

Lições da coronacrise sobre os verdadeiros limites da política econômica

Fabiano Abranches Silva Dalto
Daniel Negreiros Conceição

1. Introdução

A pandemia do coronavírus em 2020 obrigou economistas e governantes a questionarem o entendimento convencional sobre os verdadeiros limites da gestão macroeconômica. Mesmo governos confiantes na eficiência autocorretiva do livre mercado e comprometidos com a busca intransigente do equilíbrio fiscal foram obrigados a abandonar, ou pelo menos suspender, convicções liberais em favor de um ativismo macroeconômico pragmático, com políticas fiscais e monetárias extraordinariamente expansivas necessárias para que a crise econômica deflagrada pela pandemia não levasse os países ao colapso político, social e econômico.

Foi, também, o caso brasileiro. Durante os meses que precederam a pandemia no país, representantes do governo federal, e a maioria dos especialistas com espaço garantido no debate público, defenderam dogmaticamente que o grande problema da economia brasileira era a suposta crise fiscal do Estado brasileiro.¹ No entanto, a realidade se impôs à ortodoxia macroeconômica com a força de um tsunami sanitário que ameaçava produzir milhões de doentes e mortos a partir de março de 2020. O risco de hecatombe seguida de colapso social, econômico e político, dizimou o discurso alarmista da crise fiscal. Aceitou-se que o gasto público se elevasse tanto no financiamento à saúde pública como para impedir que a pandemia empurrasse a economia num abismo depressivo. Para tanto, transferiu-se renda à população mais vulnerável, ajudas de custo e créditos subsidiados às empresas em dificuldades, e suporte financeiro aos bancos cujas carteiras estavam carregadas de dívidas de empresas e indivíduos empobrecidos pela pandemia.

O que antes era alardeado como fiscalmente impossível, em poucos dias virou realidade. O decreto legislativo nº 6 de 18 de março de 2020 permitiu ao governo gastar tanto

¹ Sob o manto da “crise fiscal e financeira do Estado” abrigou-se inúmeras reformas redutoras dos serviços públicos. Entre elas estão a instituição do teto de gastos pela Emenda Constitucional nº 95; o desmonte do sistema previdenciário brasileiro pela Emenda Constitucional nº 103 de 2019 e mais recentemente a proposição da reforma administrativa pela PEC 32/2020.

quanto o necessário para enfrentar a coronacrise, sem identificação de fontes adicionais de arrecadação tributária, simplesmente fazendo “dispensas do atingimento dos resultados fiscais previstos no art. 2º da Lei nº 13.898, de 11 de novembro de 2019, e da limitação de empenho de que trata o art. 9º da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000”. Em seguida foi instituído o “Orçamento de Guerra” pela Emenda Constitucional nº 106 que eliminou de vez qualquer incerteza jurídica que pudesse restar sobre a autorização legislativa para que o governo descumprisse as restrições fiscais presentes na legislação brasileira, inclusive suspendendo a “Regra de Ouro” prevista na Constituição e ampliando o arsenal de ferramentas disponíveis ao Banco Central do Brasil (BCB) para estabilizar preços financeiros.

Bastou suspender os limites fiscais impostos pela legislação brasileira para que o governo fosse capaz de dar sua resposta fiscal à coronacrise. Combinada ao colapso da arrecadação, a expansão dos gastos do governo em 2020 fez com que o déficit primário nominal chegasse a impressionantes 743 bilhões de reais (TESOURO NACIONAL, 2020). Tudo isso sem que o governo central enfrentasse qualquer dificuldade para obter o dinheiro com que seguiu fazendo seus pagamentos ou que precisasse de qualquer “ajuda” para se financiar, ou sequer que perdesse a “confiança” de seus credores. Afinal, ao mesmo tempo em que ocorreu o maior déficit público primário da história brasileira, caíram tanto a taxa de juros referencial da economia (a Selic chegou ao mínimo histórico de 2% a.a.) como o custo médio da dívida pública federal (o custo médio de emissão em oferta pública da dívida pública mobiliária federal interna caiu de 6,94% a 4,4% a.a. entre dezembro de 2019 a dezembro de 2020²).

No que segue, descreveremos os mecanismos que permitiram ao governo brasileiro enfrentar a crise do coronavírus. Sinteticamente, mostraremos que o governo brasileiro não se financia através da arrecadação de impostos ou da obtenção de empréstimos junto ao setor privado para realizar pagamentos domésticos. O governo emite a moeda com que faz todos os seus pagamentos, incluindo a moeda com que paga pelos compromissos financeiros assumidos para com os detentores de sua dívida.

² Tribunal de Contas da União (TCU), disponível em <https://sites.tcu.gov.br/contas-do-governo-2020/03-conjuntura-economica-divida.html#:~:text=O%20custo%20m%C3%A9dio%20de%20emiss%C3%A3o,2019%20e%20deze mbro%20de%202020>.

Logo, o governo brasileiro pode e deve planejar seus gastos objetivando a provisão universal de bens e serviços públicos essenciais, para a promoção do pleno emprego, do crescimento econômico sustentável e tecnologicamente ambicioso, com atenção apenas aos limites “reais” da economia (dotação doméstica de recursos produtivos e disponibilidade de divisas estrangeiras para obtenção de recursos nacionalmente indisponíveis).

2. Moeda é dívida: a moeda estatal, a dívida pública e a moeda bancária

No Brasil, podemos afirmar que o real é uma dívida pública muito mais parecida com os títulos de dívidas emitidos pelo Tesouro Nacional (TN) do que se imagina. Ambos são créditos concedidos pelo governo brasileiro que ainda não foram recolhidos e cancelados como impostos devidos ao TN. A moeda emitida pelo governo através do Banco Central (BCB) é uma dívida estatal que não rende juros ao portador.³ Já os títulos públicos emitidos pelo TN são parte do estoque de moeda que foi trocada por uma dívida que rende juros.

O fato do governo ser o emissor da moeda que liquida todos os contratos denominados na unidade de conta que ele mesmo estabelece faz dele o único agente econômico verdadeiramente capaz de realizar pagamentos sem limites operacionais. Todos os demais participantes da economia precisam obter e incorporar o *real estatal* às suas carteiras de ativos para realizarem pagamentos ou para garantirem solvência.

É verdade que os bancos comerciais também criam moeda como itens de seus passivos. Em muitas circunstâncias, a moeda bancária é usada para liquidar dívidas entre agentes privados. No entanto, as moedas bancárias são hierarquicamente inferiores às moedas estatais e derivam seu valor/aceitação parcialmente da conversibilidade a baixo custo na moeda estatal (Bell, 2001). Quando não há garantia de conversibilidade plena na moeda estatal, as moedas bancárias podem perder sua aceitação como substitutas perfeitas (igualmente líquidas) da moeda estatal, motivando episódios de corridas bancárias. É o Estado, portanto, através do papel de prestador de última instância exercido pela autoridade monetária, quem permite que os bancos comerciais existam como emissores operacionalmente irrestritos de moeda bancária, garantindo que os bancos honrem a promessa de conversão das moedas bancárias na moeda estatal.

³ Embora a recente criação de contas remuneradas no Banco Central torne possível o pagamento de juros sobre as reservas dos bancos no Banco Central (veja discussão em Conceição e Deccache, 2021).

Completamente distinta é a situação da emissão de moeda pelo Estado. Enquanto as dívidas de usuários de moeda representam transferências monetárias apenas adiadas e exigem, portanto, que o usuário de moeda endividado obtenha moeda suficiente no futuro para finalizar a transação com que se comprometeu através da venda da sua dívida, este não é o caso para os Estados criadores de moeda. A moeda estatal é, ao mesmo tempo, uma representação de endividamento do seu emissor estatal e o pagamento final da dívida. A dívida, assim, já nasce paga, pois é justamente através da sua entrega que qualquer dívida da economia pode ser plenamente liquidada.

A imposição de regramentos fiscais com o objetivo de combater o crescimento do estoque de dívidas públicas é, portanto, desnecessária. Isso não significa que não haja *limites funcionais* para o tamanho dos gastos estatais e que o desrespeito a tais limites não possa produzir resultados econômicos indesejáveis. Significa, entretanto, que não há risco de esgotamento da capacidade estatal de seguir realizando seus pagamentos na moeda que somente o próprio Estado emite. Portanto, resultados fiscais deficitários podem ser economicamente imprudentes por motivos outros, mas nunca por ameaçarem a capacidade de pagamento do Estado.

3. Como o Estado Brasileiro gastou tanto em 2020 (e gasta sempre)?

Embora a moeda estatal seja de fato uma dívida de maturidade instantânea (perfeitamente líquida) do Estado, normalmente os Estados criadores de moeda estão separados em duas autoridades econômicas patrimonialmente distintas. A autoridade fiscal (no Brasil, o Tesouro Nacional ou TN) é responsável pelos gastos públicos com bens e serviços, transferências unilaterais, resgate de dívida pública e pagamentos de juros a ela associados, e recebimentos de tributos (impostos, contribuições, taxas etc). Quem emite a moeda estatal como um item do seu passivo é a autoridade monetária (o Banco Central do Brasil ou BCB), que fica também responsável pela regulação do sistema financeiro, e utiliza o seu poder de criação de moeda para influenciar preços financeiros estrategicamente importantes para a economia (como a taxa básica de juros).

Normalmente essa separação patrimonial das autoridades econômicas cria a ilusão de que o Estado realmente enfrenta um limite financeiro sobre sua capacidade de realizar gastos. Como veremos, os mecanismos necessários para que o TN brasileiro realize déficits fiscais

persistentes e de quaisquer tamanhos, sem risco de inadimplência, já existem graças à necessária coordenação entre TN e BCB para que a política monetária seja funcional. Foi isso o que permitiu ao governo brasileiro praticar o inédito déficit primário de mais de R\$700 bilhões em 2020, sem dificuldades operacionais, e sem qualquer necessidade de alterar detalhes do sistema de gestão fiscal e monetária vigente no país.

O entendimento convencional sobre o financiamento do Estado se baseia numa leitura equivocada da identidade que relaciona os gastos do governo com os impostos, a variação do estoque de dívidas públicas pagadoras de juros, e a variação na base monetária da economia. A equação $G + iD = T + \Delta M0 + \Delta D$ (1) representaria a suposta restrição orçamentária do governo ao longo de um único período. G representa as despesas primárias do governo, i representa a taxa de juros, D é o estoque de dívidas públicas pagadoras de juros, T são os impostos recebidos no período, e $M0$ é a base monetária.

A interpretação convencional desta equação diz que o financiamento dos pagamentos pelo TN num dado período ($G + iD$) vem de alguma combinação entre impostos (T), empréstimos junto ao setor privado (ΔD), ou criação de moeda ($\Delta M0$).⁴ Porém, tal equação não representa as fontes de financiamento ao TN, mas o impacto *ex post* na composição dos balanços patrimoniais privados que resultam dos gastos e recebimentos de impostos pelo TN, e das reconfigurações de carteiras de ativos pelos agentes privados. Quando acompanhamos cada etapa do processo fiscal e monetário, como faremos a seguir, percebemos que não existe alternativa para o financiamento do gasto do governo brasileiro que não a criação de moeda. Ou seja, o governo não precisou recorrer à emissão monetária extraordinariamente em 2020 porque ele sempre fez, e faz, todos os seus pagamentos através da criação de moeda.

Vejamos a operacionalidade dos gastos do governo. Considere, a título de exemplo, um único pagamento hipotético de 1000 reais pelo TN, conforme a figura 1 abaixo.

Figura 1: O governo brasileiro paga 1000 reais a alguém

⁴ A sugestão de tantos economistas de que a emissão monetária fosse um recurso extraordinário para o financiamento do governo brasileiro em 2020 foi muito sintomática da leitura equivocada dada à equação (1). Foi o caso do ex-presidente do Banco Central do Brasil, Henrique Meirelles, como consta em matéria da BBC Brasil de 8 de abril de 2020, disponível em <https://www.bbc.com/portuguese/brasil-52212033>.

Tesouro	
Ativos	Passivos
Conta Única –1000	Títulos de Curto Prazo
Outros ativos	Títulos de Longo Prazo

Bacen	
Ativos	Passivos
Ativos externos	Monetário: Reservas e PMPP +1000
Títulos públicos	Não Monetário: Conta única do Tesouro –1000
Empréstimos aos bancos	

Bancos	
Ativos	Passivos
Reservas +1000	Depósitos +1000
Títulos públicos	
Empréstimos aos clientes	

Você e eu	
Ativos	Passivos
Depósitos +1000	Empréstimos dos bancos
PMPP	

*Elaboração dos autores.

Note que no momento em que é realizado, todo gasto do TN implica a redução do saldo disponível na sua conta única (Conta Única do Tesouro, ou CUT), independentemente da indicação da fonte de financiamento quando da elaboração do orçamento público.⁵ Como o saldo da CUT não compõe qualquer dos agregados monetários, cada pagamento pelo TN representa emissão monetária, pois aumenta a base monetária (M0) e o estoque de moeda (M1) da economia.⁶ No caso em tela, temos um aumento de 1000 reais em M0, através da transferência de créditos da CUT para as reservas de um banco comercial, e um aumento igual em M1, na medida em que o banco comercial incrementa o saldo bancário do receptor dos 1000 reais. Ou seja, embora o gasto pelo TN seja realizado através do débito na CUT, ele representa a criação de base monetária e de moeda bancária. Por este motivo, o saldo disponível na CUT deve ser compreendido não como um estoque de moeda disponível ao governo para fazer pagamentos, mas sim como créditos do TN contra o BCB que lhe dão capacidade de realizar pagamentos com consequente criação de moeda (estatal e bancária). Na equação (1) o gasto governamental de 1000 reais estaria acompanhado de uma variação de 1000 reais em M0, muito embora o “financiamento” do gasto público viesse do débito da CUT, deixando claro que a equação (1) não representa operações que abastecem o saldo da CUT, mas as variações em carteiras privadas que acompanham e sucedem os gastos estatais.

⁵ No caso do Auxílio Emergencial assim como dos demais gastos com a pandemia, não havia mesmo fontes de financiamento previamente identificadas uma vez que o artigo da LRF que exige tal identificação foi suspenso pela EC 106.

⁶ A base monetária é a soma de todos os créditos perfeitamente líquidos contra o BCB, existentes em carteiras privadas, como o papel moeda em poder do público e as reservas bancárias. Já o estoque de moeda se refere ao estoque de instrumentos financeiros perfeitamente líquidos disponíveis para pagamentos finais nos mercados de bens e serviços, como o papel moeda em poder do público e os depósitos bancários conversíveis sob demanda na moeda estatal e transferíveis sem custos entre titulares diferentes.

Figura 2: O BCB enxuga o excesso de liquidez criado pelo pagamento estatal

Tesouro		Bacen	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Conta Única -1000	Títulos de Curto Prazo	Ativos externos	Monetário:
Outros ativos	Títulos de Longo Prazo	Títulos públicos -800	Reservas e PMPP $+1000 -800$
		Empréstimos aos bancos	Não Monetário:
			Conta única do Tesouro -1000

Bancos		Você e eu	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Reservas $+1000 -800$	Depósitos $+1000$	Depósitos $+1000$	Empréstimos
Títulos públicos $+800$		PMPP	
Empréstimos			

*Elaboração dos autores.

Observe que o gasto do governo provoca um desequilíbrio no mercado de reservas bancárias, gerando excesso destas reservas. Bancos comerciais são gestores financeiros competentes e não deixam de aproveitar quaisquer oportunidades de obterem rendimentos. Assumindo-se, para facilitar a exposição, que os bancos sejam legalmente e/ou operacionalmente obrigados a reter exatamente 20% do valor de seus depósitos bancários líquidos na forma de reservas bancárias no BCB, um aumento de 1000 reais no total de depósitos bancários exigiria que o banco aumentasse as reservas em apenas 200 reais. Restaria ao banco buscar aplicações rentáveis para os 800 reais excedentes em sua carteira.

Normalmente as aplicações mais seguras e líquidas para as reservas excedentes de um banco são os empréstimos interbancários e os títulos de dívidas públicas negociados no mercado secundário (isto é, já existentes em carteiras privadas ou ofertados pelo BCB). Se imaginarmos que todos os mercados de aplicações financeiras disponíveis para reservas excedentes estivessem em equilíbrio até o momento do pagamento estatal, a oferta de reservas bancárias excedentes nos mercados de aplicações rentáveis teria um efeito inflacionário sobre os preços de todas as aplicações, exceto uma. A única aplicação cujo preço não aumentaria (cuja taxa de juros não cairia) seriam as aplicações pagadoras da taxa básica de juros, graças à sua oferta infinitamente juro elástica pelo BCB. Por isso, os bancos optariam pela aplicação integral das suas reservas excedentes na aplicação oferecida irrestritamente pelo BCB.

A oferta infinitamente juro elástica de aplicações de curto prazo pelo BCB decorre do modelo de política monetária adotado no Brasil. O BCB se compromete a manter a taxa básica de juros na (ou muito perto da) meta definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). A

taxa de juros escolhida para referenciar a economia brasileira é a taxa Selic, que remunera as chamadas *operações compromissadas* de um dia lastreadas com títulos negociados e custodiados no sistema Selic.⁷ No exemplo, o BCB venderia um título de dívida do TN com o compromisso de comprá-lo no dia seguinte por um preço ligeiramente maior, sendo a diferença entre os dois preços a remuneração diária correspondente à taxa Selic. Ao satisfazer plenamente a demanda do banco por uma aplicação rentável para suas reservas excedentes, o BC evitaria que a taxa Selic fosse pressionada negativamente.

Com isso, o enxugamento da liquidez excedente criada pelo gasto do TN se daria pela venda de títulos públicos de curto prazo pelo BCB ao banco no valor de 800 reais.⁸ Na equação (1) o gasto do TN de 1000 reais seria, agora, acompanhado da expansão de M0 no valor de 200 reais e pelo aumento no estoque de dívidas do TN em carteiras privadas no valor de 800 reais. Como deveria ser evidente, esse resultado não representa financiamento ao TN, até porque o saldo da CUT continuaria desabastecido em 1000 reais.

Figura 3: O Tesouro Nacional reabastece o saldo da sua Conta Única através da venda de títulos públicos

Tesouro		Bacen	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Conta Única $-1000 +1000$	Títulos de Curto Prazo $+1000$	Ativos externos	Monetário: Reservas e PMPP $+1000 -800 +1000 -1000$
Outros ativos	Títulos de Longo Prazo	Títulos públicos $-800 +1000$	Não Monetário: Conta única do Tesouro $-1000 +1000$
		Empréstimos aos bancos	

Bancos		Você e eu	
Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Reservas $+1000 -800 +1000 -1000$	Depósitos $+1000$	Depósitos $+1000$	Empréstimos
Títulos públicos $+800 -1000 +1000$			
Empréstimos			

*Elaboração dos autores.

Foi por meio dos processos mostrados acima que o governo brasileiro realizou seus gastos imprevistos em 2020, como realizou todos os seus gastos previstos e não previstos em todos os demais anos. Tais gastos desabasteceram a CUT. No entanto, houve reabastecimento

⁷ Ver Conceição e Deccache (2021) para uma análise mais detalhada sobre as operações compromissadas e os depósitos remunerados.

⁸ Note-se que embora seja o BCB que venda títulos para neutralizar a pressão baixista da liquidez adicionada pelo gasto estatal sobre a taxa Selic, esses títulos são dívidas do TN. Portanto, a habilidade do BCB de ofertar tais aplicações depende da existência destes títulos em quantidades suficientes na carteira do BCB, razão pela qual as ações do BCB costumam ser cuidadosamente coordenadas com as ações do TN.

da CUT até o final do período fiscal, uma vez que o seu saldo em 31/12/2019 era de 1,43 trilhão de reais e 1,45 trilhão de reais em 31/12/2020 (BCB, 2020).

O TN pode restabelecer de duas formas o saldo de sua conta única no BCB: arrecadando impostos e vendendo títulos de dívidas remuneradas. Contabilmente, a arrecadação de impostos produz o efeito oposto do gasto público, destruindo a moeda criada por gastos do TN e desfazendo todas as variações nos balanços patrimoniais privados ocasionadas por um gasto estatal de igual tamanho. Mas como estamos investigando um resultado fiscal deficitário, nosso foco será a venda primária de títulos públicos. Já sabemos que o TN conseguiu vender títulos suficientes para reverter o desabastecimento da CUT produzido pelo déficit fiscal de 2020. Mas como este resultado foi possível?

A resposta vem da atuação do BCB como estabilizador do mercado de dívidas públicas, em virtude do seu compromisso com a administração da taxa Selic. Suponhamos que o TN venda apenas títulos de curto prazo remunerados pela taxa Selic (LFTs) para reabastecer a CUT e isso leve à uma redução no preço desses títulos. O deságio tornaria atraente para gestores financeiros vender LFTs no mercado secundário para em seguida comprá-las no mercado primário, conseqüentemente pressionando os preços também no mercado secundário. Esse processo seguiria ocorrendo até que os preços das LFTs vendidas primária ou secundariamente tornassem-nas indistinguíveis.

O surgimento de um deságio no mercado de LFTs obrigaria o BCB a intervir no mercado secundário de títulos públicos de curto prazo para que a taxa referencial de juros fosse mantida no seu nível desejado. É o que mostramos na Figura 3. Embora o BCB seja constitucionalmente proibido de comprar títulos diretamente do TN, o seu compromisso com a estabilidade da taxa Selic lhe obrigaria a comprar dos bancos exatamente a quantidade de títulos de curto prazo do TN que ele estivesse tentando vender nos leilões primários.⁹ Ainda que os detalhes mais complexos sobre o funcionamento do mercado de dívidas públicas tornem o “caminho” da “ajuda” financeira do BCB, criador da moeda, ao TN, realizador dos

⁹ Em última instância, é o BCB, através da administração da taxa Selic, que mais pode influenciar o comportamento dos juros, ao longo de toda a curva, para dívidas do TN, inclusive pela sua capacidade de influenciar as expectativas dos agentes sobre o comportamento futuro da Selic. Keynes (1936) já havia sugerido que as autoridades monetárias poderiam regular os juros ao longo de toda a curva de rendimentos: “A autoridade monetária geralmente tende, na prática, a concentrar sua atividade nas dívidas a curto prazo, e a deixar o preço das obrigações de longo prazo sob influência tardia e imperfeita das reações provenientes do preço das dívidas de curto prazo – embora, também aqui, não haja motivo algum que a obrigue a agir desta maneira” (Keynes, 1936, p. 164).

gastos estatais, desnecessariamente mais “sinuoso e esburacado” do que precisaria ser, isso não impede que o TN reabasteça o saldo da CUT com muita facilidade através da oferta primária de títulos da sua dívida.¹⁰

Retornando finalmente à equação (1), podemos compreender como o resultado final dá uma ilusão imprecisa da origem do financiamento ao Estado. Perceba o leitor que no nosso exemplo o reabastecimento da CUT em 1000 reais deu-se integralmente através da oferta primária de dívidas públicas ao público não governamental. No entanto, para que o TN conseguisse oferecer 1000 reais em títulos de curto prazo ao público não governamental sem que isso produzisse uma elevação na taxa de juros, foi necessário que o BCB comprasse a mesma quantidade de títulos do TN do público não governamental. Como o BCB já havia oferecido 800 reais em títulos de curto prazo ao público não governamental para evitar que o juro básico caísse com a injeção de liquidez resultante do pagamento estatal, a variação de títulos do TN na carteira do BCB acabou sendo de 200 reais, exatamente igual ao aumento da base monetária nas carteiras privadas ocorrida no período. No exemplo hipotético, está aí a “ajuda” do BCB ao TN para que o TN reabasteça a CUT sem elevação dos juros sobre a dívida pública. Esta ajuda de fato é igual à variação da base monetária, não porque essa parte do financiamento ao déficit do TN tenha “vindo” da criação de moeda, mas porque a variação na base monetária é a porção da riqueza financeira criada pelo gasto deficitário que os agentes privados escolheram não aplicar (ou não puderam aplicar, em razão de exigências legais) em dívidas remuneradas do TN.

Em suma, o gasto público é simultâneo à criação e aceitação pelo público da dívida estatal com que se dá o seu “financiamento”: a própria moeda estatal. É apenas subsequentemente que os agentes não governamentais rearranjam suas carteiras em função de suas preferências e necessidades financeiras, trocando as porções excedentes da moeda estatal por dívidas estatais remuneradas quando existe a oportunidade, ou destruindo a moeda estatal através dos impostos que são obrigados a pagar ao Estado. Esses resultados acabam dando a

¹⁰ No Brasil real, a “ajuda” prestada pelo BCB ao TN é um pouco menos “completa” do que descrevemos aqui, uma vez que LFTs vendidas primariamente pelo TN não são percebidas pelos agentes privados como perfeitamente substitutas das operações compromissadas com taxa Selic. No entanto, é difícil imaginar que gestores financeiros competentes não reajam às oportunidades de adquirir LFTs pagadoras da taxa Selic com deságio e para isso desfaçam suas operações compromissadas pagadoras da taxa Selic. Isso pressionaria negativamente os preços das operações compromissadas, cujo excesso seria inteiramente absorvido pelo BCB, preservando assim não apenas a estabilidade da taxa Selic, mas também ajudando a estabilizar os preços das LFTs vendidas primariamente pelo TN.

ilusão de que o financiamento estatal não se deu inteiramente pela criação de moeda, como se a moeda usada pelo Estado tivesse saído de carteiras privadas, quando na realidade a relação de causalidade é invertida: o Estado cria moeda e a entrega ao setor privado que somente então pode fazer pagamentos ao Estado, pagando impostos ou comprando dívidas remuneradas.

4. Critérios funcionais para gastos públicos em economias soberanas

Como buscamos demonstrar acima, não há e nunca houve restrições financeiras verdadeiramente intransponíveis que se imponham sobre a capacidade do governo brasileiro realizar pagamentos. Como o Estado brasileiro tem monopólio sobre a criação do real, cabe a ele escolher como, quando e para quê essa capacidade será utilizada. Obviamente, é fundamental que haja algum critério socialmente orientado sobre o uso da capacidade financeiramente ilimitada de o Estado fazer pagamentos. Governos sem controle social certamente podem produzir danos coletivos significativos utilizando inadequadamente o poder de gasto estatal.

A arquitetura do controle social do gasto público - por exemplo, por meio de aprovação de orçamentos anuais e plurianuais em Congresso eleito democraticamente pela população; por estabelecimento de objetivos de provisão universal de necessidades materiais mínimas (educação, saúde, moradia, alimentação, transporte etc), é um tema que extrapola nosso espaço. Trataremos de um critério mais geral sobre os gastos públicos e que costumeiramente está ausente das análises sobre critérios orçamentários. Vale dizer: o gasto público deve ser fixado no nível de plena utilização dos recursos produtivos disponíveis. Acima desse nível, corre-se risco de um processo inflacionário. Abaixo desse nível, recursos produtivos, especialmente força de trabalho, são desperdiçados com o desemprego.

O objetivo *funcional* da criação de moeda pelo Estado é mobilizar a capacidade produtiva disponível que, em economias monetárias, acabariam desperdiçadas por falta de demanda. Certamente, o gasto acima da capacidade de produção de mercadorias e serviços da economia não apenas não ocasionaria o aumento desejado na oferta, mas poderia produzir consequências distributivas indesejáveis, quando associada a deterioração inflacionária do poder de compra da população mais pobre.

Ainda que a economia estivesse confrontada com uma oferta agregada completamente inelástica, o orçamento público submetido ao critério de equilíbrio fiscal tenderia a ser

disfuncional. Não existe mecanismo confiável que faça com que a gravidade da deterioração de indicadores fiscais acompanhe a intensidade das pressões inflacionárias por excesso de demanda. Pelo contrário, uma expansão econômica para além do limite inflacionário tenderia a melhorar os indicadores fiscais do governo, pela ação dos estabilizadores automáticos que fariam cair (ou crescer mais lentamente) os gastos públicos e aumentar (ou aumentar mais rapidamente) a arrecadação de tributos, e pela diminuição da dívida pública (cujo crescimento tenderia a desacelerar) como fração do PIB (em franca expansão). Observe que a visão convencional é disfuncional pois mesmo que os indicadores fiscais tendam a indicar um aumento na capacidade do governo de realizar gastos durante expansões inflacionárias, um efetivo aumento dos gastos públicos seria desaconselhável numa economia operando no seu verdadeiro limite produtivo.

De qualquer maneira, dificilmente o esgotamento produtivo de uma economia é tão completo que não haja espaço para que gastos bem direcionados sejam “encaixados” na economia e mobilizem recursos ociosos sem que seja necessário reduzir a sua utilização para outras finalidades. Uma vez que no mundo real existe mobilidade imperfeita de recursos produtivos entre diferentes setores produtivos, o que ocorre é que gargalos na oferta de diferentes bens e serviços aparecem na economia muito antes da economia atingir a plena capacidade produtiva. Nesse caso, é mais eficiente cuidar para que a demanda adicionada direta e indiretamente pelo gasto público não acabe direcionada para o mercado onde a oferta é inelástica. Numa economia que estivesse sofrendo com a escassez de tomates, mas possuísse enorme capacidade ociosa para a produção de tijolos, uma política de estímulo ao consumo de pizzas seria mais inflacionária e menos mobilizadora de oportunidades produtivas inativas do que uma política de estímulo à construção civil.

Suponhamos então que a economia esteja operando muito abaixo do pleno emprego, como a brasileira correntemente. Além do limite inflacionário absoluto, quais deveriam ser os demais limites funcionais para o gasto governamental? Falamos acima sobre a necessidade de um planejamento orçamentário atento aos gargalos de oferta da economia para desviar das pressões inflacionárias a caminho do pleno emprego. Precisamos reconhecer agora um gargalo de oferta especialmente relevante e desafiador para uma economia tecnologicamente dependente como a brasileira: o *gargalo cambial*.

Economias tecnologicamente atrasadas, como a economia brasileira, são dependentes da importação de tecnologias e bens de capital, fazendo com que as importações cresçam com

o crescimento econômico. Naturalmente, para que uma demanda crescente por itens importados não seja apenas inflacionária, é preciso que a oferta desses itens seja também expandida. Entretanto, os preços de bens importados têm dinâmica própria e independente do funcionamento da economia doméstica. A oferta de bens importados depende principalmente da obtenção das moedas estrangeiras com que tais itens podem ser comprados. Isto faz com que a porção importada da oferta disponível para aquisição e uso domésticos (dado pelo produto da economia menos as exportações) não seja influenciada pelo gasto estatal até o seu esgotamento material da mesma maneira que os demais componentes da oferta da economia.

Desde que o governo do país periférico não se comprometa oficialmente com uma taxa de câmbio fixa, não é necessário deixar de perseguir e manter o pleno emprego e o crescimento econômico por medo desse descompasso, uma vez que a pressão inflacionária advinda de um possível gargalo cambial tão somente sinalizará a escassez da porção importada da oferta disponível domesticamente relativa ao restante do produto total. Raramente, no entanto, os choques cambiais mais violentos e desafiadores para países periféricos vêm do descompasso entre exportações e importações quando afetadas pela renda doméstica. Muito mais frequentemente eles vêm de flutuações no mercado cambial ocasionadas por outros fatores muito mais voláteis, como choques econômicos que afetam as importações dos demais países e, principalmente, as movimentações de capitais entre aplicações de curto prazo na moeda doméstica e em moedas estrangeiras. Simplesmente, as dificuldades cambiais da economia brasileira não vêm necessariamente das importações que crescem com a renda da economia. O problema maior é que, dado um nível de renda, um choque cambial ocasionado por fuga de capitais ou por uma contração muito forte nas importações de parceiros comerciais, tende a produzir um choque inflacionário também muito elevado, tão pior quanto menos câmbio elástica for a demanda doméstica por itens importados, como quando uma parcela muito grande da oferta disponível para aquisição e uso doméstico é produzida com insumos e tecnologias importadas.

Não há uma única solução para combater ou aliviar choques cambiais advindos de inversões violentas nos fluxos de capitais e/ou mudanças abruptas na demanda de parceiros comerciais internacionais. Domesticamente o que se pode fazer é ao menos observar a condição de indiferença entre aplicações de curto prazo na moeda doméstica e em moedas estrangeiras, para que fugas de capital não se tornem inevitáveis (LARA, 2021). Fundamentalmente, o juro básico da economia precisaria ser mantido no nível que

compensasse rendimentos de curto prazo disponíveis em moedas diferentes, mais a desvalorização esperada para a moeda doméstica, para que o mercado cambial não se encontrasse em situação de desequilíbrio persistente. Transferências de renda mais focalizadas e menos economicamente custosas que o juro básico mais atraente (com impacto relevante muito mais amplo que o seu efeito no mercado cambial) igualmente poderiam incentivar entradas e desincentivar saídas de capitais, como operações de *swap* cambial.

Tão ou mais importante do que lidar funcionalmente com choques cambiais originados por inversões abruptas nos fluxos de capitais no momento em que ocorrem, é cuidar para que tais movimentos sejam menos frequentes e que a economia esteja menos vulnerável a eles. Além de manter a taxa de câmbio flutuante, os controles de capitais (taxas, proibições e exigências condicionantes, etc.) que tornassem economicamente proibitivas as movimentações de capitais muito abruptas, podem reduzir bastante a incidência de choques cambiais dessa natureza. Além disso, investimentos públicos desinflacionários, e uma política industrial estrategicamente fomentadora da substituição de importações, tornariam a economia mais resistente a eventuais choques cambiais, reduzindo o efeito de *pass through* para os preços domésticos. Finalmente, o desenvolvimento de relações de cooperação cambial com outros países, cujos interesses estivessem alinhados geopoliticamente com o Brasil (como no bloco dos BRICS ou no Mercosul), poderia reduzir a dependência da economia brasileira frente a moedas de países centrais, especialmente do dólar, ao mesmo tempo em que ampliaria o alcance do poder de compra do real para muito além das fronteiras do Brasil.

Para terminar, o gasto público é um instrumento potente à disposição da sociedade para alcançar objetivos legítimos de prosperidade compartilhada e estabilidade. Critérios fiscais que implicam na manutenção de uma parcela significativa da população e de recursos produtivos desempregados representam desperdícios indesejáveis socialmente. O empobrecimento da população e as desigualdades que tais regras impingem na sociedade resultam em graves riscos para a manutenção da estabilidade social. Ademais, regras fiscais que ignoram a capacidade financeira ilimitada do governo muito frequentemente resultam em instabilidade financeira da economia ao invés de estabilidade.

O estado brasileiro pode usar sua capacidade financeira irrestrita para gerir um programa de pleno emprego dos recursos disponíveis não só reduzindo desigualdades socialmente desestabilizadoras, como para promover transformações produtivas na economia que garantam uma maior estabilidade financeira e ambiental. Temos abdicado do poder

financeiro do governo brasileiro por muito tempo, um poder que já poderia ter sido usado amplamente para prover os bens e serviços públicos consignados em nossa constituição de 1988. Enquanto isso, temos desperdiçado um volume significativo de riqueza que não foi produzida simplesmente por termos nos comprometido com critérios fiscais não só inúteis como deletérios.

5. Considerações Finais

Argumentamos neste texto que as finanças públicas de governos monetariamente soberanos não funcionam conforme a visão convencional aplicável às finanças privadas. Enquanto as finanças privadas são irrevogavelmente restringidas pela capacidade de obter renda ou de se endividar, as finanças públicas de governos monetariamente soberanos não enfrentam restrições financeiras similares.

Governos monetariamente soberanos gastam criando moeda; governos monetariamente soberanos não se financiam tomando emprestado do setor privado nem tributando o setor privado. Ainda que o quanto o governo esteja apto a gastar e não esteja limitado por alguma manobra de mercado que os agentes financeiros possam adotar para vetar gastos desejados pelo governo, é evidente que existem limitações aos gastos públicos. Demonstramos, entretanto, que as restrições não são de ordem financeira. Os gastos do governo monetariamente soberano estão condicionados (1) por suas próprias prioridades políticas/orientação ideológica; (2) por restrições de disponibilidade de recursos "reais" compráveis com a moeda do Estado e (3) por restrições legais autoimpostas.

Considerando essas restrições, duas são as tarefas necessárias, no contexto brasileiro atual, para tornar as finanças públicas nacionais *funcionais* para as grandes transformações necessárias para tornar a economia brasileira socialmente justa, ambientalmente sustentável e economicamente estável: (1) revogar as restrições fiscais (LRF, Teto dos Gastos e Regra de Ouro) que têm tornado o orçamento insuficiente e inadequado (disfuncional), impedindo atingir objetivos socioambientais, e procíclico, amplificando as flutuações econômicas; (2) fortalecer os mecanismos já existentes de planejamento orçamentário (PPA e LOA) orientados para o pleno uso dos recursos reais disponíveis de forma a atingir as prioridades de transformação econômicas e sociais, ao mesmo tempo em que estabilize a economia diante de choques (como o provocado pela pandemia).

Finalmente, terminamos sublinhando que a disfuncional orientação atual de política econômica tem provocado grandes instabilidades financeiras, com perdas de renda e emprego, por se basear em uma perspectiva macroeconômica inapropriada para descrever uma economia com governo monetariamente soberano. Por outro lado, destacamos que o pleno conhecimento do poder monetário do governo abre novas possibilidades de políticas transformadoras da estrutura social e produtiva da economia, ao mesmo tempo em que amplia os instrumentos estabilizadores de preços, rendas e emprego disponíveis ao governo.

Referências

BELL, Stephanie (2001). **The role of the state and the hierarchy of money**. Cambridge Economic Journal, 25(2), 149–163.

BRASIL. **Decreto Legislativo nº 6 de 18 de março de 2020**. Brasília, 2020.

BRASIL. **Emenda Constitucional nº 106 de 08 de maio de 2020**. Brasília, 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Demonstrações Financeiras: 31 de dezembro de 2020**. Brasília, 2020.

CONCEIÇÃO, Daniel; DECCACHE, David. **Considerações funcionais sobre o uso de depósitos voluntários remunerados no Banco Central como instrumentos de política monetária: uma avaliação do PL3877**. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Texto de Discussão n. 1. Brasil, julho de 2021.

DALTO, Fabiano A. S. **Governo sempre cria moeda quando gasta, não existe financiamento alternativo**. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 3. Brasil, outubro de 2021.

KEYNES, John. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Editora Atlas, 1992. Edição original 1936.

LARA, Fernando. **A exagerada, insustentável e efêmera redução da taxa de juros no Brasil**. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 2. Brasil, setembro de 2021.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Análise do impacto fiscal das medidas de enfrentamento ao Covid-19**. Brasília, 2020.

TESOURO NACIONAL. **Resultado do Tesouro Nacional**. Boletim, Vol.26, No. 12. Brasília, 2021.