e a meta da taxa de juros.

No caso brasileiro, vige o regime de metas de inflação. Para alcançar a meta, o principal instrumento do Banco Central é a taxa de juros de curto prazo, fixada pelo Comitê de Política Monetária (taxa Selic). Quando há excesso de reservas, a esterilização é feita por meio de operações compromissadas, em que o Banco Central vende títulos aos bancos com compromisso de recompra.

Usualmente, as operações compromissadas são de curtíssimo prazo e rendem a taxa Selic (a taxa básica de juros da economia). Caso o Banco Central não efetuasse tais operações, o excesso (a escassez) de reservas pressionaria a taxa de juros do mercado interbancário para baixo (para cima), afastando-se da taxa Selic.

Como visto, a LRF impediu o Banco Central de emitir títulos da dívida pública. Assim, o Tesouro emite títulos e os transfere para a carteira do Banco Central, que os utiliza como lastro para as operações compromissadas. Tais títulos são contabilizados na dívida bruta do governo geral, ainda que as operações compromissadas não tenham natureza eminentemente fiscal.

Para segregar os efeitos da política fiscal e monetária, o Congresso Nacional aprovou recentemente o uso de depósitos voluntários. Assim, o Banco Central poderá remunerar as instituições financeiras por estes depósitos, como instrumento de controle da quantidade de reservas no mercado interbancário.

Como não há utilização de títulos emitidos pelo Tesouro, os depósitos remunerados, ainda que sejam um passivo do setor público, não são contabilizados na dívida bruta do governo geral, permitindo uma maior transparência em relação à operação do Tesouro e do Banco Central. O instrumento foi adotado por diversos bancos centrais, como o FED e o Banco Central Europeu.

Vale destacar que o instrumento utilizado no controle da liquidez nada altera em relação ao tamanho do passivo do setor público. Trata-se de questão contábil, embora o aumento

da dívida bruta do governo geral resultante da ampliação das operações compromissadas (conforme se verá a seguir) seja utilizado por analistas convencionais como argumento para defesa de corte de gastos com vistas a conter a dívida.

Já no caso dos Estados Unidos, a adoção dos depósitos remunerados em 2008 se deu no contexto das políticas monetárias não convencionais que ampliam a liquidez da economia. Com a enorme expansão da base monetária e diante da baixa disposição dos bancos para a realização de empréstimos, o QE leva ao excesso de reservas bancárias. Assim, caso o FED não esterilizasse os recursos, perderia o controle sobre a taxa de juros. Por outro lado, a utilização de títulos do Tesouro para as operações de política monetária faria ampliar a dívida pública, razão pela qual se optou pela remuneração do excesso de reservas por meio dos depósitos voluntários.

À luz do exposto, vale detalhar como se dão as relações entre Tesouro Nacional e Banco Central. O senso comum e a abordagem convencional das finanças públicas reproduzem a ideia de que os gastos públicos devem ser financiados por meio de tributos e o déficit fiscal é um problema em si mesmo.

No entanto, para um governo que é emissor da sua própria moeda, é necessário entender a relação entre Caixa do Tesouro Nacional e o Banco Central. É preciso compreender que o processo do gasto público envolve injeção de liquidez na economia e o Estado emissor de moeda não está sujeito às mesmas restrições que os agentes privados, conforme seção anterior.

É do Caixa do Tesouro que são debitados os valores relacionados ao gasto do governo. Da mesma forma, tributos e recursos oriundos da emissão de títulos ampliam o saldo do Caixa do Tesouro. Ele é um passivo do Banco Central, conforme se pode observar no balanço da autoridade monetária, do qual se extrai a seguinte identidade contábil (1):

$$R + TP + C = PMPP + RB + CTN + DB + PL \quad (1)$$

Onde:

R = reservas internacionais; TP = títulos públicos; C = crédito aos bancos; PMPP = papel moeda em poder do público; RB = reservas bancárias; CTN = caixa do Tesouro Nacional; DB = depósitos dos bancos; PL = patrimônio líquido.

**Figura 1 – Balanço do Banco Central**

<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
Reservas internacionais	Base Monetária
Títulos públicos	Papel moeda em poder público
Crédito junto aos bancos	Reservas bancárias
	Conta Única do Tesouro Nacional
	Depósitos dos bancos
	Patrimônio líquido

Elaboração dos autores

Considere que, em oposição ao caso brasileiro, em determinado país não haja restrição para que o Banco Central possa financiar diretamente o Tesouro Nacional. A autoridade monetária compraria títulos públicos, creditando o Caixa do Tesouro Nacional. Suponhamos que o Banco Central financiasse o Tesouro em 10.000 unidades monetárias. O passivo do Banco Central seria acrescido deste valor, referente ao Caixa do Tesouro. Pelo lado do ativo, os títulos públicos seriam ampliados nas mesmas 10.000 unidades monetárias.

Se o Tesouro fizer um saque de 1.000 unidades monetárias para a realização de despesas associadas à transferência de renda, este valor será debitado no Caixa do Tesouro. Como não há mudança pelo lado do ativo, é necessário que alguma conta do passivo tenha acréscimo no mesmo valor. Esta conta será a de reservas bancárias, tendo em vista que os recursos serão creditados nas contas dos beneficiários da transferência de renda.

Isto é, houve um aumento de 1.000 unidades na base monetária (constituída pelas reservas bancárias e pelo papel moeda em poder do público). O gasto público implica injeção de liquidez na economia. Supondo-se que os bancos não variam sua demanda por reservas bancárias, o gasto público gerará excesso de liquidez no mercado interbancário, forçando uma redução da taxa de juros.

Caso a autoridade monetária não interfira, a taxa de juros efetiva se distanciará da meta estabelecida. Para evitar a perda de controle da taxa de juros pelo Banco Central, ele terá

de enxugar o excesso de liquidez. Caso ele o faça por meio das operações compromissadas, precisará vender títulos para enxugar o excesso de 1.000 unidades monetárias.

Segundo os critérios do FMI, os títulos livres na carteira do Banco Central são contabilizados na dívida bruta. Todavia, o Banco Central do Brasil não computa na dívida bruta do governo geral tais títulos.

Retomando o exemplo, a dívida pública foi ampliada em 1.000 unidades (10.000 unidades em função dos títulos do Tesouro, menos 9.000 unidades, relativas aos títulos livres do Tesouro na carteira do Banco Central). Portanto, ainda que o Banco Central financie diretamente o Tesouro, a dívida pública seria ampliada em 1.000 unidades monetárias.

Outra questão relevante se refere à quantidade de moeda diretamente retida pelos beneficiários da transferência de renda. Sob a hipótese de que o público retenha 20% do valor transferido (200 unidades monetárias), a ampliação das reservas bancárias será de 800 unidades monetárias. Este seria o valor que a autoridade monetária esterilizaria por meio de venda de títulos e, portanto, o montante de ampliação da dívida pública.

As equações abaixo mostram como o déficit público envolve necessariamente criação de moeda<sup>5</sup>.

$$D = T - G \quad (2)$$

Onde:

T = tributos; G = gastos

$$T = tY - F - TR \quad (3)$$

Onde:

t = parcela tributada da renda; F = pagamentos financeiros; TR = transferências de renda.

---

<sup>5</sup> Palley (2014) apresenta uma visão particular sobre a MMT utilizando tais equações.

$$D = M_d + M_b \quad (4)$$

Onde:

$D$  = déficit público;  $M_d$  = parcela do déficit “financiada” por criação de moeda;  $M_b$  = parcela do déficit “financiada” por emissão de títulos.

$$BM = BM_{-1} - M_d + L \quad (5)$$

Onde:

$BM$  = base monetária;  $BM_{-1}$  = base monetária no período anterior;  $L$  = operações de regulação da liquidez.

Combinando-se as equações 2, 3 e 4, temos que:

$$D = tY - F - TR - G = M_d + M_b \quad (6)$$

Se supusermos que o governo não tributa, não emite títulos e não regula a liquidez da economia, então  $t = M_b = L = 0$ , chegando-se às seguintes equações:

$$D = -F - TR - G = M_d < 0 \quad (7)$$

$$\text{Var. } BM = BM - BM_{-1} = -M_d > 0 \quad (8)$$

Ou seja, sob as referidas hipóteses, resta claro que o déficit do governo ocorre simultaneamente à criação de base monetária. Quando há déficit público,  $M_d$  é negativo e, portanto, a base monetária cresce junto ao gasto governamental deficitário.

Logo, o processo do gasto público envolve a criação de moeda estatal, creditada nas contas bancárias. Tributos e emissão de títulos não financiam o governo, antes drenando parcela das reservas criadas pelo gasto do governo (Bell, 1998). Retomando a equação 6,  $M_b$  e  $M_d$  não seriam formas de financiar o governo, mas representariam, dada a taxa de juros, a escolha de portfólio dos agentes privados, tendo em vista o gasto público

deficitário, entre base monetária e títulos governamentais (correspondendo à parcela do déficit que os bancos não querem manter sob a forma de reservas).

A emissão de títulos do Tesouro serviria para drenar o excesso de reservas, contribuindo, junto às operações do Banco Central, para regular a liquidez da economia em linha com a meta de taxa de juros definida pela autoridade monetária.

Portanto, contrariando a visão convencional, o governo que adota uma unidade de conta na qual emite sua moeda não tem as restrições financeiras típicas de agentes privados como empresas e famílias (Wray, 2015, p. 42). Para iluminar a questão, vale retomar a equação 6, supondo que o governo apenas realiza pagamentos financeiros e não emite títulos, de maneira que  $t = TR = G = M_b = 0$ .

$$D = -F = M_d \quad (9)$$

$$\text{Var. BM} = \text{BM} - \text{BM}_{-1} = -M_d > 0 \quad (10)$$

Fundamentalmente, as equações 9 e 10 mostram que um governo monetariamente soberano sempre é capaz de saldar obrigações denominadas na sua própria moeda por meio da “emissão de dinheiro”.

Ante o exposto, vale indagar: em países em que, em função dos arranjos institucionais vigentes, o Tesouro não é diretamente financiado pelo Banco Central, seria correto afirmar que o governo gasta simplesmente creditando as contas dos bancos no Banco Central?

Neste caso, o processo do gasto público deficitário se inicia por meio da emissão de títulos públicos do Tesouro para venda ao setor privado. Vale retomar o exemplo da transferência de renda e comparar como ocorre o gasto quando há financiamento direto do Tesouro pelo Banco Central e quando os títulos do Tesouro Nacional são vendidos no mercado primário.

Para os nossos propósitos, importa demonstrar que a proibição de que o Banco Central financie diretamente o Tesouro não é eficaz para contornar o fato de que o gasto público envolve injeção de liquidez na economia, requerendo necessariamente a atuação conjunta



do Tesouro e da autoridade monetária. Conforme será visto a seguir, o Banco Central, ainda que indiretamente, para manter o controle sobre a taxa de curto prazo, financiará o Tesouro Nacional.

A figura 2 mostra como se dá o processo do gasto público, quando o Banco Central compra Títulos do Tesouro, creditando no seu caixa o valor correspondente (no nosso exemplo, 1.000 unidades monetárias para transferência de renda). Conforme já apontado, as reservas bancárias subirão na mesma proporção, uma vez que os valores são creditados nas contas dos beneficiários.

Supondo retenção de papel moeda em poder do público de 10% (100 unidades monetárias) e recolhimento compulsório de 10% (90 unidades monetárias), os bancos comerciais demandarão 190 unidades monetárias de reservas, restando um excedente de 810 unidades. Este excesso de reservas não rende juros, de modo que os bancos tenderão a se desfazer dele, ofertando-o a juros mais baixos no mercado interbancário.

Caso não queira perder o controle da taxa de juros, o Banco Central vende títulos para enxugar o excedente de liquidez, ficando em seu ativo com 190 unidades monetárias em títulos. Por outro lado, seu passivo fica estruturado da seguinte forma: 90 unidades referentes às reservas dos bancos (compulsório) e 100 unidades de moeda retidas pelos agentes não bancários.

**Figura 2 – Financiamento direto do Tesouro pelo Banco Central: balancetes do Banco Central e bancos comerciais**

<b>Banco Central</b>		<b>Bancos comerciais</b>	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
Títulos do Tesouro + 1000	Caixa do Tesouro + 1000		
Títulos do Tesouro + 1000	Depósitos nos bancos + 1000	Reservas + 1000	Depósitos nas contas bancárias + 1000
Títulos do Tesouro + 190	Depósitos dos bancos + 90  Papel moeda em poder do público + 100	Reservas + 90 Títulos do Tesouro + 810	Depósitos + 900

Elaboração dos autores, adaptada de Lavoie (2014).

A figura 3 mostra como se dá o percurso monetário do gasto público quando os recursos para financiar a transferência de renda são captados junto ao setor privado. Pode-se perceber que o resultado final é o mesmo, considerando o ativo e o passivo do Banco Central e dos bancos comerciais.

No entanto, o processo difere daquele representado na figura 2. Quando o Banco Central capta 1.000 unidades monetárias junto ao mercado, primeiro há uma redução na liquidez, que, em seguida, é ampliada, assim que os recursos são depositados na conta dos beneficiários.

Sob as mesmas hipóteses da Figura 2, os bancos demandarão 190 unidades monetárias de reservas, relativas ao saque de 100 unidades monetárias (papel moeda em poder do público) e ao recolhimento compulsório (90 unidades). Para evitar a insuficiência de reservas, o Banco Central deverá comprar títulos dos bancos, no total de 190 unidades monetárias, restituindo a liquidez do sistema.

**Figura 3 – Financiamento indireto do Tesouro pelo Banco Central: balancetes do Banco Central e bancos comerciais**

<b>Banco Central</b>		<b>Bancos comerciais</b>	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
		Títulos públicos + 1000	Depósitos no Caixa do Tesouro + 1000
		Títulos públicos + 1000	Depósitos nas contas bancárias + 1000
Títulos do Tesouro + 190	Depósitos dos bancos + 90  Papel moeda em poder do público + 100	Reservas + 90 Títulos do Tesouro + 810	Depósitos + 900

Elaboração dos autores, adaptada de Lavoie (2014).

É fundamental perceber que a captação de recursos junto aos bancos comerciais para a realização do gasto público envolve o financiamento indireto do Tesouro pelo Banco Central. Afinal, a autoridade monetária precisa comprar títulos dos bancos para garantir

o nível adequado de reservas. Caso não o fizesse, a taxa de juros no mercado interbancário subiria em função da escassez de reservas.

Pode-se concluir que a proibição de financiamento direto do Tesouro pelo Banco Central não altera essencialmente a relação entre as autoridades fiscal e monetária, já que esta última terá que comprar títulos dos bancos no mercado secundário (ou seja, há o financiamento indireto do Tesouro pelo Banco Central).

Serrano e Pimentel (2017) afirmam que, mesmo diante de uma eventual negativa do mercado em comprar ou refinanciar títulos públicos à determinada taxa de juros, a autoridade monetária sempre garantirá o financiamento do Tesouro. Ou seja, para países emissores de sua moeda, a atuação passiva do Banco Central, visando a perseguir sua meta de taxa de juros, assegura a demanda por títulos do Tesouro, ainda que não haja o financiamento direto.

Na hipótese de o mercado não rolar a dívida do Tesouro, ele utilizará seu caixa para resgatar os títulos e o excesso de reservas bancárias será enxugado pelo Banco Central nas operações de mercado aberto. Como o excesso de reservas não rende juros aos bancos, eles tenderão a demandar os títulos ofertados pelo Banco Central.

Vale observar, brevemente, como tais conclusões se relacionam ao caso brasileiro. Com a pandemia de Covid-19, ampliou-se significativamente a demanda por recursos para enfrentamento da emergência de saúde pública, assim como para programas emergenciais voltados a mitigar seus impactos econômicos e sociais.

Diante do rígido arcabouço fiscal, o Brasil não seria capaz de ampliar seus gastos. De um lado, o teto estabelecido pela Emenda Constitucional nº 95/2016 impõe uma redução estrutural da despesa como proporção do PIB. De outro, ante a queda da arrecadação em função da crise, o cumprimento da meta de resultado primário exigiria contingenciamento, levando a despesa a ficar abaixo do teto (Dweck, Moretti e Melo, 2021).

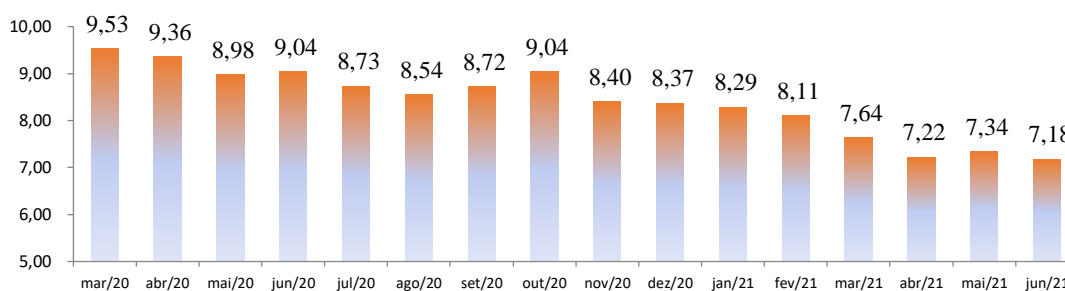
Neste contexto, as regras fiscais foram suspensas, mediante decretação do estado de calamidade pública e aprovação da Emenda Constitucional nº 106/2020, que criou o “orçamento de guerra”, por meio da edição de créditos extraordinários não contabilizados no teto de gastos.

Com a suspensão das regras fiscais, o Tesouro Nacional pagou R\$ 524 bilhões em 2020, referentes ao orçamento extraordinário, dos quais R\$ 293 bilhões foram destinados ao auxílio emergencial<sup>6</sup>. O expressivo volume de gastos levou a um déficit primário de 10% do PIB, segundo os dados do Tesouro Nacional, tendo a dívida bruta do governo geral alcançado 88,8% do PIB no fim de 2020 (aumento de 14,5 pontos percentuais em relação a dezembro de 2019, conforme dados do Banco Central).

Outro ponto relevante é que, diferente do previsto pela teoria econômica convencional, o aumento do déficit fiscal ocorreu junto à redução do custo médio de emissão da dívida pública federal, conforme o gráfico 2. A expansão fiscal de 2020 mostra a falácia da tese do “país quebrado”, que associa piora fiscal conjuntural à falta de recursos para financiamento de políticas públicas.

Ademais, o tamanho da dívida não é um problema para a sustentabilidade fiscal, sobretudo diante das características do endividamento brasileiro, como o baixo custo para liquidação e rolagem (em função do patamar da SELIC, apesar da subida recente) e o fato de ser denominada em moeda local.

**Gráfico 2 – Custo médio de emissão da dívida pública federal – estoque  
(acumulado de 12 meses) - %**



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Tesouro Nacional.

Por outro lado, é preciso levar em conta que, no Brasil, o arranjo fiscal vigente proíbe o Banco Central de financiar diretamente o Tesouro Nacional. Portanto, se as receitas são

---

<sup>6</sup> Os dados do orçamento federal são do Siop. Consulta em 1/8/2021.

insuficientes para financiar o gasto do governo, ele deve recorrer ao setor privado por meio da emissão de títulos. As incertezas relacionadas à crise levaram ao aumento do prêmio cobrado pelo mercado para financiar os títulos longos. A aversão ao risco é captada, por exemplo, pelo maior diferencial de juros longos (de dez anos) e curtos, observada em 2020.

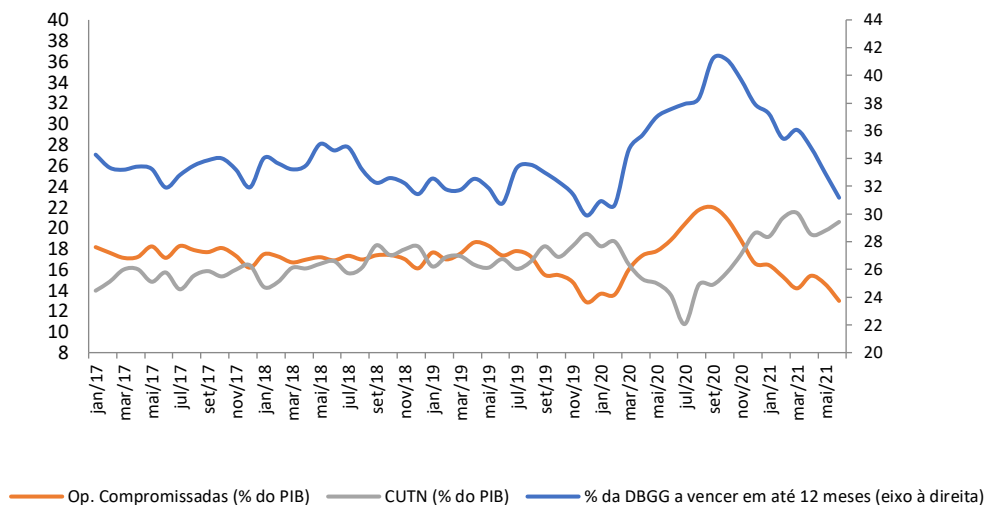
Para os nossos propósitos, o relevante é mostrar como Tesouro Nacional e Banco Central se relacionam, especialmente no contexto de ampliação do déficit primário. A reação do Tesouro Nacional às pressões por aumento do prêmio cobrado pelos títulos longos envolveu o uso dos recursos da Conta Única do Tesouro Nacional e a emissão de títulos curtos para financiar gastos emergenciais e administrar a dívida, reduzindo seus custos.

O gráfico 3 expressa, sob diferentes óticas, a estratégia adotada. O encurtamento da dívida é evidente, na medida em que o percentual de títulos da dívida bruta do governo geral com vencimento em até um ano passou de 30%, no fim de 2019, para 41% em setembro de 2020. O dado aponta para maior aversão ao risco a partir do início da pandemia, normalizando-se o mercado apenas a partir de outubro de 2020, quando o governo voltou a colocar títulos mais longos e o percentual de títulos a vencer em até 12 meses caiu.

O encurtamento do perfil da dívida também se deve à ampliação das operações compromissadas. Dada a piora das condições para emissão de novos títulos da dívida, o Tesouro se valeu dos recursos da Conta Única para financiar as ações emergenciais. Entre o fim de 2019 e julho de 2020, o saldo da Conta Única foi reduzido praticamente à metade, alcançando o piso de 10,8% do PIB. A contrapartida dos saques na Conta Única foi o aumento da base monetária e, especialmente, das reservas bancárias, de forma que o Banco Central foi obrigado a esterilizar o excedente de reservas para seguir perseguindo a meta de juros estabelecida.

Conforme exposto, a autoridade monetária não tem alternativa a não ser enxugar o excesso de reservas bancárias resultante da ampliação dos gastos, mantendo o controle sobre a taxa básica de juros. Em consequência, as operações compromissadas tiveram crescimento de 12,8% do PIB em dezembro de 2019 para 21,7% do PIB em agosto de 2020, chegando a representar 25% da dívida bruta do governo geral no ano de 2020.

**Gráfico 3 – Op. Compromissadas, Conta Única e DBGG a vencer em até 1 ano**



Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Em síntese, pode-se perceber que, entre março e setembro de 2020, ante a maior preferência pela liquidez e aversão ao risco, verifica-se a ocorrência da redução do saldo da Conta Única do Tesouro, da ampliação das operações compromissadas e do encurtamento da dívida pública. Neste contexto, a relação entre Tesouro e autoridade monetária se mostrou decisiva, na medida em que, frente a pressões do mercado, o Banco Central indiretamente realizou o financiamento do Tesouro, a custos baixos (em geral, SELIC)<sup>7</sup>.

A situação se “normalizou” ao longo do segundo semestre de 2020, com recuperação do saldo da Conta Única. Para tanto, foram fundamentais novas captações do Tesouro no mercado e a transferência de valores do Banco Central para o Tesouro, oriundos dos lucros contábeis com as reservas internacionais.

Outro aspecto a comentar é que parcela do aumento do gasto público de 2020, creditado nas contas bancárias, foi absorvida sob a forma de papel moeda em poder do público. Isto

---

<sup>7</sup> Por outro lado, a EC 106/2020 conferiu ao Banco Central poderes para comprar títulos no mercado secundário, o que poderia ter sido utilizado para desinclinarmos a ponta longa da curva de juros. No entanto, o Banco Central não utilizou este instrumento, que poderia ter reduzido as pressões sobre o Tesouro no mercado de títulos públicos.

é, o público não bancário ampliou sua demanda por moeda. Entre 2019 e 2020 (posição de dezembro), o papel-moeda teve elevação de 35%. Retomando a equação 6, pode-se dizer que o déficit público viabilizou a acumulação de ativos pelo setor privado, convertendo-se, em alguma medida, em papel-moeda. Este é debitado dos depósitos à vista e das reservas bancárias, de maneira que parcela do déficit não se transforma em dívida pública, mas em base monetária, constituindo um passivo com custo zero para o governo (Braga e Serrano, 2020).

Enfim, o conjunto de argumentos aqui trazidos mostra, a partir das relações entre Tesouro e Banco Central, que o Brasil dispunha de capacidade para realizar a expansão fiscal ocorrida em 2020, sem que a dívida entrasse em trajetória explosiva ou que não houvesse demanda pelos títulos públicos. O aumento de gastos foi crucial para a resposta direta à emergência de saúde pública (financiando leitos e vacinas, por exemplo), mas também para mitigar os seus impactos econômicos e sociais, por meio do auxílio emergencial, do pagamento de parcela dos salários dos trabalhadores formais e dos programas emergenciais de crédito, especialmente a micro e pequena empresas.

Ante a maior aversão ao risco, a atuação conjunta do Tesouro e da autoridade monetária viabilizou a expansão dos gastos, que ocorre simultaneamente à ampliação da liquidez, resultando na necessidade de enxugamento do excesso de reservas no mercado interbancário, de modo que o Banco Central mantenha o controle sobre a taxa de juros de curto prazo.

O crescimento das operações compromissadas contribuiu para a redução dos custos distributivos da dívida pública, mas também para o seu encurtamento (junto à emissão de títulos de curto prazo pelo Tesouro). A partir de outubro de 2020, com a melhoria do cenário, o Tesouro voltou a colocar títulos no mercado, verificando-se redução gradual do percentual da dívida a vencer em um ano e dos diferenciais de juros longos e curtos.

Ao longo do segundo semestre de 2020, o saldo da Conta Única se recuperou e superou 20% do PIB, houve redução expressiva das operações compromissadas e a reserva de liquidez do Tesouro voltou a subir.

Mesmo diante da restrição legal de financiamento direto do Tesouro pelo Banco Central, conclui-se que o Estado brasileiro, emissor da moeda soberana, dispõe de mecanismos,

considerando a integração entre política fiscal e autoridade monetária, para realizar gastos públicos sem riscos de uma crise de liquidez ou de solvência.

Portanto, as políticas de austeridade não guardam relação com um limite financeiro intransponível, considerando os instrumentos fiscais e monetários existentes. A rigor, ela é produto de restrições fiscais autoimpostas que retiram artificialmente a capacidade de ação do Estado para responder à crise e a seus impactos econômicos e sociais.

## **Considerações Finais**

A hegemonia do neoliberalismo concorre para o fato de que as políticas monetária e fiscal foram sendo progressivamente esvaziadas, após os anos 1980. De fato, o papel da política monetária foi drasticamente reduzido e seus instrumentos foram limitados. A aceitação, ainda hegemônica, de que o regime de metas de inflação é a melhor forma de se conduzir a política monetária representa o coroamento desse longo processo de atrofiamento da política monetária. Esse regime prevê que o banco central deve ter um único objetivo fundamental, a estabilidade de preços, a ser alcançada por um único instrumento, a taxa básica de juros.

O mesmo ocorreu com a política fiscal: a aversão ao déficit público desidratou radicalmente o papel do tesouro nacional no gerenciamento macroeconômico. A política fiscal reduziu-se ao cumprimento de uma meta de gastos. Assim, o tesouro perdeu completamente sua capacidade de usar a política fiscal de forma discricionária.

O que se propõe aqui é uma reversão desse processo. Nosso banco central ideal ganha musculatura: tanto seus objetivos quanto seus instrumentos são largamente ampliados. A política monetária volta ser conduzida de forma discricionária. Isso também vale para a política fiscal. A política cambial também deve ser usada de forma coordenada com as políticas fiscal e monetária contribuindo, assim, para o objetivo primordial do nosso banco central ideal.

Repare que é abandonada a usual compartimentalização das políticas econômicas em prol de um arcabouço mais amplo e complexo, que use de forma coordenada as políticas fiscal,



monetária e cambial. Esse uso conjunto dos instrumentos de intervenção econômica é fundamental para a promoção do pleno emprego.

Em suma, nosso banco central ideal se distingue radicalmente do previsto pelo regime de metas de inflação. Seu objetivo fundamental é promover o pleno emprego. A estabilidade de preços torna-se secundária. A gestão da taxa de básica de juros deixa de ser o principal instrumento de atuação da autoridade monetária. A política inflacionária torna-se secundária e umbilicalmente coordenada com a política fiscal.

## Referências

DALTO, F.; GERIONI, E.; OZZIMOLO, J.; DECCACHE, D.; CONCEIÇÃO, D. *Teoria Monetária Moderna – MMT: a chave para uma economia a serviço das pessoas*. Fortaleza: Nova Civilização, 2020.

DAVIDSON, P. (1978), *Money and the Real World*. London: Macmillan.

\_\_\_\_\_. (2003), *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham: Edward Elgar.

DWECK, E.; MORETTI, B.; MELO, M. F. G. C. (2021), Pandemia e desafios estruturais do CEIS: financiamento do SUS, federalismo da saúde e as relações público-privadas. *Cadernos do Desenvolvimento*, 16 (28), 239-265.

KELTON, S. *The deficit myth: Modern Monetary Theory and the birth of the people's economy*. New York: Public Affairs, 2020.

KYDLAND, F. e PRESCOTT, E. (1977), “Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans”. *Journal of Political Economy*, nº 85, pp. 473-92.

LAVOIE, M. (2014), The monetary and fiscal nexus of Neo-Chartalism: a friendly critique. *Journal of Economic Issues*, 47(1), 1-32.

LERNER, A. *Functional Finance and the Federal Debt*. Social Research, no. 10, 1943.

\_\_\_\_\_. “Money as a Creature of the State”. *The American Economic Review*, Vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association., pp. 312-317, 1947.

\_\_\_\_\_. “The Burden of Debt”. *The Review of Economics and Statistics*, p. 139-141, 1961.

LINS, R. *Finanças Funcionais: A contribuição de Abba Lerner*. Rede MMT Brasil, 2021.

MITCHELL, W.; WRAY, L. R.; WATTS, M. *Macroeconomics*. Macmillan/Red Globe Press, 2019.

PALLEY, T. (2014). “Modern monetary theory (MMT): the emperor still has no clothes”. Disponível em: [https://www.thomaspalley.com/docs/articles/macro\\_theory/mmt\\_response\\_to\\_wray.pdf](https://www.thomaspalley.com/docs/articles/macro_theory/mmt_response_to_wray.pdf). Acesso em 10 jun. 2021.

RANGEL, I. (1963), *A Inflação Brasileira*. São Paulo: Brasiliense.

SERRANO, F.; PIMENTEL, C. (2017). Será que “acabou o dinheiro”? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. *Revista de Economia Contemporânea*, 21 (2), 1-29.

SICSÚ, J. (2003), “Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana”. *Análise Econômica*, v. 21 (39).

SUNKEL, O. (1958), “La inflación chilena: un enfoque heterodoxo”. *El Trimestre Económico*, 25 (4).

STUDART, R. (1995) “The Efficiency of Financial Systems, Liberalization, and Economic Development”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 18 (2), pp. 269-292.

WRAY, L. R. (2003), *Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços*. Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Contraponto Editora, 2003.

\_\_\_\_\_. (2015), *Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary*. University of Missouri-Kansas City.

\_\_\_\_\_. (2019), “Alternative paths to modern money theory. real-world economics review”, issue no. 89, 1 October, pp. 5-22.