CADERNO DA

REFORMA ADMINISTRATIVA

37. A Importante Lição da Coronacrise sobre os Limites do Gasto Público

FONACATE
Fórum Nacional Permanente
de Carreiras Típicas de Estado

Brasília, Março de 2022

Expediente

Autor:

Daniel Negreiros Conceição

Professor de economia e gestão pública para o desenvolvimento econômico e social do Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional (IPPUR) na UFRJ e presidente do Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD).

Fabiano Dalto

Professor do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas da UFPR e diretor de pesquisa do Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD).

Realização:

Fórum Nacional Permanente de Carreiras Típicas de Estado (Fonacate) (Fevereiro, 2022)

Diagramação:

Diego Feitosa

As opiniões aqui emitidas são de responsabilidade dos autores e colaboradores.

Apoio:

Servir

Frente Parlamentar Mista em Defesa do Serviço Público.

Presidente: Deputado Federal Professor Israel Batista (PV-DF)

A Importante Lição da Coronacrise sobre os Limites do Gasto Público

Daniel Negreiros Conceição[1]
Fabiano Dalto[2]

Resumo:

Os eventos econômicos ocorridos em 2020, no Brasil, não deveriam permitir que pairassem dúvidas sobre a capacidade do governo brasileiro de realizar pagamentos em reais, sem risco de esgotamento das suas fontes de financiamento, explosão da taxa de juros, ou descontrole inflacionário.

A pandemia do novo coronavírus forçou o governo brasileiro, na prática, a abandonar completamente a sua agenda de austeridade fiscal, obrigando-o a elevar extraordinariamente os gastos públicos, bastando para isso que se desobrigasse de cumprir as regras fiscais (auto)impostas desnecessariamente pela legislação brasileira. Estes fatos são completamente inexplicáveis a partir da visão convencional sobre finanças públicas e macroeconomia, segundo a qual todo e qualquer governo se encontra ameaçado de esgotamento de suas fontes de financiamento caso não cuide de manter estável (como fração do PIB) o estoque de sua dívida.

Neste artigo, apresentamos uma explicação sobre como o governo brasileiro é capaz de gastar sem limites financeiros, tal como efetivamente ocorrido em 2020, e argumentamos que esta capacidade pode e deve ser utilizada para que a demanda da economia seja mantida sempre perto do seu nível ótimo, compatível com o pleno emprego, com o crescimento sustentável, e com a oferta generosa de bens e serviços públicos garantidores dos direitos fundamentais da população. Para tal, argumentamos que o governo deve abandonar de vez a busca pelo equilíbrio e sustentabilidade fiscal intergeracional como objetivo condicionante do gasto público e abraçar *critérios funcionais* para a identificação do tamanho e composição do gasto público compatíveis com o funcionamento saudável da economia.

Como tem sido demonstrado recorrentemente ao longo dos séculos, e eloquentemente durante a atual crise da pandemia

1 Professor de economia e gestão pública para o desenvolvimento econômico e social do Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional (IPPUR) na UFRJ e presidente do Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD).

2 Professor do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas da UFPR e diretor de pesquisa do Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD).

do Covid-19, nas crises econômicas é o governo quem socorre o sistema financeiro e não o contrário. Se durante as crises os governos monetariamente soberanos não encontram dificuldade em se financiar, seria curioso se tivessem dificuldades de fazê-lo em épocas de estabilidade e crescimento.

Os gastos do governo monetariamente soberano estão condicionados, apenas, por: i) suas próprias prioridades políticas; ii) por restrições de disponibilidade de recursos "reais" compráveis com a moeda do Estado; e iii) por restrições legais autoimpostas. Considerando essas restrições, duas são as tarefas necessárias, no contexto brasileiro atual, para tornar as finanças públicas *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 pró cíclico, 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).

SUMÁRIO

1. Introdução 6
2. O Real também é uma Dívida do Estado Brasileiro 11
3. Como o Estado Brasileiro gastou tanto em 2020? 16
4. Se não há Limite Financeiro, qual deve ser o limite para o gasto estatal? 25
5. Considerações Finais 29
Referências 31

1. Introdução

2020 foi o ano em que se desfez o mito de que o Estado brasileiro poderia "quebrar". A terrível pandemia do novo coronavírus produziu efeitos devastadores para todas as economias do mundo e, pelo menos num primeiro momento, obrigou economistas e governantes a questionarem, radicalmente, o entendimento convencional sobre os verdadeiros limites da gestão macroeconômica. Mesmo governos declaradamente confiantes na eficiência autocorretiva de suas economias de livre mercado, e comprometidos com a busca intransigente do equilíbrio fiscal, foram obrigados a abandonar, ou pelo menos suspender, suas convicções liberais em favor de um ativismo macroeconômico pragmático, com expansões fiscais e monetárias tão extraordinariamente agressivas quanto necessárias para que a crise econômica deflagrada pela pandemia não levasse seus países ao colapso político, social e econômico.

Foi 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. Estava a pleno vapor uma massacrante campanha midiática, em sintonia fina com o governo federal, em defesa de mais uma reforma (supostamente) saneadora das contas públicas, desta vez para reduzir os gastos do Estado com a estrutura organizacional e a remuneração de seus servidores. A reforma administrativa (PEC 32/2020) redutora do Estado brasileiro se somaria ao congelamento constitucional dos gastos públicos primários, em valores reais, por até 20 anos, instituído em 2016 pela Emenda Constitucional nº 95, e ao desmonte do sistema previdenciário brasileiro, pela Emenda Constitucional nº 103 de 2019, sempre sob a desculpa de que o governo brasileiro havia esgotado o seu espaço fiscal e precisava estabilizar ou mesmo reduzir o valor de suas dívidas como fração do produto da economia para evitar uma situação de insolvência ou o inevitável descontrole inflacionário.[3]

Na época, não era raro ouvir de representantes do governo e de especialistas prestigiados pela mídia corporativa alguma versão do mantra "O dinheiro acabou", em referência à suposta falta de capacidade do Estado brasileiro de seguir fazendo seus pagamentos. No entanto, a realidade se impôs à ortodoxia macroeconômica com a força de um tsunami sanitário, que trouxe consigo a ameaça de milhões de mortos e doentes a partir de março de 2020. Confrontados com o risco de hecatombe seguida de colapso social, econômico e político, representantes do governo brasileiro, e a maioria dos especialistas que defendiam a austeridade, abandonaram seus discursos alarmistas sobre a crise fiscal. Antes da pandemia, se o consenso entre os economistas ortodoxos era que o Estado era grande demais e que os seus gastos primá-

3 Quando não apontavam para a proximidade de indicadores fiscais com valores arbitrários e lógica e teoricamente injustificáveis, declarados como "insustentáveis" (como se algo magicamente destrutivo acontecesse quando a dívida do governo tivesse o mesmo valor do produto anual) apontavam para a dificuldade crescente que o governo enfrentava para operar dentro do "teto constitucional de gastos" como evidência da crise fiscal. Contraditoriamente, este mesmo teto constitucional já havia sido criado sob a justificativa de que evitaria uma crise fiscal. No entanto, ao invés de reduzir o risco de crise fiscal, foi o próprio teto constitucional que transformou a ameaça (infundada) de crise fiscal em realidade, não pelo risco de esgotamento operacional da capacidade do Estado de fazer pagamentos, mas pela dificuldade cada vez maior com que o governo brasileiro passou a dar conta da totalidade dos seus gastos primários sem que este valor ultrapassasse o limite desnecessário estabelecido pela nova regra constitucional autoimposta.

rios precisavam ser reduzidos,[4] a pandemia fez com que muitos destes mesmos economistas defendessem que o Estado assumisse o protagonismo absoluto no combate à crise sanitária e suas consequências, e deixassem de reclamar que o gasto público se elevasse substancialmente. Aceitou-se que o gasto público se elevasse tanto no financiamento à saúde pública, para a aquisição e desenvolvimento de equipamentos médicos, remédios, vacinas, e ampliação do sistema hospitalar público, como também para impedir que a pandemia empurrasse a economia brasileira num abismo depressivo. Para tanto, transferiu-se renda à população mais vulnerável, oferecendo ajudas de custo e créditos subsidiados às empresas em dificuldades, e dando suporte financeiro aos bancos ameaçados de insolvência pela deterioração de suas carteiras, carregadas de dívidas de empresas e indivíduos insustentavelmente empobrecidos pela pandemia.

Infelizmente, a refutação da doutrina fiscalista convencional pela realidade pandêmica não produziu uma transformação duradoura no discurso e na prática de gestão macroeconômica, especialmente no Brasil, onde o alarmismo fiscalista retornou com toda força ainda no final de 2020, quando se exigiu o retorno das restrições fiscais mesmo enquanto o governo ainda combatia os efeitos da crise sanitária. Segundo a maioria dos economistas e especialistas com opiniões consideradas relevantes sobre finanças públicas, o governo não podia ou não devia elevar seus gastos antes da pandemia, passou a poder fazê-lo na pandemia, porém deveria voltar ao regime de austeridade fiscal tão logo houvesse sinais de recuperação sanitária e econômica. Uma pandemia não inverte o sinal das relações funcionais entre as variáveis econômicas relevantes para o planejamento econômico. Uma elevação das despesas estatais primárias que fosse fiscalmente insustentável antes da pandemia deveria ser muito mais insustentável durante a pandemia, quando a arrecadação de impostos estivesse caindo, e quando a capacidade de oferecer empréstimos ao governo, de famílias e empresas, estivesse reduzida pela queda de suas rendas, bem como dos bancos, fragilizados pelo risco de falência de seus devedores.

Se expansões fiscais fossem inevitavelmente inflacionárias, mesmo quando planejadas com competência para que o limite produtivo da economia não fosse ultrapassado, por que não seriam ainda mais inevitavelmente inflacionárias na pandemia, quando o produto potencial da economia estivesse sendo deprimido e quando sua composição estivesse sendo radicalmente desconfigurada, fazendo aparecer vários novos gargalos de oferta? É como se muitos economistas e gestores públicos abandonassem suas crenças apenas quando as consequências de seus diagnósticos e prescrições fossem insuportavelmente assustadoras, como na *coronacrise*, quando a inação estatal muito provavelmente levaria ao colapso da sociedade brasileira. Porém, nem tanto em outros momentos, como quando as políticas de austeridade fundamentadas pelo falso diagnóstico de crise fiscal permanente produziram desemprego elevado e a estagnação econômica no Brasil a partir de 2014.

Não é possível defender, responsavel-

4 É no mínimo curioso que os gastos com juros nunca tenham sido questionados pelos especialistas que defendem o saneamento fiscal do Estado e o governo nunca tenha cogitado restringir legalmente a sua capacidade de seguir transferindo renda a detentores da dívida pública. Coincidentemente, isso garante que, diferentemente do restante da sociedade, rentistas recebedores de juros do governo nunca tenham seus interesses ameaçados pela austeridade fiscal. Por outro lado, pelo menos esta atitude, infinitamente mais permissiva com os gastos financeiros do que com os gastos estatais primários, elimina o risco de "calote estatal" (como no caso do disfuncional teto sobre a dívida do governo estadunidense), que costuma ser usado como justificativa da austeridade.

mente, que o governo aumente os seus gastos sem limites financeiros e operacionais durante uma pandemia global estagflacionária, sem que se abandone o entendimento convencional sobre finanças públicas e sua relação com o funcionamento de macroeconomias monetárias. . É logicamente irreconciliável crer que o governo estivesse ameaçado de esgotar suas fontes de financiamento para reverter a espiral recessiva desempregadora que havia capturado a economia brasileira a partir de 2014,[5] mas tivesse como promover a maior expansão fiscal e monetária de sua história durante a pandemia. Afinal, quaisquer que fossem os desafios econômicos experimentados pela economia brasileira entre 2014 e 2019, tais desafios eram incomparavelmente menos difíceis de enfrentar que uma pandemia global que, ao mesmo tempo, deprimiu violentamente o produto potencial e a demanda efetiva das economias de todo o mundo.

O estrago econômico de uma pandemia mortal capaz de levar ao colapso até mesmo o mais robusto sistema hospitalar do mundo se assemelha mais às consequências de uma grande guerra do que de uma depressão ocasionada pelo encolhimento violento dos gastos privados, como foram a Grande Depressão dos anos 1930, a Grande Recessão deflagrada pelo colapso financeiro de 2008, e a estagnação brasileira desde 2014. Enquanto crises deste tipo podem quase sempre ser superadas (quando não evitadas) por gestões macroeconômicas competentemente contracíclicas (através de alguma combinação de regulação, e ativismo fiscal e monetário), a pandemia produziu um choque estagflacionário muito mais difícil de ser evitado, com efeitos incomparavelmente mais complexos.[6]

Felizmente, o discurso alarmista dos defensores da austeridade fiscal foi expos-

5 Mesmo antes da pandemia, a economia brasileira já se encontrava em situação bastante precária, com encolhimento do produto real anual da economia entre 2014 e 2019 (redução acumulada de 2,42% ao longo do período). Não é coincidência que a economia brasileira tenha tido desempenho tão decepcionante desde 2011, quando o governo abraçou com mais convicção a agenda de austeridade fiscal em nome de uma estabilização (desnecessária) da trajetória da sua dívida bruta como fração do produto agregado. Já em 2011, o governo brasileiro promoveu seu primeiro ensaio fiscal recessivo desde 2003, reduzindo suas despesas primárias reais em 2,8% e dando fim à sequência de incrementos generosos nos gastos primários, que cresceram em média 8,5% a.a. entre 2004 e 2010. Combinado ao crescimento espetacular das exportações brasileiras (entre 2003 e 2010 o valor em dólar das exportações cresceu em média quase 20% a.a.), a expansão das despesas primárias reais havia contribuído decisivamente para que o produto real do país tivesse o saudável crescimento acumulado de 36% no período (3,5% a.a.), mesmo lidando em 2008 e 2009 com os efeitos da crise global do *subprime*. Mesmo que as despesas reais primárias do governo tivessem voltado a crescer brevemente entre 2012 e 2015 (média de 5,1% a.a.), impedindo que a economia fosse ainda mais deprimida pelo colapso das exportações a partir de 2012, a preocupação com o endividamento público dominou o debate econômico, virando a principal bandeira do governo federal, que redobrou o compromisso com a austeridade depois do impeachment de 2016. Finalmente, a emenda à Constituição de 2016, que congelou as despesas primárias reais, fez com que o comportamento do gasto público passasse a ter efeito estagnante para a economia brasileira. (Dados do BCB, STN e IBGE)

6 Por um lado, a pandemia desde 2020 deprimiu violentamente a demanda efetiva da economia brasileira, dando combustível explosivo à espiral recessiva destruidora de negócios e empregos que já estava em curso no país desde 2014. Inicialmente, houve a redução do consumo de brasileiros adoecidos, enlutados e/ou prudentemente isolados, combinada à paralisação (sanitariamente indispensável) de várias atividades econômicas não essenciais. Isso levou ao colapso das receitas das empresas e das rendas dos trabalhadores, que se tornaram ainda menos dispostos e capazes de seguirem realizando seus gastos como antes. Ao mesmo tempo, o empobrecimento de empresas e famílias fez com que também os bancos tivessem suas saúdes financeiras ameaçadas pelo risco de falência de seus devedores, e se tornassem cada vez menos dispostos a oferecer novos empréstimos.

Por outro lado, a coronacrise elevou custos produtivos, pela necessária adoção de cuidados sanitários materialmente custosos, pela desestruturação de cadeias produtivas tanto com a paralisação de atividades não essenciais, como pela necessidade de reorganização produtiva para atender às necessidades sanitárias surgidas com a pandemia, e pela inevitável desvalorização cambial, em economias periféricas como a brasileira, de onde os capitais mais líquidos sempre buscam portos mais seguros em momentos de crise.

to como farsa em 16 de março de 2020, quando o governo brasileiro anunciou seu pacote emergencial de combate à coronacrise, com um custo inicialmente estimado em 150 bilhões de reais. Notavelmente, os representantes do poder executivo não se preocuparam com a identificação de novas fontes de financiamento para todos estes gastos adicionais, nem com a criação de novos mecanismos monetários para a sua viabilização. Sabiam que nada disso seria necessário. Em seu apelo ao Congresso Nacional, o presidente da república solicitou apenas que fosse reconhecido o estado de calamidade pública para que se tornassem suspensas todas as restrições legais aos gastos do governo central.

De fato, o decreto legislativo de 18 de março permitiu que o governo gastasse tanto quanto o desejado para enfrentar a coronacrise, não pela criação ou identificação de fontes adicionais de financiamento aos gastos do governo, mas simplesmente pelas "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".[7] Em seguida o regime fiscal do "Orçamento de Guerra" instituído pela Emenda Constitucional nº 106 eliminou de vez qualquer incerteza jurídica que pudesse restar sobre a autorização legislativa para que o governo descumprisse as restrições fiscais vigentes na legislação brasileira, inclusive deixando de precisar condicionar gastos com a pandemia que não recebessem a classificação de investimentos a recebimentos subsequentes de impostos (Regra de Ouro), além de ampliar explicitamente o arsenal de ferramentas disponíveis ao Banco Central do Brasil (Bacen) para influenciar/estabilizar os preços de ativos financeiros – inclusive autorizando que comprasse dívidas públicas e privadas de prazos diversos, com o objetivo de interferir diretamente sobre juros que não apenas a taxa Selic.[8]

Surpreendentemente (pelo menos para os defensores verdadeiramente crentes da austeridade), bastou que estivesse desobrigado de cumprir os limites fiscais impostos pela legislação brasileira, para que o governo fosse mais do que financeiramente capaz de dar sua resposta fiscal à coronacrise, superando espetacularmente o custo originalmente previsto para suas intervenções, de 150 bilhões de reais. Somente em 2020 o governo gastou 524 bilhões de reais em ações direcionadas ao enfrentamento

7 Ou seja, o decreto de estado de calamidade suspendeu a necessidade de cumprimento da meta de resultado primário estabelecida na lei orçamentária de 2019, em acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal, que estabelecia como limite um déficit primário de 124 bilhões de reais, bem como eliminou a necessidade de contingenciamento de parte dos gastos previstos na lei orçamentária em nome do cumprimento da meta de resultado primário. (Decreto Legislativo nº 6, de 2020, disponível em https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/decreto-legislativo-249090982).

8 Diferentemente do decreto legislativo de calamidade, a emenda ao texto constitucional parecia indicar a origem do financiamento para combater a coronacrise, uma vez que tornou explícita a dispensa da Regra de Ouro (inciso III do caput do artigo 167 da Constituição Federal), permitindo assim a utilização de créditos suplementares extraordinários para os gastos associados ao combate à coronacrise, mesmo que não configurassem despesas de capital, ao mesmo tempo em que removeu o limite imposto pelo congelamento das despesas primárias reais, uma vez que "não se incluem na base de cálculo e nos limites estabelecidos [pela Emenda Constitucional nº 95] créditos extraordinários a que se refere o § 3º do art. 167 da Constituição Federal". No entanto, não se deve interpretar a utilização de créditos suplementares como a indicação de uma fonte de financiamento, mas tão somente como uma condicionalidade (arbitrária e desnecessária) para que o gasto possa ser realizado. Mesmo sob as regras fiscais correntes, gastos públicos são operacionalmente independentes e normalmente anteriores ao recebimento de impostos ou à venda de títulos de dívidas pela autoridade fiscal. A exigência de indicar "fonte de financiamento" para que um gasto seja autorizado é uma condicionalidade tão necessária quanto exigir que o proponente do gasto plante bananeiras.

da pandemia e seus efeitos, mesmo que quase sempre a contragosto.[9] Deste total, 293 bilhões foram gastos com o gigantesco programa de auxílio emergencial a pessoas em situação de vulnerabilidade, que chegou a beneficiar mais de 60 milhões de pessoas diretamente, e mostrou que sempre foi possível e simples eliminar a fome e a pobreza no país. Outros 78 bilhões de reais foram transferidos a governos subnacionais em dificuldades, provando que os regimes de recuperação fiscal impostos pelo governo federal são desnecessários e disfuncionais.[10] Combinada ao colapso da arrecadação, decorrente do empobrecimento generalizado dos contribuintes e da redução das atividades econômicas originadoras de receitas tributárias, a expansão dos gastos do governo em 2020 fez com que o déficit primário nominal chegasse a impressionantes 743 bilhões de reais.[11] Tudo isso sem que governo central enfrentasse qualquer dificuldade para obter o dinheiro com que seguiu fazendo seus pagamentos ou que precisasse de qualquer "ajuda" para se financiar.

É mais do que razoável, portanto, exigir que os defensores da austeridade fiscal expliquem como foi possível que um governo brasileiro, que estava supostamente esgotado fiscalmente, praticasse o maior déficit primário da sua história, ao mesmo tempo em que caíram tanto a taxa de juros referencial da economia como o custo médio da dívida pública federal.[12] Na ausência desta explicação, é justo que se trate o fiscalismo e o temor de insolvência fiscal como mitos definitivamente superados pelas evidências, como a crença na *terra plana*, no *universo geocêntrico*, ou na *capacidade curativa da cloroquina* como tratamento para infecções pelo novo coronavírus.

Como veremos, **a realidade é que o governo brasileiro (bem como qualquer governo capaz de criar, soberanamente, a moeda da sua economia) não se financia através da arrecadação de impostos ou da obtenção de empréstimos junto ao setor privado para realizar pagamentos domésticos. Seus pagamentos sempre são financiados pela criação de moeda (que podemos chamar de *renda de soberania*), que apenas subsequentemente acaba destruída/subtraída pelos impostos ou transformada em dívidas estatais pagadoras de juros**, dando a ilusão, ao final de todo o processo, de que o gasto do Estado foi financiado pela tomada de empréstimos junto ao setor privado ou pela arrecadação de tributos. Significa que sempre é possível expandir os gastos do governo, sem preocupação que isso ameace o equilíbrio orçamentário intertemporal

9 Cabe registrar que, mesmo enquanto incrementou os seus gastos substancialmente, o governo brasileiro se manteve contraditoriamente agarrado ao discurso avesso ao gasto público deficitário e à intervenção estatal em geral, sustentando todo o tempo que era preciso cuidar para que a dívida pública não se elevasse "demais" em decorrência do combate à coronacrise. Muito provavelmente, esta postura, desnecessariamente conservadora por parte do governo, impediu que sua ação fiscal contracíclica fosse suficiente para evitar que a economia brasileira encolhesse quase 5% em 2020.

10 O argumento é simples, mas precisa ser desenvolvido para que não restem dúvidas. Governos federais que não enfrentam restrições financeiras para realizarem pagamentos não precisam cobrar dívidas contraídas por governos subnacionais, especialmente quando tais exigências asfixiam as finanças desses governos e ameaçam o financiamento da produção de bens e serviços públicos essenciais para a população, além de deprimir as economias locais.

11 STN, disponível em https://www.tesourotransparente.gov.br/visualizacao/painel-de-monitoramentos-dos-gastos-com-covid-19

12 A meta para a taxa Selic definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) e o custo médio de emissão da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) chegaram aos seus mínimos históricos ao final de 2020, respectivamente 2,0% a.a. e 4,4% a.a.

do governo (ou que este equilíbrio seja inevitavelmente restabelecido pelo aumento do nível de preços). Como o governo cria a moeda com que faz todos os seus pagamentos, cria também a moeda com que paga pelos compromissos financeiros representados pelo estoque de sua dívida, sendo sempre capaz de preservar o seu equilíbrio orçamentário intertemporal através da receita gerada pela própria criação da moeda.[13]

Basicamente, **foi graças a este fato que o governo brasileiro pode pagar pelo combate à coronacrise, apenas bastando para isso que deixasse de estar desnecessariamente desautorizado pelas leis fiscais domésticas**. E é graças a este fato, também, que o governo brasileiro poderia e deveria administrar os seus gastos em nome da ampliação eficiente de bens e serviços públicos, da 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 moedas estrangeiras para obtenção de recursos nacionalmente indisponíveis).

2. O Real também é uma Dívida do Estado Brasileiro

Existe um fato semanticamente inquestionável, de cuja compreensão depende qualquer análise competente de nossas economias monetárias. As moedas que utilizamos como os meios de pagamentos finais de mais ampla aceitação nas nossas economias são *títulos de dívidas estatais* (ou supraestatais, como no caso da Eurozona).[14] No Brasil, isto significa dizer que o real é uma dívida pública, muito mais parecida do que as pessoas imaginam com os títulos de dívidas do Tesouro Nacional. Significa também que o único agente econômico verdadeiramente capaz de realizar pagamentos através da entrega de reais, sem limites operacionais inevitáveis, é o Estado brasileiro. Todos os demais participantes da economia (inclusive os bancos comerciais criadores de moedas bancárias) precisam obter e incorporar o *real estatal* às suas carteiras de ativos para realizarem pagamentos, ou para garantirem a conversibilidade de seus passivos denominados e conversíveis na moeda exclusivamente emitida pelo Estado (como os depósitos criados por bancos comerciais).

A compreensão plena deste fato deveria ser mais do que suficiente para permitir o abandono da crença de que governos centrais precisam (ou pelo menos devem) obter o dinheiro com que realizam seus pagamentos através da cobrança de impostos ou da venda de aplicações financeiras rentáveis aos agentes privados. **Se não há risco de insolvência estatal enquanto as obrigações do Estado estiverem denominadas na moeda doméstica que ele mesmo cria, não há necessidade de imposição de regramentos fiscais com o**

13 Normalmente, a renda obtida pelo governo graças à criação de moeda é inadequadamente identificada como uma renda de senhoriagem. No entanto, o conceito de *senhoriagem* se refere à criação materialmente custosa de instrumentos de pagamentos supostamente valiosos pela sua composição material, como no caso da cunhagem de moedas de ouro. Não é o caso de *moedas cartais*, capazes de gerar poder de compra para o Estado sem custo material, enquanto forem aceitas pela população. Portanto, é a aceitação da *moeda cartal* pela população, em troca de bens e serviços, que garante a renda real obtida pelo Estado com a criação de moeda. Esta aceitação, por sua vez, é consequência do poder soberano do Estado de impor obrigações monetárias, unilateralmente (na forma de tributos), sobre a população e estabelecer leis que tornam a obtenção da moeda uma necessidade de sobrevivência para a população (curso forçado). Por este motivo, é mais correto se referir à renda obtida pelo Estado, através da criação de moeda, como uma renda derivada da soberania do Estado (Wray, 2002).

14 O entendimento da moeda como um *crédito estatal,* elemento indispensável ao entendimento de economias capitalistas, foi defendido por economistas como Innes (1914), Knapp (1917), Keynes (1930), Wray (1998) e, no Brasil, por Dalto et al. (2020).

objetivo específico de combater o crescimento supostamente insustentável do estoque de dívidas estatais. Isto não significa que não haja *limites funcionais* para o tamanho dos gastos estatais e que o desrespeito a tais limites não possa produzir desequilíbrios econômicos indesejáveis. Mas significa, simplesmente, que não há risco de esgotamento inevitável da capacidade estatal de seguir realizando seus pagamentos na moeda que somente o próprio Estado cria. Logo, resultados fiscais deficitários podem ser economicamente imprudentes por motivos outros, mas nunca por ameaçarem o equilíbrio orçamentário intertemporal do Estado.

Naturalmente, a restrição orçamentária intertemporal impõe um limite insuperável aos gastos de todos os usuários da moeda de uma economia. Mesmo quando podem tomar empréstimos para realizarem pagamentos em um dado período, como as suas dívidas são pagáveis através da entrega de quantidades de moeda (estatal ou bancária) que eles não são capazes de criar, as suas capacidades de realizarem déficits financiados pela venda de suas dívidas em um dado período estarão necessariamente condicionadas às suas capacidades de realizarem superávits em períodos subsequentes – ou, mais precisamente, condicionadas às suas expectativas e principalmente de seus credores sobre suas capacidades de fazerem superávits no futuro. Deste modo, a capacidade de realizar pagamentos dos usuários de moeda será sempre, intertemporalmente, dependente dos seus recebimentos de moeda.

Empresas, famílias, bancos de investimentos, e até governos subnacionais são usuários de moeda e, portanto, enfrentam o mesmo tipo de restrição orçamentária intertemporal descrita acima. Muito simplesmente, usuários de moeda realizam pagamentos através da entrega de um item esgotável de suas carteiras de ativos, necessariamente obtido através da venda de um serviço ou bem recém-produzido, de um título de propriedade, de alguma doação em dinheiro, ou da venda de uma dívida (isto é, de um compromisso confiável de entregar moeda no futuro). Porém, para que sejam capazes de obter moeda através da venda de mercadorias, do recebimento de doações, ou da venda de dívidas, é necessário que os usuários de moeda encontrem agentes possuidores ou criadores de moeda dispostos a lhes oferecerem moeda em troca do que desejam ou buscam vender. Naturalmente, embora usuários de moeda possam satisfazer as demandas por moeda uns dos outros, através da transferência de estoques monetários que já existem em suas carteiras, para que o grupo de usuários de moeda de uma economia seja capaz de obter moeda, é necessário que recorram aos agentes criadores de moeda.

O erro dos defensores da austeridade costuma ser imaginar que também os Estados sejam usuários da moeda da economia. Não são. Como Abba Lerner afirmou, moedas são "criaturas do Estado".[15] 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 é, ao mesmo tempo, uma representação de endividamento do seu emissor estatal e o pagamento final de si mesma. Imagine o leitor que pudesse realizar pagamentos finais através da entrega de cheques seus, os quais tivesse certeza que jamais seriam

15 LERNER, 1947. 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 (May, 1947), pp. 312-317

descontados. Pois é este o privilégio gozado pelo criador da moeda de uma economia. Sua dívida nasce paga, pois é justamente através da sua entrega que todas as dívidas da economia são pagas.

Um primeiro detalhe relevante sobre este ponto é que o endividamento estatal, que inevitavelmente acompanha a criação da moeda estatal, decorre da maneira arbitrária com que escolhemos contabilizar a moeda cartal. Decerto, o registro alternativo de moedas estatais como ativos produzidos pelo Estado é muito mais raro, hoje em dia, e decorre da infeliz confusão de economistas e contadores sobre a origem do valor/aceitação das moedas estatais, que nestes casos eram presumidas materialmente valiosas em virtude da composição metálica dos documentos em que se emitiram algumas representações das obrigações estatais usadas como moeda no passado. Porém, é provável que esta maneira de contabilização da moeda seja pedagogicamente mais eficaz para o entendimento das finanças públicas do que o seu registro como um passivo do Estado. Afinal, **hoje a aversão ao endividamento estatal decorre não apenas da incapacidade do analista médio de reconhecer que o endividamento estatal é um enriquecimento dos agentes privados da economia, mas também da percepção confusa de que o gasto público deficitário representa uma "perda" ou "empobrecimento" para o Estado, que precisa ser compensado de alguma forma no futuro, normalmente através da cobrança de impostos**.

Se registrássemos moedas estatais como *ativos imateriais*[16] produzidos funcionalmente, a partir de critérios otimizadores do funcionamento da economia, pelo Estado, o público enxergaria muito mais claramente que *a criação de moeda é um evento enriquecedor do Estado e da economia como um todo.* Gastos deficitários do Estado seriam "financiados" não pelo endividamento estatal, mas pela entrega da riqueza obtida pelo Estado através da "produção" da moeda. Ainda que as principais aplicações rentáveis desta moeda continuassem sendo oferecidas pelo Estado na forma de passivos pagadores de juros, o endividamento público subsequente à criação de moeda poderia ser, sempre, mais do que compensado pela renda originalmente obtida através da criação da moeda.[17]

Naturalmente, o registro da moeda estatal como um *ativo imaterial*[18] representaria uma mudança puramente taxonômi-

16 Note-se que a produção de ativos materialmente escassos para uso como moeda (como pedaços de metais preciosos) condicionaria disfuncionalmente a capacidade do Estado de criar moeda e fazer pagamentos à sua capacidade de produzir o item utilizado como moeda.

17 Como vimos, a criação de *moeda como um ativo imaterial* adicionaria ao patrimônio líquido do Estado. Quando o recebedor da moeda a utilizasse para adquirir uma dívida estatal remunerada, o Estado receberia de volta uma quantidade da própria moeda nominalmente equivalente ao valor presente da própria dívida. Ainda que a dívida remunerada exigisse do Estado o pagamento de juros ao seu credor, como o pagamento de juros poderia ser realizado através da criação de mais moeda, o Estado sempre poderia evitar que o pagamento de juros produzisse um impacto negativo sobre o seu balanço patrimonial, evitando, assim, que mesmo o endividamento subsequente à criação da moeda fosse percebido como empobrecedor do Estado. Um detalhe inconveniente é que mesmo assim a dívida bruta do Estado (estoque de dívidas públicas pagadoras de juros) aumentaria, deteriorando indicadores fiscais disfuncionalmente baseados apenas num dos itens do balanço patrimonial estatal.

18 É importante desfazer qualquer noção confusa de que as chamadas *criptomoedas* sejam exemplos de ativos imateriais que funcionam como moedas. Criptomoedas são moedas tanto quanto quaisquer outros conteúdos digitais negociados online: jogos de videogame, livros digitais, filmes, fotos, etc. São mercadorias digitais que podem ser compradas e vendidas como qualquer outra mercadoria. Infelizmente, como o público está acostumado com a existência de moedas estatais valiosas, aparentemente desprovidas de materialidades que expliquem seus valores, acabam convencidos de que também as criptomoedas sejam valiosas pelo simples fato de serem imprecisamente chamadas de "moedas". No entanto, o valor de moedas estatais possui materialidade, uma

ca. Verdadeiramente, não existe diferença economicamente relevante entre o endividamento de um agente que registra a moeda como um item de seu passivo, e o enriquecimento de um agente que registra a moeda como um ativo imaterial que ele produz. Em ambos os casos, a renda real (poder de compra) gerada pela criação de moeda é a mesma, seja o criador da moeda emissor ou produtor dos meios de pagamentos. Em ambos os casos, os balanços patrimoniais não governamentais são igualmente incrementados pelo recebimento da moeda estatal. Em ambos os casos, o valor da moeda é igualmente derivado da soberania estatal (tributos). Mesmo que passasse a ser registrada como um ativo imaterial, a moeda estatal seguiria representando o compromisso do Estado de que será sempre aceita como pagamento final por qualquer coisa cujo preço seja denominado na moeda de conta doméstica, inclusive pagamentos de impostos devidos ao Estado. A única diferença relevante entre os dois formatos é que o registro da moeda como um ativo imaterial talvez contribuísse para remover do imaginário coletivo a aversão ao gasto público deficitário, pois o que hoje nasce no balanço patrimonial do Estado como dívida pública passaria a nascer apenas como um item de riqueza criado pelo Estado e transferido ao setor privado.[19]

---

vez que é derivado das consequências materialmente custosas de não se obter o instrumento exigido para liquidar dívidas tributárias com o Estado. Já as criptomoedas são completamente desprovidas de qualquer valor de uso que fundamente os seus valores de troca. Ainda que a tecnologia criptográfica e de registro decentralizado das informações associadas às criptomoedas (*blockchain*) seja promissoramente inovadora e, portanto, materialmente valiosa, compradores de criptomoedas não adquirem direitos para usarem ou negociarem estas tecnologias. Mesmo os bulbos de tulipas holandesas do século XVII possuíam valor de uso cerimonial como ornamentos de luxo, sobre o qual se formou a espiral especulativa capaz de explicar a inflação espetacular de seus preços até o colapso da bolha. No caso das criptomoedas existe apenas a expectativa de conversão destes ativos em moedas estatais ou em bens à venda pela moeda estatal. A criptomoeda em si não tem serventia para ninguém. Embora a expectativa de venda das criptomoedas seja individualmente confirmável, é coletivamente insustentável, já que todos os especuladores em criptomoedas não teriam como vender seus criptoativos por um preço superior a zero, caso buscassem confirmar suas expectativas ao mesmo tempo.

19 Um exemplo da conveniência semântica do tratamento da moeda como um ativo imaterial ao invés de um passivo estatal é a solução, muito simples, totalmente viável legal e operacionalmente, disponível ao governo central estadunidense para lidar com o terrorismo fiscal de congressistas de oposição, quase sempre que o teto legislativo para o estoque de dívidas do Tesouro chega perto de ser atingido. Como o teto legal se impõe sobre todo o estoque de dívidas do Tesouro espalhadas em carteiras alheias, inclusive do Fed estadunidense, torna-se inevitável que o Tesouro incremente o estoque de suas dívidas, sujeito ao limite legal, ao repor o saldo de seus haveres contra o Fed, quando reduzidos por gastos deficitários.

A impossibilidade de exceder o teto legal torna desnecessariamente possível, como de fato foi verificado algumas vezes, que o Tesouro não consiga seguir fazendo seus pagamentos, embora autorizados pela lei orçamentária, inclusive de juros a seus credores, a partir do ponto em que se esgotam suas reservas. No entanto, uma idiossincrasia contábil poderia ser facilmente utilizada para neutralizar o impedimento ao gasto imposto pelo teto sobre a dívida do governo, mesmo que os congressistas se recusassem eternamente a autorizar qualquer revisão do seu valor. Ocorre que nos EUA os dólares documentalizados na forma de moedas metálicas são registrados como ativos produzidos pela Casa da Moeda, que por sua vez é propriedade do Tesouro estadunidense. Este fato torna a cunhagem de moedas metálicas uma operação criadora de receita para o Tesouro, que as vende aos bancos centrais regionais (membros do sistema Fed) responsáveis pela sua distribuição ao público em troca de créditos em sua conta no Fed. Embora esta renda de senhoriagem seja hoje inconsequente para as finanças públicas estadunidenses, nada impede que o Tesouro ordene a cunhagem de uma moeda especial de denominação excepcionalmente elevada (por exemplo, um trilhão de dólares) e a troque junto ao Fed para o resgate de títulos sujeitos ao limite legal.

Infelizmente, tal artifício não teria impacto para desfazer a suposta deterioração fiscal do Estado brasileiro, pelo menos enquanto disfuncionalmente representada pela dívida bruta do governo geral, uma vez que alguma fração de qualquer quantidade de moeda adicionada a carteiras privadas sempre acabaria aplicada em dívidas governamentais rentáveis. Neste caso, somente a destruição ou remoção da porção líquida em reais da riqueza

Um segundo ponto importante é que, normalmente, há pelo menos duas moedas capazes de realizar pagamentos finais em quase todos os mercados de uma economia monetária. Como mencionado acima, bancos comerciais também criam moedas como itens de seus passivos. No entanto, as moedas bancárias (saldos perfeitamente líquidos e facilmente transferíveis entre contas de titularidades diferentes) são hierarquicamente inferiores[20] às moedas estatais e derivam o seu valor/aceitação inteiramente das suas conversibilidades rápidas e sem custo na moeda estatal. Quando não há garantia de suas conversibilidades plenas na moeda estatal, as moedas bancárias podem perder a sua aceitação como substitutas perfeitas (igualmente líquidas) da moeda estatal, motivando episódios de corridas bancárias. É o Estado, portanto, através de sua autoridade monetária criadora da moeda estatal, quem garante que os bancos comerciais existam como criadores operacionalmente irrestritos de moedas bancárias, evitando que estejam ameaçados de descumprir o compromisso de conversibilidade de suas moedas bancárias na moeda estatal, graças ao seu papel de emprestador de última instância aos bancos, através das operações de redesconto e demais operações provedoras de liquidez ao sistema bancário.[21]

O que torna a moeda estatal tão especial numa economia monetária é a sua condição de único instrumento financeiro que possui correspondência perfeita e inquestionável à unidade de preços adotada em toda a economia (o que garante a sua liquidez perfeita).[22] Como cabe ao Estado soberano estabelecer e nomear a moeda de conta na qual são definidos todos os preços da economia, é natural que seja inquestionável o valor de certificados de suas dívidas que sejam exigíveis instantaneamente e denominadas na moeda de conta oficial. Assim, as cédulas de papel moeda que costumamos carregar em nossos bolsos e carteiras são documentos que certificam o reconhecimento de uma dívida do Estado para com o portador de cada cédula no valor escrito nela. Um crédito perfeitamente líquido de 100 reais contra o Banco Central do Brasil, de fato tem o valor de 100 reais. Já um crédito de 100 reais contra um usuário de moeda (ou contra um banco criador de moedas bancárias), poderá valer 100 reais ou menos, dependendo da facilidade com que seja convertido em moeda estatal com o valor de 100 reais.

financeira do setor privado (impostos ou privatizações de ativos inconversíveis como empresas públicas e reservas internacionais) seria capaz de reduzir a dívida bruta do governo.

20 BELL, Stephanie. The hierarchy of money. Working paper n. 231. The Jerome Levy Economics Institute, 1998.

21 Mesmo assim, embora as moedas bancárias sejam aceitas como meios de pagamentos finais para a maioria dos usuários de moeda, em uma economia há situações em que apenas a moeda estatal pode ser utilizada. É o caso de pagamentos realizados entre dois bancos comerciais. Por exemplo, quando o cliente de um determinado banco solicita ao seu banco que realize um pagamento a um cliente de outro banco, embora o cliente pagador julgue estar utilizando seu saldo bancário para realizar o seu pagamento, uma vez que este saldo de fato será reduzido, na verdade ele está solicitando ao seu banco que converta o seu saldo de moeda bancária em moeda estatal para que em seguida transfira a moeda estatal ao banco em que o recebedor do pagamento possui sua conta. O mesmo ocorre no caso de pagamentos ao Estado, realizados através da transferência de quantidades de moeda estatal dos bancos comerciais para a autoridade fiscal estatal. A situação é completamente diferente quando dois clientes de um mesmo banco transferem valores um para o outro, pois neste caso cabe ao banco, simplesmente, reduzir o saldo de um cliente e aumentar o do outro, sem que precise reduzir seus estoques de moeda estatal.

22 A centralidade da moeda de conta, de uso generalizado para o estabelecimento da moeda estatal como meio de pagamentos mais amplamente aceito em uma economia monetária, foi percebida por Keynes em seu Tratado da Moeda (1930).

Finalmente, é preciso lidar aqui com uma das principais fontes de confusão para o entendimento das finanças públicas e do funcionamento de macroeconomias monetárias. 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, e recebimentos de impostos. Quem cria 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 e de outras aplicações imperfeitamente líquidas para influenciar preços financeiros estrategicamente importantes para a economia (como a taxa básica de juros), normalmente supondo que suas intervenções sobre estes preços terão efeitos desejáveis sobre o nível de preços da economia em geral.

Infelizmente, a separação patrimonial das autoridades econômicas acaba criando a ilusão de que o Estado realmente enfrenta um limite financeiro sobre sua capacidade de realizar gastos em bens e serviços, e transferências unilaterais, uma vez que tais pagamentos são feitos pela autoridade fiscal, para quem os pagamentos representam a redução de um estoque supostamente esgotável de créditos contra a autoridade monetária. Por outro lado, este mesmo arranjo patrimonial torna muito mais natural para o público que a autoridade monetária realize pagamentos sem limites em suas intervenções estabilizadoras do sistema monetário e financeiro, pela simples adição de valores a um item de seu passivo. De fato, a capacidade de qualquer autoridade fiscal de realizar pagamentos sem dificuldades, ou limites operacionais, depende da existência de mecanismos que transfiram para ela o mesmo poder irrestrito de criar moeda que possui a autoridade monetária. Nem sempre tais mecanismos existem. Por exemplo, a crise das dívidas soberanas dos países membros da zona do euro em 2010 foi consequência da inexistência de tais mecanismos que garantissem o reabastecimento das contas de cada tesouro nacional sem que a oferta de novas dívidas públicas pressionasse o custo dessas dívidas, inviabilizando a recorrência de déficits fiscais e, eventualmente, da própria rolagem das dívidas soberanas dos países mais endividados.

Como veremos, os mecanismos necessários para que o Tesouro Nacional brasileiro realize déficits fiscais persistentes e de quaisquer tamanhos, sem risco de descontrole do custo de suas dívidas denominadas em reais, já existem no Brasil graças ao regime de política monetária adotado pelo Banco Central. Ainda que possam ser aprimorados, tais mecanismos funcionam muitíssimo bem no país. De fato, funcionam tão bem que o governo brasileiro foi capaz de praticar o impressionante resultado fiscal de 2020 (um déficit primário de mais de 700 bilhões de reais), sem dificuldades operacionais, e sem que sequer fosse necessário alterar detalhes do sistema de gestão fiscal e monetária vigente no Brasil.

3. Como o Estado Brasileiro gastou tanto em 2020?

O entendimento convencional sobre o financiamento do Estado se baseia numa leitura muito 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 (1) abaixo representaria a suposta restrição orçamentária do governo ao longo de um único período:

$$G + iD = T + \Delta M0 + \Delta D$$

Onde G representa as despesas primárias do governo, i representa a taxa de juros, D representa o estoque de dívidas públicas pagadoras de juros, T representa os impostos recebidos no período, e M0 representa a base monetária.

A interpretação convencional desta equação diz que o financiamento dos pagamentos realizados pelo Tesouro Nacional num dado período (G + iD) vem de alguma combinação entre a cobrança de impostos (T), empréstimos tomados junto ao setor privado (ΔD), ou criação de moeda (ΔM0). Foi a partir desta interpretação da equação (1) que especialistas brasileiros influentes[23] propuseram que o governo brasileiro recorresse extraordinariamente à emissão monetária (ou "monetização" dos déficits estatais) para financiar os gastos deficitários exigidos pelo combate à pandemia em 2020. Afinal, não seria possível arrecadar mais impostos, uma vez que empresas e famílias estavam empobrecidas pelos efeitos da pandemia, e tampouco seria possível recorrer a empréstimos junto ao setor privado, uma vez que até mesmo as quase sempre prósperas instituições financeiras atuantes no país estavam desesperadamente fragilizadas pelo empobrecimento generalizado da sociedade brasileira. Para a surpresa destes economistas, o governo brasileiro não precisou fazer nada diferente do normal para que conseguisse realizar os gastos necessários ao combate da pandemia e seus efeitos. A única diferença em 2020 foram os tamanhos dos gastos, muito maiores do que em anos anteriores, e dos impostos, relativamente muito menores do que em anos anteriores.

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). Esta equação não representa a origem do financiamento dos gastos do Tesouro, mas o impacto *ex post* na composição dos balanços patrimoniais privados que resultam dos gastos e recebimentos de impostos realizados pelo Tesouro, e das reconfigurações de carteiras de ativos pelos agentes privados. Quando acompanhamos cada etapa do processo fiscal e monetário, desde o gasto do governo, passando pela reconfiguração dos portfólios privados incrementados pelo gasto estatal, até o reabastecimento da conta do Tesouro, percebemos que não existe alternativa para o financiamento do gasto do governo brasileiro que não a criação de moeda. Ou seja, o governo não precisava recorrer à emissão monetária extraordinariamente em 2020 porque ele sempre fez todos os seus pagamentos através da criação de moeda!

Por exemplo, imaginemos um único pagamento hipotético de 1000 reais do Tesouro ao recebedor de um auxílio emergencial durante a pandemia.

23 Foi o caso até mesmo 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.

Figura 1: O governo brasileiro paga 1000 reais a alguém

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	
Empréstimos aos bancos	Não Monetário: Conta única do Tesouro –1000

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 é financiado[24] pela redução do saldo disponível na sua conta única (Conta Única do Tesouro, ou CUT), registrada como um crédito contra o BCB, independentemente da indicação da fonte de financiamento listada quando da elaboração do orçamento público. No entanto, como o saldo da CUT não compõe qualquer das nossas definições de agregados monetários, dizemos que cada pagamento pelo TN é realizado através da emissão monetária, pois aumenta a base monetária (M0) e o estoque de moeda (M1) da economia.[25] No caso em tela, temos um aumento de 1000 reais em M0, através da transferência de créditos contra o BCB da CUT para as reservas de um banco comercial, e um aumento igual em M1, uma vez que o banco comercial intermediário do pagamento incrementa o saldo bancário do recebedor do auxílio em 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. 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 criar base monetária e moeda para realizar seus pagamentos.[26]

24 Financiamento se refere simplesmente à origem (De onde vêm?) dos meios utilizados para a realização de um pagamento.

25 Chamamos de base monetária a soma de todos os créditos perfeitamente líquidos contra a autoridade monetária da economia, 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.

26 Em nome do realismo, representamos o pagamento pelo Tesouro sendo intermediado por um banco comercial. Neste caso, a criação de base monetária (aumento das reservas bancárias) ocorre separadamente da criação de moeda (aumento de um saldo bancário), com consequências distributivas relevantes, pois oferece aos bancos comerciais a oportunidade de capturarem para si sem custos a maior parte da renda de juros criada pelos gastos deficitários. Alternativamente, poderíamos imaginar que o governo enviasse pelo correio um envelope com papel moeda ao recebedor do benefício, ou que utilizasse uma versão digital do papel moeda para efetuar seu pagamento. A realização do pagamento ao público diretamente em créditos contra o BCB, ao invés de créditos contra um banco comercial conversíveis em créditos contra o BCB, faria com que a expansão de M0 e M1 ocorresse na forma do mesmo aumento no estoque de papel moeda em poder do público (PMPP). Como a

Cabe apontar que a equação (1), logo em seguida ao pagamento pelo governo, mostraria o gasto governamental de 1000 reais acompanhado inteiramente de uma variação de 1000 reais na base monetária, muito embora o "financiamento" do gasto público viesse do débito da CUT, deixando claro que a equação (1) não representa as operações que abastecem a CUT de créditos com que o TN realiza pagamentos, mas as variações em carteiras privadas que acompanham e sucedem os gastos estatais.

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

Tesouro

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

Bacen

Ativos	Passivos
Ativos externos	Monetário:
Títulos públicos -800	Reservas e PMPP *+1000* -800
Empréstimos aos bancos	Não Monetário:
	Conta única do Tesouro *–1000*

Bancos

Ativos	Passivos
Reservas *+1000* -800	Depósitos *+1000*
Títulos públicos +800	
Empréstimos	

Você e eu

Ativos	Passivos
Depósitos +1000	Empréstimos
PMPP	

*Elaboração dos autores.

A criação de base monetária pelo pagamento estatal descrito acima ocasionaria um desequilíbrio no mercado de reservas bancárias e aplicações rentáveis disponíveis para compra em troca de reservas bancárias. Bancos comerciais são gestores financeiros competentes e não deixam de aproveitar quaisquer oportunidades de obterem rendimentos, especialmente quando tais rendimentos são garantidos pelo BCB criador da moeda estatal. 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 (presumivelmente para que consigam dar conta da fração dos depósitos devidos que darão origem a saques e pagamentos a bancos rivais por seus titulares), um aumento de 1000 reais no total de depósitos bancários exigiria que o banco aumentasse as suas reservas em apenas 200 reais.

Como o banco comercial possuiria, portanto, um excesso de reservas de 800 reais em sua carteira, ele imediatamente pas-

demanda por dívidas públicas pagadoras de juros por bancos detentores de reservas bancárias excedentes tende a ser maior do que a demanda do público detentor de papel moeda (que, obviamente, não tem como utilizar o dinheiro de papel para adquirir títulos públicos negociados através de plataformas eletrônicas), a renda de juros e o custo distributivo (aumento das desigualdades de renda e riqueza) inicialmente criados por um pagamento através da expansão do PMPP tenderia a ser menor do que o custo distributivo de pagamentos intermediados por bancos. O mesmo ocorreria se as moedas bancárias recebidas pelos recebedores dos benefícios emergenciais fossem convertidas em PMPP através de saques. No entanto, como a moeda criada pelo gasto público raramente acaba entesourada pelos recebedores desses pagamentos, especialmente no caso de transferências que objetivam complementar rendas insuficientes, eventualmente a moeda adicionada pelo gasto estatal acabaria retida por agentes que costumam preferir a moeda na sua forma digital bancária, muito mais conveniente para realizar pagamentos em economias modernas, devolvendo aos bancos as reservas excedentes com que poderiam comprar títulos públicos.

saria a buscar aplicações rentáveis para o seu excesso de liquidez. 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).[27] No entanto, se imaginarmos que todos os mercados de aplicações financeiras disponíveis para as reservas excedentes estivessem em equilíbrio até o momento do pagamento estatal, a oferta de 200 reais em reservas bancárias excedentes nos mercados de aplicações rentáveis teria um efeito inflacionário sobre os preços de todas as aplicações, exceto uma. Isto é, a busca do banco por aplicações para suas reservas tenderia a fazer com que os juros oferecidos nestas aplicações caíssem. A única aplicação cujo preço não aumentaria (cuja taxa de juros não cairia) por maior que fosse a demanda adicional gerada por reservas excedentes nas carteiras dos bancos seriam as aplicações pagadoras da taxa básica de juros, graças à sua oferta infinitamente juro elástica pelo BCB. Ainda sob a hipótese de equilíbrio dos mercados de aplicações e, portanto, de indiferença para os bancos com relação às diferentes aplicações disponíveis, o banco optaria racionalmente pela aplicação integral das suas reservas excedentes na alternativa oferecida pelo BCB.

A oferta infinitamente juro elástica de aplicações de curto prazo pelo BCB decorre do modelo de politica monetária adotado no Brasil. Sob o regime de metas de inflação, o BCB se compromete a manter a taxa básica de juros sempre (muito perto da) meta definida pelo seu 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*[28] de um dia lastreadas com títulos negociados e custodiados no sistema Selic. No exemplo em questão, realisticamente, o BCB venderia um título de dívida do TN com o compromisso de recompra-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 BCB evitaria que a Selic fosse pressionada negativamente.

Em nome da simplicidade, imaginaremos que o BCB simplesmente faça o enxugamento das reservas excedentes criadas pelo gasto estatal oferecendo títulos de curto prazo do TN remunerados pela taxa Selic (um título Tesouro Selic, ou LFT) sem se comprometer necessariamente com a sua recompra em uma data futura especí-

27 Obviamente, a colocação primária de títulos rentáveis pelo TN também ofereceria oportunidades de aplicações para bancos possuidores de reservas excedentes. No entanto, tais leilões são mais esporádicos e não tem por objetivo evitar que reservas em excesso empurrem os juros para baixo. Assim, apenas por coincidência a compra de títulos públicos em leilões primários representaria uma aplicação alternativa para reservas em excesso nas carteiras de bancos.

28 Com a aprovação legal da oferta de depósitos voluntários remunerados pelo BCB (Lei 14185 de 2021), a autoridade monetária brasileira passou a ser capaz de oferecer duas aplicações pagadoras de juros que ela administra com extrema precisão. No entanto, embora os depósitos voluntários remunerados sejam muito mais eficazes para o enxugamento de liquidez descrito neste texto, como (1) a taxa referencial perseguida pelo BCB sob o regime de metas de inflação continua sendo a Selic paga em operações compromissadas de um dia, como (2) as operações compromissadas são estruturadas como contratos de venda e recompra de dívidas do Tesouro Nacional, como (3) estas operações compromissadas são substitutas muito próximas das dívidas de curto prazo do Tesouro remuneradas pela taxa Selic, os mecanismos descritos neste texto, embora mais simples que no mundo real, ainda refletem razoavelmente bem a relação simbiótica entre a política fiscal e a política monetária. Ver Conceição e Deccache (2021) para uma análise mais detalhada sobre o nexo entre a política fiscal e a política monetária no Brasil.

fica. De maneira análoga ao arranjo descrito acima, uma oferta infinitamente juro elástica de LFTs pelo BCB para satisfazer a demanda dos bancos por aplicações rentáveis para suas reservas excedentes evitaria o aparecimento de ágio no preço destas aplicações negociadas no mercado secundário. Na prática, o uso de operações convencionais de mercado aberto ou de operações compromissadas para a administração da taxa Selic são equivalentes.[29]

Assim, em nosso exemplo, o enxugamento da liquidez excedente criada pelo gasto do TN se daria pela venda de títulos públicos de curto prazo pelo BCB ao banco comercial no valor de 800 reais.[30] Na equação (1) veríamos o mesmo gasto do TN de 1000 reais 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. A esta altura, no entanto, o leitor já é capaz de perceber que este resultado não representa uma relação de 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

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

Bacen

Ativos	Passivos
Ativos externos	Monetário: Reservas e PMPP *+1000* *-800* +1000 -1000
Títulos públicos *-800* +1000	Não Monetário: Conta única do Tesouro *–1000* +1000
Empréstimos aos bancos	

Bancos

Ativos	Passivos
Reservas *+1000* *-800* +1000 -1000	Depósitos +1000
Títulos públicos *+800* -1000 +1000	
Empréstimos	

Você e eu

Ativos	Passivos
Depósitos *+1000*	Empréstimos

*Elaboração dos autores.

Existem duas formas disponíveis para que o TN reabasteça o saldo da sua conta única com créditos contra o BCB: arrecadando impostos e vendendo títulos de suas 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. Fica o convite ao leitor para que visualize, com o auxílio das figuras acima, o pagamento de um imposto de 1000 reais, desde o débito no saldo bancário do contribuinte e nas reservas do seu banco comercial, até o desfazimento completo de

29 Uma diferença inconsequente para o propósito do nosso exercício é que nas operações compromissadas a recompra do título público pelo BCB é automática, enquanto na compra definitiva a recompra do título pelo BCB só ocorreria por iniciativa dos bancos, sendo acomodada pelo BCB caso pressionassem a Selic com suas demandas por reservas bancárias.

30 Notem que embora seja o BCB que venda aplicações rentáveis para neutralizar a pressão negativa da liquidez adicionada pelo gasto estatal sobre a taxa Selic, estas aplicações 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.

todas as variações nos balanços do banco comercial, do TN e do BCB.

O mistério que pretendemos explicar neste artigo é como o governo brasileiro foi capaz de realizar o maior déficit primário da sua história (743 bilhões de reais) num contexto de enorme fragilidade financeira dos agentes privados, e enquanto o juro referencial da economia e o custo médio da dívida pública chegaram aos seus mínimos históricos. De fato, o reabastecimento da CUT ocorreu ao 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.[31] Logo, 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 para este mistério vem da atuação do BCB como estabilizador inevitável do mercado de dívidas públicas, em virtude do seu compromisso com a administração da taxa Selic. Vejamos o exemplo da Figura 3. Novamente em nome da simplicidade, imaginemos que o TN tente reabastecer o saldo da CUT em 1000 reais apenas através da venda de seus títulos de curto prazo pagadores da taxa Selic (LFTs). Caso não houvesse intervenção compensatória do BCB no mercado de títulos, a oferta primária de LFTs pelo TN representaria um excesso destas aplicações na economia e acabaria pressionando negativamente o seu preço (e positivamente o seu juro). Afinal, a dificuldade de encontrar compradores para os títulos oferecidos no mercado primário obrigaria a o TN a cobrar menos pelas LFTs (na verdade, de modo que tais instrumentos acabariam oferecendo uma remuneração maior do que a Selic aos seus compradores primários). O surgimento do deságio tornaria atraente para gestores financeiros competentes vender LFTs no mercado secundário para em seguida compra-las no mercado primário (ou compra-las por preços intermediários de dealers que as estivessem comprando com deságio no mercado primário), consequentemente pressionando os seus preços também no mercado secundário. Este processo seguiria ocorrendo até que os preços das LFTs vendidas primária ou secundariamente tornassem-nas indistinguíveis.

Caso o BCB fizesse sua gestão monetária exclusivamente por meio de operações convencionais de mercado aberto, 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.

No Brasil real, a "ajuda" prestada pelo BCB ao TN é um pouco menos "completa" do que foi descrito aqui, uma vez que LFTs vendidas primariamente pelo TN não são percebidas pelos agentes privados como perfeitamente substitutas das operações compromissadas pagadoras da taxa Selic. Como o compromisso do BCB é apenas com a manutenção na meta definida pelo Copom da taxa Selic média auferida nas operações compromissadas de um dia, é possível que a venda de quantidades grandes de LFTs pelo TN ocasione o surgimento de algum deságio, sem que o BCB seja obrigado a agir. No entanto, é difícil imaginar que gestores financeiros competen-

31 Dados do Banco Central do Brasil disponíveis em https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/balanceteslai/Demonstra%C3%A7%C3%B5es%20Financeiras%20BCB%20-%2031.12.2020.pdf.

tes logo não reajam às oportunidades de adquirir LFTs pagadoras da taxa Selic com deságio e para isso vendam suas aplicações pagadoras da taxa Selic no mercado secundário. Isso pressionaria negativamente os preços das operações compromissadas, e obrigaria o BCB a absorver as aplicações em excesso, preservando assim não apenas a estabilidade da taxa Selic, mas também ajudando a estabilizar os preços das LFTs vendidas primariamente pelo Tesouro.

Menos "completo" ainda é o efeito estabilizador da Selic administrada pelo BCB sobre outras taxas ao longo da curva de juros para dívidas do TN. Neste caso, como dívidas de maturidades maiores e com regras diferentes para o cálculo de suas remunerações representam estratégias diferentes para perfis diferentes de gestores financeiros, é normal que os juros pagos por essas dívidas flutuem mesmo enquanto a Selic se mantém estável. No entanto, o mesmo princípio de arbitragem que transfere estabilidade da Selic para os juros incidentes sobre as LFTs (impedindo o surgimento de ágios e deságios muito grandes), funciona também para estabilizar todos os juros ao longo da estrutura a termo.

No caso das LFTs o efeito estabilizador da Selic tende a ser muito forte porque são substitutas muito próximas das aplicações compradas e vendidas pelo BCB, estas sim pagadoras de retornos (quase) perfeitamente controlados pela política monetária. Já no caso de outras dívidas do TN, o efeito estabilizador é menos direto. A situação de indiferença entre aplicações de curto prazo pagadoras da taxa Selic e uma dada dívida do TN de prazo mais longo é aquela em que o retorno da dívida longa é exatamente igual ao rendimento esperado de aplicações diárias ininterruptas remuneradas pela taxa Selic, até o vencimento da dívida longa. O normal é que as taxas que remuneram as aplicações de vencimentos mais distantes sejam maiores, refletindo a incerteza sobre o comportamento das taxas curtas durante o tempo da aplicação, e o custo de sua liquidação antes do vencimento. Mas a diferença entre a taxa de curto prazo administrada pelo BCB e as taxas de longo prazo (a inclinação da curva de juros) pode variar bastante. Quando os agentes passam a crer que a Selic será aumentada pelo BCB no futuro, vendem suas aplicações menos líquidas em busca da oportunidade de receberem uma Selic mais elevada em aplicações de curto prazo. São estes movimentos que fazem cair os preços (subir os juros) das aplicações de longo prazo, sem fazerem subir o preço das aplicações remuneradas pela Selic, estabilizado pela ação do BCB. Desta forma, em última instância é o BCB, através da administração da taxa Selic, quem 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[32] dos agentes sobre o comportamento futuro da Selic.

De qualquer forma, 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

32 Não é razoável crer que analistas e gurus financeiros, por mais competentes e intuitivos que sejam, tenham a capacidade de prever o comportamento da taxa Selic com mais precisão do que o BCB que administra a Selic de maneira absoluta. No entanto, é possível imaginar que um BCB disfuncionalmente submisso a interesses de gestores financeiros privados realmente possa condicionar a definição da meta Selic às expectativas dos participantes dos mercados de dívidas públicas, conforme sinalizadas pela curva de juros. Ainda assim, não seria correto afirmar que as expetativas dos agentes privados e suas escolhas financeiras estivessem "determinando" o juro básico e da curva de juros, como se a autoridade monetária não possuísse alternativas para suas escolhas. Mesmo neste caso o juro básico continuaria sendo unilateralmente definido pela autoridade monetária, ainda que esta decisão unilateral estivesse disfuncionalmente submetida a interesses privados.

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.

O importante aqui é ressaltar que o poder de criar moeda do BCB lhe garante capacidade absoluta de estabelecer um piso para todo e qualquer preço definido em reais na economia brasileira. Este poder, combinado à capacidade de oferecer aplicações remuneradas que tanto o BCB (em breve, também na forma de depósitos remunerados) e o TN possuem, permitem que o Estado controle perfeitamente os preços de todas estas aplicações. Nos EUA, por exemplo, o Fed inaugurou a prática de relaxamento quantitativo para lidar com a crise de 2008, e desde então passou a intervir também no restante da curva de juros para dívidas do Tesouro, bem como de alguns tipos de dívidas privadas.[33] Já no Brasil, a autoridade monetária se mostra muito menos disposta a estabilizar mais diretamente outros preços financeiros estrategicamente importantes, além da taxa Selic. Felizmente, mesmo este conservadorismo monetário do BCB não lhe permite sabotar a política fiscal.

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 ocorrido no período. No exemplo hipotético, está aí a "ajuda" do BCB ao TN para que o TN reabasteça a CUT sem elevação dos juros remuneradores das suas dívidas. Ele 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 não querem aplicar em dívidas do TN.

Podemos assim, finalmente, desvendar o mistério de 2020. Não foi o endividamento estatal junto ao setor privado que "financiou" o extraordinário déficit fiscal daquele período, pelo menos não da forma como os economistas costumam imaginar. O endividamento estatal que financiou os gastos adicionais em 2020 deu-se (como sempre foi o caso) primeiro na forma da criação da própria moeda estatal. Embora não aparece na enganosa medida de dívida bruta do governo geral, semanticamente a criação de moeda também é uma tomada de empréstimo, pois o Estado realiza um pagamento através da entrega de um item do seu passivo. Mas é uma tomada de empréstimo diferente, pois é um empréstimo tomado e pago simultaneamente. Neste

33 Keynes (1936), sempre à frente do seu tempo, 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).

sentido, a única condição para que o Estado brasileiro consiga "se endividar" junto ao setor privado para fazer pagamentos é que a moeda estatal siga sendo aceita pela população.

Como vimos no exemplo acima, 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 rearrumam as 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. Estes resultados acabam dando a 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. Se não há Limite Financeiro, qual deve ser o limite para o gasto estatal?

Como buscamos demonstrar no texto, **não há e nunca houve restrições financeiras verdadeiramente inevitáveis que se imponham sobre a capacidade do governo brasileiro de realizar seus pagamentos. Como o Estado brasileiro é o detentor do monopólio sobre a criação do real, cabe (ou pelo menos deveria caber) a ele escolher como, quando e para quê a sua capacidade irrestrita de criar reais será utilizada. Obviamente, é importante que haja algum limite sobre o uso da criação da moeda. Governos incompetentes e/ou mal-intencionados certamente poderiam produzir danos econômicos significativos se estivessem totalmente livres para gastar. Porém, a forma mais eficiente de impedir que o gasto público se torne excessivo, ou que seja materialmente ineficiente, não é fingir que o governo enfrenta restrições financeiras e pode se tornar insolvente, como se fosse um usuário de moeda que precisa cuidar do seu equilíbrio orçamentário intertemporal. Afinal, para que nossas economias funcionem bem, é preciso que o gasto do governo sirva como um contrapeso dos gastos dos demais atores privados usuários da moeda estatal, gastando mais quando todas as rendas da economia estiverem caindo e menos quando as rendas estiverem crescendo.**

A capacidade de criar moeda permite que o governo resolva com facilidade incomparável todo e qualquer problema associado à demanda insuficiente ou escassez de financiamento. Por exemplo, o desemprego resultante da demanda insuficiente por bens e serviços na economia como um todo poderia ser eliminado, instantaneamente, com a contratação da população desempregada pelo Estado. A oferta insuficiente de bens e serviços públicos indispensáveis para a garantia de direitos fundamentais da população (educação, saúde e segurança) poderia ser enfrentada, de maneira simples, com o financiamento muito mais generoso da sua produção.

É claro que para que o poder de criar moeda tenha efeitos positivos para a sociedade, é preciso que a economia não esteja em situação de esgotamento absoluto das suas oportunidades produtivas. O objetivo *funcional* da criação de moeda pelo Estado é justamente aproveitar o seu efeito mobilizador de capacidades produtivas disponíveis que, em economias monetárias, acabariam desperdiçadas por falta de demanda. O gasto excessivo e mal planejado em busca de mercadorias materialmente indisponíveis não apenas não ocasionaria

o aumento desejado na oferta, mas poderia produzir consequências distributivas indesejáveis, tão piores quanto mais intensamente o seu efeito inflacionário deteriorasse o poder de compra da população mais pobre. Neste caso, sim, faria sentido tratar a construção do orçamento público como um exercício redistributivo, tirando de um gasto para viabilizar algum outro, não porque o dinheiro para o financiamento do gasto precise vir de alguma receita prévia ou da redução de outro gasto, mas para que a demanda adicionada por cada gasto "caiba" no limite material instransponível da economia.

Ademais, mesmo que a economia estivesse confrontada com uma oferta agregada completamente inelástica, o planejamento do orçamento público, submetido ao objetivo de estabilização 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). Entretanto, embora a melhora dos indicadores fiscais pudesse ser disfuncionalmente interpretada como um aumento na capacidade do governo de realizar gastos, um aumento dos gastos estatais seria desaconselhável numa economia operando no seu verdadeiro limite produtivo.

Muito comumente, é a suposta ameaça à estabilidade de preços que acaba utilizada como argumento contra o reconhecimento de que o Estado não enfrenta limites financeiros para gastar. É um argumento que faz pouquíssimo sentido. Note-se que não há elemento normativo na constatação de que não há limite financeiro sobre o gasto público. **Reconhecer a ausência de limites financeiros para o gasto de um governo capaz de criar moeda não significa defender que este governo deva gastar sem limites e que desrespeite o limite inflacionário da economia.** Apenas não faz sentido que o limite imposto ao governo seja condicionado ao enfrentamento do risco de esgotamento das fontes de financiamento ao Estado por endividamento excessivo, uma vez que este risco não existe. **Mas um governo capaz de gastar sem limites poderia produzir pressões inflacionárias por excesso de demanda, de modo que regras fiscais que não permitissem que o governo empurrasse a demanda da economia para além do seu limite inflacionário fariam sentido funcional.**

De qualquer maneira, situações de inflação por excesso de demanda agregada para a economia como um todo são eventos muito menos frequentes do que nos fariam crer os alarmistas defensores da austeridade. 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. Normalmente, como não há no mundo real mobilidade perfeita de recursos produtivos para a produção de coisas diferentes, o que ocorre é que gargalos na oferta de diferentes bens e serviços aparecem na economia muito antes da economia atingir a sua plena capacidade produtiva. Neste caso, é mais eficiente cuidar para que a demanda adicionada pelo gasto público (inclusive o seu efeito estimulador sobre o consumo privado) não acabe direcionada para o mercado onde a oferta é inelástica. Por exemplo, 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.

É sintomático da influência que a descreditada Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) ainda exerce sobre o pensamento econômico brasileiro que quase todos os processos inflacionários ocorridos no país ainda sejam tratados como excessos de demanda agregada. Mesmo quando reconhecem que a demanda agregada não é determinada pelo comportamento exógeno do estoque de moeda, economistas simpáticos à TQM ainda imaginam que a consequência mais provável de um aumento na demanda agregada seja um aumento no nível de preços. Esta conclusão costuma estar apoiada na crença de que consumo e investimento privados teriam comportamentos perfeitamente anticíclicos, de modo que o produto da economia nunca ficasse constrangido por falta de demanda agregada. Ora, ainda que tal crença não estivesse em absoluto desacordo com o comportamento de agentes privados no mundo real, que reagem a quedas nas suas rendas reduzindo os seus gastos, haveria uma contradição inerente nos argumentos dos defensores da austeridade fiscal que alertam para o risco inflacionário por excesso de demanda, mas reclamam de *crowding out* do investimento privado pela suposta pressão imposta pelo endividamento público crescente sobre a taxa de juros. Se de fato a economia estivesse operando no seu pleno emprego, tanto o gasto público (mesmo que para investimentos desinflacionários) como o investimento privado seriam igualmente inflacionários.

Suponhamos então que a economia esteja operando muito abaixo do seu pleno emprego, que de fato é a situação normal para uma economia monetária muito mal administrada como a brasileira desde, pelo menos, 2015. 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, como se o governo assumisse o volante 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.*

No capitalismo global é muito mais fácil obter fontes de matérias primas básicas do que desenvolver uma estrutura produtiva complexa e tecnologicamente sofisticada. Infelizmente, a economia brasileira, historicamente, sempre foi e se mantém fortemente dependente da importação de tecnologias e bens de capital, fazendo com que as importações cresçam com o crescimento econômico, não apenas porque isso faz aumentar o consumo de bens de consumo importados, mas porque o próprio crescimento do produto da economia exige a aquisição de insumos, equipamentos e tecnologias nacionalmente indisponíveis. Naturalmente, para que uma demanda crescente por itens importados não seja apenas inflacionária, é preciso que a oferta desses itens seja também expandida.

Ocorre que, como os preços de artigos importados têm dinâmica própria e independente do funcionamento da economia doméstica, a oferta de itens importados depende principalmente da oferta 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. Do ponto de vista

do governo emissor da moeda doméstica interessado em conduzir sua economia ao pleno emprego, a oferta de bens importados é vertical (renda inelástica) e se move com a oferta da moeda estrangeira. Assim, é natural que alguma pressão cambial inflacionária esteja presente em economias periféricas em expansão saudável, em razão do descompasso entre o crescimento das importações, normalmente renda-elásticas, e das exportações, renda-inelásticas.

Desde que o governo do país periférico não se comprometa oficialmente com a estabilidade cambial, 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 do gargalo cambial tão somente sinalizará a escassez da porção importada da oferta disponível domesticamente relativa ao restante do produto total. Ademais, raramente os choques cambiais mais violentos e, consequentemente, mais 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 riquezas entre aplicações de curto prazo na moeda doméstica e em moedas estrangeiras. Simplesmente, as dificuldades cambiais de economias periféricas 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 violenta 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.[34]

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. Lara (2021) argumentou de maneira muito convincente que é aconselhável ao menos observar a condição de indiferença entre aplicações de curto prazo na moeda doméstica e em moedas estrangeiras (condição de paridade coberta), para que fugas de capital não se tornem inevitáveis. Basicamente, 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. Além disso, transferências de renda mais focalizadas e menos economicamente custosas que um juro básico mais atraente (que tem impacto relevante muito mais amplo que o seu efeito no mercado cambial) igualmente poderiam incentivar a entrada e desincentivar a saída de capitais, como as operações de *swap* cambial.

Tão ou mais importante do que lidar fun-

34 Além disso, economias periféricas carregam consigo vícios indexadores que normalmente repassam a desvalorização cambial aos preços, mesmo quando os preços não incluem custos de produção importados. Um exemplo óbvio deste fato são os preços administrados brasileiros (por exemplo, tarifas de energia elétrica) que possuem regras de reajustes que repassam automaticamente a desvalorização cambial aos preços cobrados de consumidores. Muito pior ainda são as economias periféricas insuportavelmente carregadas com dívidas denominadas em moedas estrangeiras, cujas demandas por estas moedas tendem a ser quase totalmente câmbio inelásticas, podendo criar até mesmo pressões hiperinflacionárias como na República de Weimar, ou explosivamente inflacionárias, como em vários países latino-americanos nos anos 80 e 90.

cionalmente 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. Controles de capitais (taxas, proibições e exigências condicionantes, etc.) que tornassem inviavelmente custosas as movimentações de capitais muito abruptas, reduziriam bastante a incidência de choques cambiais desta 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.

De qualquer forma, seja qual for a origem do desafio inflacionário imposto à economia brasileira, ele não é consequência de uma suposta insustentabilidade fiscal do governo brasileiro. Como o governo brasileiro não "quebra" em reais, não faz sentido que especuladores fujam de aplicações em reais por medo de um calote estatal. Ainda que considerem a ameaça de descontrole inflacionário equivalente a um calote estatal verdadeiro (por algum motivo ignorando a capacidade do Estado criador de moeda de compensar toda e qualquer desvalorização cambial na forma de rendimento de juro pago em moeda doméstica), é sempre preciso identificar a origem do suposto descontrole inflacionário antes que qualquer tratamento seja proposto. No caso da inflação de demanda, de fato o governo deverá praticar uma política contracionista, não porque estará ameaçado de insolvência, mas porque haverá um excesso inflacionário de demanda na economia que precisará ser removido. Neste caso, não é o tamanho da dívida que pode ser inflacionário, mas o tamanho do déficit público e seu efeito sobre a demanda agregada da economia. Em outras situações de inflação de custos, experimentadas fora do pleno emprego, a expansão fiscal pode até mesmo ser uma ferramenta de combate à inflação, como, por exemplo, através da oferta de subsídios (ou da redução de impostos sobre as vendas) para o consumo inelástico de bens encarecidos por custos externos (como no exemplo do congelamento e/ou redução dos impostos que compõem o preço de combustíveis no Brasil). Políticas contracionistas, por sinal, são muito menos adequadas para o combate a inflações de custo. Ainda que o efeito deflacionário de um choque recessivo sobre a demanda agregada seja suficiente para compensar qualquer que seja a pressão inflacionária gerada pela elevação de algum custo, a política recessiva contribui em nada para combater a origem da inflação. Pelo contrário, combinada ao efeito recessivo da própria inflação de custos (que reduz a renda real disponível para os consumidores sem incrementar alguma outra renda doméstica), a política contracionista acaba exacerbando o problema, pois não somente não desfaz o encolhimento da oferta responsável pelo choque de custos, mas deprime também a produção de outras mercadorias por falta de demanda.

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.

Conquanto possa ocorrer de o governo, voluntariamente, proclamar restrições políticas, ideológicas ou legais sobre seus gastos, o sistema privado não possui instrumentos de mercado para restringir a capacidade de gastos do governo. Governos monetariamente soberanos gastam criando moeda; governos monetariamente soberanos não se financiam tomando emprestado do setor privado nem tributando o setor privado.

Novamente, ainda que o governo possa operar sua capacidade financeira para proteger ou elevar a riqueza financeira de determinadas classes sociais, tal decisão é soberana e não sujeita a ameaças do setor financeiro de cortar o financiamento ao governo. **Como tem sido demonstrado recorrentemente ao longo dos séculos, e eloquentemente durante a atual crise da pandemia do Covid-19, nas crises econômicas é o governo quem socorre o sistema financeiro e não o contrário. Se durante as crises os governos monetariamente soberanos não encontram dificuldade em se financiar, seria curioso se tivessem dificuldades de fazê-lo em épocas de estabilidade e crescimento**.

Ainda que o quanto o governo esteja apto a gastar 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 do governo. A questão que enfatizamos é que as restrições não são de ordem financeira. **Os gastos do governo monetariamente soberano estão condicionados (1) por suas próprias prioridades políticas; (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 um 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. The hierarchy of money. Working paper n. 231. The Jerome Levy Economics Institute, 1998.

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; GERIONI, Enzo M; OMIZZOLO, Júlia A; DECCACHE, David; CONCEIÇÃO, Daniel. Teoria Monetária Moderna: a chave para uma economia a serviço das pessoas. Fortaleza, Nova Civilização, 2020.

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.

SCHREIBER, Mariana. Meirelles defende 'imprimir dinheiro' contra crise do coronavírus: 'Risco nenhum de inflação'. BBC News Brasil. 8 de abril de 2020. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/brasil-52212033#:~:text=Vídeos-,Meirelles defende 'imprimir dinheiro' contra crise do coronavírus, %3A 'Risco nenhum de inflação'> acesso em: 08 setembro 2021.

INNES, A. M. What is Money? Banking Law Journal, May, pp.377–408, 1913.

KALECKI, Michael. Political Aspects of Full Employment. The Political Quarterly 14, no. 4, 1943.

KEYNES, John. M. A Treatise on Money: the pure theory of money. In MOGGRIDGE, Donald (ed). The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol.5, pp.408-411. Londres: Macmillan, 1973. Original edition 1930.

KEYNES, John. M. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Editora Atlas, 1992. Edição original 1936.

KNAPP, Georg F. The state theory of money. London: Macmillan, 1924.

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.

LERNER, Abba P. Functional Finance and the Federal Debt. Social Research, vol. 10, no. 1: pp. 38-51, fevereiro 1943.

LERNER, Abba P. 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, mar. 1947.

VILELLA, Caio; VAZ, Camila; BUSTAMANTE, Julia. Levantamento e análise de medidas econômicas adotadas durante a pandemia da COVID-19. Grupo de Economia do Setor Público do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Nota de Economia Política, 2020.

WRAY, L. Randall. Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade de preços. Rio de Janeiro: Editora da UFRJ e Contraponto, 2003.

WRAY, L. Randall. Senhoriagem ou Soberania? Economia e Sociadade, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 193-211, jul/dez. 2002.

FONACATE

Fórum Nacional Permanente
de Carreiras Típicas de Estado

www.fonacate.org.br