

Policy Note n. 3

Governo sempre cria moeda quando gasta, não existe financiamento alternativo

29 de outubro de 2021

Fabiano Abranches Silva Dalto

Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento:

Presidência:

Simone Deos, Presidente do Conselho Técnico-Científico;
Daniel Conceição, Presidente da Diretoria Executiva;
Glauca Campregher, Vice-Presidente da Diretoria Executiva.

Diretoria Executiva:

Fabiano Dalto, Diretor de Pesquisas;
Samuel Braun, Diretor Executivo;
Caio Vilella, Diretor de Projetos;
André Doneux, Diretor de Comunicação;
David Deccache, Diretor Financeiro.

Conselho Técnico-Científico

Ricardo Lodi • Antonio José de Almeida Meirelles • Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos • Carlos Henrique Vasconcellos Horn • Larry Randall Wray • William Francis Mitchell • Xinhua Liu • Fadhel Kaboub • Yeva Nersisyan • Flávia Dantas • James Juniper • Pavlina Tcherneva • Bruno Sobral • Antonio Correia de Lacerda • Caetano Penna • Paulo Gala • Márcio Gimene • Pedro Rossi • Adriana Nunes Ferreira • Marco Antonio Rocha • Julio Cesar de Aguiar • Fernando Maccari Lara • Pedro Paulo Zahluth Bastos • Franklin Leon Peres Serrano • André de Melo Modenesi • Paulo Kliass • Fernanda Ultremare • José Carlos de Assis • Isabela Prado Callegari • Kaio Sousa Mascarenhas Pimentel • João Sicsù • Ricardo Summa • Gustavo Antônio Galvão dos Santos • Guilherme Esteves Galvão Lopes • Felipe Calabrez • Renata Lins • Luiz Gonzaga Belluzzo • Olivia Bullio Mattos • Scott Fullwiler.

Resumo:

Governos soberanos, que fazem pagamentos em sua própria moeda, só se financiam emitindo moeda. Não existe financiamento por tributos ou emissão de títulos. Nesta nota, nós mostramos operacionalmente porque este é sempre o caso, mesmo quando o governo se autoimpõe regras tentando eludir a realidade. Esta nota faz exercícios operacionais, a partir de um caso geral em que as contas do governo são consolidadas e, então, mostra casos em que as contas do Banco Central são desagregadas das contas do Tesouro. Os resultados operacionais são absolutamente os mesmos, qualquer que seja o caso.

Palavras-chave:

Financiamento Público; Governo Consolidado; Banco Central; Tesouro Nacional; Emissão de Moeda.

Sugestão para Citação:

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.

Policy Note n.3 – Governo sempre cria moeda quando gasta, não existe financiamento alternativo

Fabiano Abranches Silva Dalto

1. Introdução

A sabedoria econômica divulgada em jornais e revistas especializadas, assim como reproduzida por meios de comunicação não especializados, que dava conta de que governos tributam ou tomam empréstimos para financiar seus gastos foi duramente abalada pelos eventos que se sucederam à crise gerada pela pandemia do novo coronavírus. Literalmente da noite para o dia, governos dos cinco continentes “encontraram” bilhões de suas moedas para realizar gastos inadiáveis para combater os efeitos sanitários e econômicos da pandemia e, a despeito do crescimento dos déficits e das dívidas públicas sem precedentes em tempos de paz, as taxas de juros continuaram baixas e estáveis – em alguns casos, fixadas em domínios negativos.

A surpreendente “descoberta” de que governos não dependem de tributação prévia nem de empréstimos para realizar gastos aqueceu o interesse e o debate, nem sempre bem fundamentado, sobre a chamada Teoria Monetária Moderna (MMT da sigla em inglês). Economistas conselheiros de governos e comentaristas com espaço em meios de comunicação de grande circulação passaram a ter de discorrer sobre a possibilidade e a desejabilidade do governo “imprimir moeda” para realizar seus gastos. De forma geral, o arcabouço analítico desses conselheiros de governo e dos comentaristas na mídia tem fundamentos inadequados. Quando não reproduzem o monetarismo mais vulgar da “moeda jogada de helicóptero”, baseiam-se numa relação contábil sempre verdadeira *ex post facto*, a partir da qual concluem que o governo financia seus gastos alternativamente com tributos, com emissão de dívidas ou com “impressão de moeda”. Ambas as injunções são operacionalmente infundadas.

Esta Nota Técnica explica os mecanismos operacionais envolvidos na execução dos gastos públicos e sua relação com a emissão de dívida e a tributação. A partir da análise das relações entre Banco Central, Tesouro Nacional e bancos comerciais, que são registradas em seus balanços patrimoniais, nós mostraremos que todo gasto do governo implica em criação de moeda e que nem a tributação nem a venda de títulos se constituem em financiamento do governo uma vez que ambos são resultados *ex post* derivados das atividades do governo criadoras de moeda. Em outras palavras, pagamento de tributos e compra de títulos do governo só podem ocorrer porque o governo anteriormente criou moeda através de seus pagamentos ou concessão de empréstimos.

Antes de mostrar essas relações nos balanços das entidades envolvidas, apresentaremos a distribuição de responsabilidades atribuídas ao Banco Central e ao Tesouro Nacional e como o Banco Central executa a política monetária e o Tesouro Nacional executa a política fiscal. Finalmente, mostraremos como o Banco Central e o Tesouro Nacional coordenam suas operações de forma a atingirem os objetivos de política monetária e de realização dos pagamentos do governo.

2. Responsabilidades do Banco Central do Brasil

O Brasil opera sua política monetária por meio de um Banco Central, que é formalmente distinto do Tesouro Nacional. O Banco Central do Brasil é uma criatura do Estado Brasileiro que o instituiu pela

Lei 4.595, em 31 de dezembro de 1964. O Presidente e a Diretoria do Banco Central são indicados pelo governo eleito, ainda que tenham algum grau de autonomia para desempenhar suas atividades independentemente de políticos eleitos e mesmo da burocracia permanente. Além disso, as atividades do Banco Central, suas competências e instrumentos são determinados por leis, como a Lei 4.595/1964, a Lei Complementar 179/2021 e mesmo a Constituição Federal. Entre as responsabilidades atribuídas por essas leis ao Banco Central estão:

- o monopólio da emissão de moeda estatal ou meio circulante – papel-moeda e reservas bancárias;
- estabelecer a taxa de juros;
- regular e operar a câmara de compensação de pagamentos interbancários;
- realizar as transações do Tesouro Nacional;
- realizar transações relacionadas a câmbio e ouro.

O Banco Central do Brasil está habilitado a estabelecer a taxa de juros de curto prazo ou taxa interbancária, que tem sido o principal instrumento usado para implementar a política monetária (Bindseil 2014; Banco Central do Brasil Política monetária – bcb.gov.br). O Banco Central do Brasil segue a política de metas de inflação porque os economistas acreditam que esse sistema guiaria mais adequadamente as expectativas dos agentes privados e tornaria mais seguras suas decisões de gasto. Seja como for, a taxa de juros é o instrumento que o Banco Central manipula para alcançar os objetivos da política monetária, de forma que o Banco Central usa especialmente as operações de mercado aberto (compra e venda de títulos públicos emitidos exclusivamente pelo Tesouro Nacional) para manter a taxa de juros na meta ou próximo à meta determinada pelo Comitê de Política Monetária – COPOM (Banco Central do Brasil Comitê de Política Monetária – COPOM – bcb.gov.br).

Como emissor monopolista de reservas e regulador do sistema de pagamentos, o Banco Central atua no mercado de reservas bancárias para garantir que a taxa de juros interbancária fique na meta ou suficientemente próxima a ela. Os bancos comerciais, por sua vez, utilizam as reservas bancárias (emitidas pelo Banco Central) para permitir o adequado funcionamento do sistema de pagamentos interbancários e para realizar pagamentos ao governo. Os múltiplos pagamentos compensados entre os bancos geralmente deixam alguns com excesso de reservas e outros com insuficiência delas. Os bancos com reservas insuficientes buscarão tomar emprestado as reservas excedentes junto aos bancos com excesso de reservas, e pagarão a taxa de juros do interbancário sobre o empréstimo.

Excessos ou insuficiências pontuais de reservas bancárias no sistema bancário como um todo podem ocorrer, e pressões sobre a taxa de juros interbancária emergem de modo a forçá-la para zero (no caso de excessos de reservas) ou indefinidamente para cima (no caso de insuficiência de reservas). Excessos ou insuficiências de reservas bancárias no sistema como um todo não podem ser resolvidas endogenamente pelos bancos comerciais, porque o Governo é o ofertante monopolista de moeda estatal e de títulos públicos. Portanto, o Banco Central é o único agente em condições de aliviar as pressões quer baixistas quer altistas sobre a taxa de juros SELIC, provocadas por excesso ou insuficiência de reservas no sistema bancário como um todo.

Quando ocorre insuficiência de reservas no sistema bancário, o Banco Central fornece reservas ao sistema por meio de operações de redesconto, comprando títulos do governo, ou comprando moeda estrangeira, ouro ou mesmo, excepcionalmente, títulos privados. Assim, os bancos com insuficiência podem recompor suas reservas, seja por meio de empréstimos junto ao Banco Central, seja por meio de venda de ativos ao Banco Central. O Banco Central faz operações reversas quando os bancos estão com

excesso de reservas. As reservas excessivas dos bancos serão usadas para pagar empréstimos tomados anteriormente com o Banco Central, ou poderão ser usadas para comprar títulos públicos ou moeda estrangeira do Banco Central.

Observe-se que em ambas as situações, de excesso ou de insuficiência de reservas no sistema bancário, o Banco Central tem papel passivo, retirando ou concedendo reservas, isto é, satisfazendo as necessidades ou demanda dos bancos comerciais. A atuação passiva do Banco Central em relação à quantidade de reservas é simétrica ao seu papel ativo como fixador da taxa de juros de curto prazo. No jargão da economia, a taxa de juros é exógena, porque é determinada pelo Banco Central, o que corresponde à endogeneidade da quantidade de reservas, que flutua com a demanda dos bancos.

Qualquer fator que afete as reservas bancárias, aumentando-as ou reduzindo-as, tem o potencial de pressionar a taxa de juros SELIC para zero ou para valores positivos indeterminados, respectivamente. Para evitar desvios da taxa de juros da meta estabelecida pelo Copom, o Banco Central precisa antecipar diariamente os fatores que possam alterar a quantidade de reservas no sistema bancário relativamente ao que é demandado pelos bancos e com isso pressionar a taxa de juros. Normalmente, o Banco Central percebe os efeitos dos fatores condicionantes da variação de reservas através de pressões sobre a taxa de juros. Os mecanismos dispostos pelo Banco Central para evitar a flutuação da taxa de juros em relação à meta da política monetária, tornam as reservas bancárias uma variável não discricionária do Banco Central. Em outras palavras, o Banco Central acomoda o volume de reservas ou de títulos desejados pelo sistema bancário de forma a manter a taxa de juros na meta estabelecida.

Entre os fatores mais significativos que afetam as variações das reservas bancárias estão os fluxos de pagamentos ordenados e os depósitos recebidos pelo Tesouro Nacional na conta que mantém no Banco Central. Por outro lado, como o Banco Central não emite títulos públicos, sua atuação de compra e venda de títulos públicos no mercado secundário – as chamadas operações de mercado aberto – depende fundamentalmente da emissão de títulos realizada pelo Tesouro Nacional. Por essa razão, o Banco Central precisa coordenar suas ações com o Tesouro Nacional de forma que as operações do Tesouro Nacional não desestabilizem o sistema financeiro com o impacto que o resultado fiscal tem sobre o volume de reservas bancárias. De fato, um de nossos objetivos principais nesta nota é mostrar como as operações do Tesouro impactam na política monetária, de forma que a coordenação entre Tesouro Nacional e Banco Central é crucial para o funcionamento adequado do sistema financeiro.

3. Responsabilidades do Tesouro Nacional

No Brasil, o Tesouro Nacional é o órgão do Ministério da Fazenda responsável por operacionalizar a política fiscal do governo. Suas principais funções, no que respeita à execução da política fiscal, são:

- Realizar os pagamentos do governo ao setor não governamental;
- Receber pagamentos de tributos do setor não governamental;
- Fazer a gestão da dívida pública, como a emissão de novos títulos do governo e resgate de títulos em vencimento.

Entre a Independência (na verdade em 1835) e a criação do Banco Central, em 1964, o Tesouro Nacional também executava a função de emissor da moeda. Dessa forma, o sistema operava de forma consolidada em que todas as operações de pagamentos, recebimentos e a administração da dívida pública eram realizadas por um mesmo órgão. A instituição do Banco Central como emissor monopolista

da moeda do governo adicionou mais níveis operacionais pelos quais o Tesouro Nacional realiza seus gastos. Atualmente, o Tesouro Nacional realiza seus pagamentos e recebe tributos através de conta aberta no Banco Central, denominada Conta Única do Tesouro (CUT). Embora eleve o número de transações que o Tesouro Nacional deve realizar para efetivar gastos, veremos que essa complicação não altera em nada o fato de que o Tesouro Nacional gasta criando dinheiro e não utiliza receitas para realizar seus gastos.

4. Relações Operacionais entre Tesouro Nacional e Banco Central

Atualmente, existem três restrições operacionais voluntárias sobre o Tesouro Nacional no momento de realizar os pagamentos ao setor não governamental:

1. O Tesouro Nacional não emite mais a moeda estatal, o que o obriga a ter contas no Banco Central para realizar suas transações de pagamentos e recebimentos de tributos;
2. O Tesouro Nacional autoriza saques em sua conta no Banco Central quando realiza gastos. Para isso, deve haver crédito suficiente nesta conta antes de realizar o gasto;
3. O Tesouro Nacional não pode vender títulos ao Banco Central no mercado primário; deve vendê-los para bancos comerciais ou outros investidores. No entanto, o Banco Central pode comprar esses títulos diretamente de bancos comerciais ou outros investidores no mercado secundário.

Tais restrições, como veremos, não têm qualquer efeito significativo no resultado final das operações – o quanto de títulos públicos e reservas os bancos manterão em carteira, por exemplo – mas têm servido de pretexto ideológico para justificar restrições ao gasto público. O caráter voluntário e não intrínseco fica evidente, entretanto, quando essas e outras restrições fiscais são suspensas em situação de emergência, como tem ocorrido desde o início da pandemia do novo coronavírus.

Para deixar evidente a inocuidade das restrições acima listadas no que respeita aos efeitos monetários e de endividamento público que causam, apresentaremos os resultados patrimoniais da decisão de gasto do Tesouro Nacional sob três hipóteses distintas:

- (a) consolidação total das contas públicas, operacionalmente igual ao caso em que o Tesouro Nacional emite a moeda quando gasta e cobra tributos na mesma moeda;
- (b) separação do ente fiscal e do ente monetário do Governo em Tesouro Nacional e Banco Central, concedendo ao Banco Central o monopólio da emissão da moeda do Governo, subdividida em:
 - (b.1) O Tesouro Nacional pode vender títulos públicos para o Banco Central no mercado primário;
 - (b.2) O Tesouro Nacional é proibido de vender títulos ao Banco Central no mercado primário e deve manter sua conta no Banco Central com saldo positivo.

Caso (a) *Consolidação das Contas do Tesouro Nacional e Banco Central num único Balanço do Governo*

Considere que o Governo deseja realizar um gasto de R\$100 bi na compra de equipamentos hospitalares. O Governo terá de depositar essa quantia nas contas bancárias dos fornecedores do Governo. Nas contas dos bancos haverá aumento de reservas nos ativos e de depósitos no passivo no mesmo valor depositado pelo Governo aos fornecedores. A renda obtida na economia é tributada,

digamos, em 30%. Dessa forma, dos R\$100 bi recebidos pelo fornecedor, R\$30 bi serão usados para pagar os tributos ao Governo. Quando do pagamento dos tributos devidos, o banco reduz os depósitos do fornecedor em R\$30 bi e transfere reservas no mesmo valor ao Governo. Nas contas do Governo, há destruição de R\$30 bi das reservas.

Veja, no quadro 1, um exemplo que ilustra as modificações nos patrimônios que a atividade fiscal do governo provoca.

Quadro 1: Modificações nos patrimônios provocadas pela atividade fiscal do Governo do caso (a)

	GOVERNO		BANCO COMERCIAL	
	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
Primeira Rodada	Equipamentos Hospitalares	Reservas R\$100 bi	Reservas R\$100 bi	Depósitos do Fornecedor R\$100 bi
Segunda Rodada	Equipamentos Hospitalares	Reservas R\$100 bi -R\$30 bi= R\$70 bi	Reservas R\$100 bi -R\$30 bi= R\$70 bi	Depósitos do Fornecedor R\$100 bi -R\$30 bi= R\$70 bi
Terceira Rodada	Equipamentos Hospitalares	Reservas R\$14 bi Títulos R\$56 bi	Reservas R\$14 bi Títulos R\$56 bi	Depósitos do Fornecedor R\$70 bi

Fonte: o autor.

É importante perceber que o gasto deficitário do Governo cria saldo positivo de reservas no sistema bancário. Observe que sem esse saldo positivo de reservas, os bancos não seriam capazes de realizar as ordens de pagamento de tributos de seus clientes. Portanto, sem que o Governo crie por meio de gastos – ou concedendo empréstimos – as reservas no sistema bancário, tributos não podem ser pagos. Em outras palavras, tributos não financiam os gastos públicos. Antes, pelo contrário, os gastos públicos geram o meio circulante necessário para o setor privado pagar os tributos.

Além disso, o gasto deficitário gera reservas em geral maiores do que as requeridas (voluntária ou compulsoriamente) pelos bancos. Como notamos no quadro 1, o excesso de reservas pressionaria a taxa de juros de curto prazo a zero. Se o Governo avaliar que a taxa de juros deva ter valor positivo, ele emitirá títulos públicos com a taxa de juros desejada. Os bancos certamente preferem trocar as reservas excessivas por títulos remunerados, uma vez que as reservas não pagam juros. Supondo que as reservas requeridas sejam de 20% do volume de depósitos à vista, os bancos trocariam R\$56 bi em reservas por títulos públicos. Como resultado dessa última operação, o passivo do Governo torna-se simétrico aos ativos dos bancos.

Caso (b) *separação das contas do Tesouro Nacional e do Banco Central, concedendo ao Banco Central o monopólio da emissão da moeda do Governo.*

O caso (a) por vezes é criticado por simplificar demais as operações e tornar-se irrealista a respeito das efetivas relações entre Tesouro Nacional e Banco Central. Nesta seção, vamos separar os

balanços do Banco Central e do Tesouro Nacional e analisar as implicações operacionais decorrentes. Adiantamos que nada de significativo na compreensão de como o Governo realiza seus gastos se altera com a desagregação das contas, embora aumente o número de transações realizadas pelo Tesouro.

As principais contas do Banco Central são, no lado ativo, as reservas internacionais, os empréstimos ao sistema bancário e os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional. Do lado passivo, o Banco Central emite passivos monetários, constituídos por reservas bancárias e papel moeda em poder do público – que é também chamado de base monetária ou moeda de alta potência, e passivos não monetários, onde são registrados os depósitos do Tesouro Nacional.

O Tesouro Nacional, por sua vez, é o titular da Conta Única (CUT), que é a conta de depósitos no Banco Central na qual o Tesouro Nacional recebe depósitos e da qual o Banco Central debita os pagamentos ordenados pelo Tesouro Nacional. Portanto, todas as relações entre Tesouro Nacional e Banco Central são registradas contabilmente na CUT.

Os bancos comerciais, por seu turno, têm, do lado ativo, as reservas depositadas no Banco Central, empréstimos aos seus clientes (firmas e empresas) e títulos públicos comprados do Tesouro Nacional ou do Banco Central. No lado passivo, os bancos emitem depósitos à vista e a prazo. Os depósitos à vista fazem parte do agregado monetário M1, chamado meios de pagamentos.

Caso (b.1) o Banco Central compra Títulos do Tesouro Nacional em Emissões Primárias.

O Tesouro Nacional é, como vimos, o ordenador das despesas do orçamento aprovado pelo Congresso Nacional. O Banco Central é o executor. Uma vez que o Tesouro Nacional usa sua conta de depósitos no Banco Central para fazer pagamentos, as regras restritivas autoimpostas que listamos anteriormente obrigam o Tesouro Nacional a emitir títulos ao Banco Central para abastecer a CUT antes de realizar seus pagamentos. Feita a operação, o Banco Central registra títulos públicos entre seus ativos e credita a CUT no mesmo valor do título emitido pelo Tesouro Nacional. Estando a CUT com saldo positivo, o Tesouro Nacional ordena o pagamento de R\$100 bi ao fornecedor de equipamentos hospitalares, conforme nosso exemplo. Cumprindo a ordem de pagamento do Tesouro Nacional, o Banco Central debita a CUT e credita o mesmo valor na conta de reservas bancárias dos respectivos bancos comerciais. Os bancos comerciais, por seu turno, creditam as contas de seu cliente, fornecedor de equipamentos hospitalares, beneficiário da compra do Governo.

Novamente, o fornecedor de equipamentos hospitalares é tributado em 30% da renda recebida e como no **caso (a)** o banco comercial vai eliminar R\$30 bi de depósitos à vista e ordenar a transferência de R\$30 bi da conta reservas para a CUT.

Quadro 2: Modificações nos patrimônios provocadas pela atividade fiscal do Governo do caso (b.1)

	BANCO CENTRAL		BANCO COMERCIAL	
	Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Primeira Rodada	Ativos Externos	Reservas Bancárias	Reservas Bancárias	Depósitos à vista
	Títulos do Tesouro Nacional R\$100 bi	Depósitos do Tesouro Nacional R\$100 bi	Títulos do Tesouro Nacional	Depósitos a prazo

Segunda Rodada	Ativos Externos	Reservas Bancárias R\$100 bi	Reservas Bancárias R\$100 bi	Depósitos à vista R\$100 bi
	Títulos Públicos R\$100 bi	Depósitos do Tesouro Nacional	Títulos do Tesouro Nacional	Depósitos a prazo
Terceira Rodada	Ativos Externos	Reservas Bancárias R\$70 bi	Reservas Bancárias R\$70 bi	Depósitos à vista R\$70 bi
	Títulos Públicos R\$100 bi	Depósitos do Tesouro Nacional R\$30 bi	Títulos do Tesouro Nacional	Depósitos a prazo

Fonte: o autor.

Observe que os bancos comerciais estão mantendo um montante de reservas provavelmente em excesso do necessário ou exigido pelo Banco Central. Correntemente no Brasil, o Banco Central impõe uma taxa de reservas compulsórias no valor de 21% em proporção dos depósitos à vista. Considerando deduções, digamos que o banco comercial constitua reservas bancárias a uma taxa efetiva de 20%. Dessa forma, em nosso exemplo, o banco comercial só precisaria manter R\$14 bi em reservas, e não R\$70 bi. O excesso de reservas bancárias equivalentes a R\$56 bi será aplicado por esses bancos no mercado interbancário. Em outras palavras, os bancos com reservas em excesso vão comprar títulos de outros bancos no mercado interbancário de negociação de reservas.

Num ambiente de excesso de reservas do sistema bancário como um todo, o excesso de demanda por títulos pelos bancos comerciais forçaria a taxa de juros cair a zero, caso o Banco Central não estivesse preparado para vender títulos públicos aos bancos para compensar o excesso de reservas. Desde que a política monetária do Banco Central seja manter a taxa de juros de curto prazo positiva, ele deverá neutralizar o efeito reservas, provocado pelo gasto do Tesouro, vendendo os títulos em sua carteira e debitando a conta de reservas bancárias no mesmo valor.

Quadro 3: Modificações nos patrimônios provocadas pela atividade fiscal do Governo do caso (b.1)

	BANCO CENTRAL		BANCO COMERCIAL	
	Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Quarta Rodada	Ativos Externos	Reservas Bancárias R\$14 bi	Reservas Bancárias R\$14 bi	Depósitos à vista R\$70 bi
	Títulos do Tesouro R\$44 bi	Depósitos do Tesouro Nacional R\$30 bi	Títulos Públicos R\$56 bi	

Fonte: o autor.

Nota-se, assim, a intrínseca relação entre as operações do Tesouro Nacional e do Banco Central, seja porque as movimentações da CUT afetam as reservas bancárias, seja porque as operações de mercado aberto (compra e venda de títulos pelo Banco Central) dependem da emissão de títulos pelo

Tesouro Nacional. Dessa forma, a coordenação das ações entre Banco Central e Tesouro Nacional é algo inevitável e sensível para a operação da política monetária.

Observa-se, ainda, que a composição final do portfólio dos agentes privados é exatamente a mesma do que era quando consolidamos os balanços do Governo – como no **caso (a)**. Além disso, com a desagregação da conta do Governo, aparecem “dívidas” do Governo consigo mesmo que são canceladas na forma consolidada. Assim, no passivo do Banco Central aparecem os depósitos em favor do Tesouro Nacional (na CUT), enquanto do lado ativo aparecem títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, cuja rentabilidade vai ser paga ao próprio Tesouro Nacional. Dessa forma, não existe nada de especial na consolidação dos balanços do Tesouro e do Banco Central que modificaria os resultados das operações de gasto e tributação do Tesouro Nacional. Como afirmamos acima, o Tesouro Nacional gasta criando moeda e tributa destruindo moeda. Tributos, por sua vez, só podem ser pagos depois que o Governo tenha criado moeda por meio de gastos ou empréstimos ao setor privado.

Caso (b.2) *o Tesouro Nacional é proibido de vender títulos ao Banco Central no mercado primário e deve manter sua conta no Banco Central com saldo positivo.*

O artigo 164 da Constituição de 1988 proíbe a aquisição primária de títulos do Tesouro Nacional pelo Banco Central. A despeito disso, como o Banco Central não emite títulos próprios para operar a política monetária, o Tesouro Nacional regularmente emite títulos diretos ao Banco Central sem contraprestação de pagamentos por eles. Seja como for, a regra constitucional tem levado a erro diversos analistas ao suporem que tal restrição impediria, de fato, o efeito reservas dos gastos do Tesouro Nacional. Na verdade, o que ocorre sob as restrições do artigo 164 da Constituição Federal é o chamado “financiamento indireto” do Tesouro Nacional pelo Banco Central, embora também proibido pelo mesmo artigo constitucional.

Sob a restrição de não poder vender títulos ao Banco Central, o Tesouro Nacional tem de vender títulos ao mercado financeiro antes de realizar seus gastos. Note, no entanto, que os bancos comerciais não mantêm reservas em excesso para comprarem títulos novos, porque a manutenção de reservas em excesso é, na realidade, um custo para os bancos. Reservas excessivas ocorrem raramente e os bancos procuram corrigir a posição ineficiente de sua carteira de ativos o mais rápido possível. Por isso, os bancos terão de pegar emprestado – ou vender algum ativo em troca de – reservas junto ao Banco Central, se quiserem comprar os títulos postos à venda pelo Tesouro Nacional. O mesmo artigo 164 concede ao Banco Central o poder de realizar empréstimos aos bancos comerciais. Suponhamos que o façam. Com as reservas emprestadas pelo Banco Central, o banco comercial pode comprar os títulos ofertados pelo Tesouro Nacional. A CUT do Tesouro Nacional é creditada pelo Banco Central ao mesmo tempo que as reservas bancárias são debitadas no mesmo valor. Uma vez que a CUT esteja com saldo positivo, o Tesouro Nacional estará apto a realizar os pagamentos da mesma forma que vimos anteriormente.

Ao receber as reservas oriundas do gasto do Tesouro Nacional, o banco comercial está apto a pagar o empréstimo tomado junto ao Banco Central. Como antes, o banco comercial precisa manter 20% dos depósitos à vista na forma de reservas. Ele pode fazer isso vendendo parte dos títulos do Tesouro para outros bancos ou para o Banco Central. Na hipótese de haver insuficiência de reservas no sistema como um todo, só o Banco Central será capaz de prover as reservas comprando os títulos dos bancos. Todos esses procedimentos estão ilustrados no quadro 4.

Quadro 4: Modificações nos patrimônios provocadas pela atividade fiscal do Governo do **caso (b.2)**

	BANCO CENTRAL		BANCO COMERCIAL	
	Ativos	Passivos	Ativos	Passivos
Primeira Rodada	Ativos Externos	Reservas Bancárias R\$100 bi	Reservas Bancárias R\$100 bi	Depósitos à vista
	Empréstimos aos Bancos R\$100 bi	Depósitos do Tesouro Nacional	Títulos do Tesouro Nacional	Empréstimos do Banco Central R\$100 bi
Segunda Rodada	Ativos Externos	Reservas Bancárias	Reservas Bancárias	Depósitos à vista
	Empréstimos aos Bancos R\$100 bi	Depósitos do Tesouro Nacional R\$100 bi	Títulos do Tesouro Nacional R\$100 bi	Empréstimos do Banco Central R\$100 bi
Terceira Rodada	Ativos Externos	Reservas Bancárias R\$100 bi	Reservas Bancárias R\$100 bi	Depósitos à vista R\$100 bi
	Empréstimos aos Bancos R\$100 bi	Depósitos do Tesouro Nacional	Títulos do Tesouro Nacional R\$100 bi	Empréstimos do Banco Central R\$100 bi
Quarta Rodada	Ativos Externos	Reservas Bancárias R\$14 bi	Reservas Bancárias R\$14 bi	Depósitos à vista R\$70 bi
	Títulos Públicos R\$44 bi	Depósitos do Tesouro Nacional R\$30 bi	Títulos do Tesouro Nacional R\$56 bi	Empréstimos do Banco Central

Fonte: o autor.

Uma observação geral que podemos fazer com respeito a esse último resultado é que as restrições autoimpostas de financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central resultam em nada significativamente diferente das situações menos restritivas anteriormente analisadas. Ainda que o Tesouro Nacional não possa emitir moeda diretamente – como faria no **caso (a)** – ou vender títulos para o Banco Central no mercado primário – como faria no **caso (b.1)** – o fato do Banco Central ter de atuar no mercado secundário de títulos para manter a taxa de juros na meta da política monetária, implica, de fato, em fornecer liquidez aos títulos do Tesouro Nacional como se fosse uma compra direta no mercado primário. Desse modo, qualquer que seja o arranjo que estejamos considerando de “financiamento” do Tesouro Nacional pelo Banco Central, os bancos continuarão com a mesma combinação títulos/reservas, quer as contas do Governo sejam ou não consolidadas, e o Banco Central ficará com a mesma combinação de títulos em sua carteira, quer o Tesouro Nacional possa ou não vender títulos diretamente ao Banco Central. Isso pode ser percebido, nos termos dos quadros dos exemplos apresentados acima, pelo resultado idêntico na quarta rodada dos **casos (b.1)** e **(b.2)** com a terceira rodada do **caso (a)**.

Uma segunda observação que podemos fazer da análise das operações resultantes dos gastos do Governo é que os gastos autorizados pelo Tesouro Nacional sempre criam moeda enquanto, em reverso,

moeda sempre é destruída quando pagamentos de tributo são feitos ao Tesouro Nacional, mesmo quando as operações são intermediadas pelo Banco Central e pelos bancos comerciais. Os bancos comerciais não financiam os gastos do Governo, quer por meio de impostos quer por meio de compra de títulos do Tesouro Nacional. As regras restritivas autoimpostas apenas adicionam um intermediário entre o Tesouro Nacional e o Banco Central de forma a parecer que o sistema bancário está financiando o gasto público. Os bancos comerciais não podem fazê-lo porque eles não criam reservas.

Finalmente, embora operada através de vários níveis de interação, o gasto do Governo realizado por meio do Banco Central e bancos comerciais – **casos (b.1) e (b.2)** – implica absolutamente no mesmo resultado quando o gasto do Governo é operado em um sistema de contas consolidadas – **caso (a)**.

5. Conclusão

A partir das demonstrações acima, fica claro que o Tesouro Nacional sempre cria moeda quando gasta e sempre destrói moeda quando tributa. O gasto deficitário afeta os estoques de reservas e títulos nos bancos. Déficits públicos (D_f) são os gastos primários em bens e serviços (G) mais as despesas com juros sobre a dívida (iD) menos os tributos (T), que podemos representar por:

$$D_f = G + iD - T$$

Como vimos, esse valor vai provocar mudanças no estoque de base monetária (ΔM) e de títulos (ΔD) mantidos pelo setor privado. Isso resulta na identidade que os economistas costumam interpretar como restrição orçamentária do governo:

$$G + iD - T \equiv \Delta M + \Delta D$$

Entretanto, na verdade, isso não é mais do que uma identidade contábil que nos diz ex post quais são as modificações nos agregados financeiros resultantes das operações escolhidas pelo Governo e das circunstâncias econômicas. Não se trata de uma restrição orçamentária como usualmente considerada pelos economistas.

O governo sempre gasta criando moeda enquanto o pagamento de tributos e a preferência do setor não-governo entre manter moeda (ΔM) ou títulos (ΔD) vão determinar quanto de base monetária restará no setor não-governo. Isso posto, o governo não escolhe se vai financiar seus gastos com emissão de moeda, com tributação ou com emissão de títulos. Todo gasto público implica em emissão de moeda que, após os processos aqui descritos, resultam em mais ou menos títulos emitidos.

6. Referências

- Banco Central do Brasil (BCB).** 2016. Funções do Banco Central do Brasil Informações até outubro de 2016. Série Perguntas Mais Frequentes. Brasília. Disponível em: PMF 11- Funções do Banco Central do Brasil <<https://www.bcb.gov.br>> acesso em: 08 setembro 2021.
- Fundo Monetário Internacional (FMI). **Fiscal Monitor: Policies for the Recovery.** Washington, outubro 2020.
- BUITTER, Willem. **The Helicopters Are Coming.** Project Syndicate. 26 de maio, 2020. Disponível em: <<https://www.project-syndicate.org/commentary/helicopter-money-coronavirus-response-by-willem-h-buiter-1-2020-03?barrier=accesspaylog>> acesso em: 08 setembro 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'](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.
- TUON, Lígia. **O governo brasileiro pode imprimir dinheiro para lutar contra a pandemia?** Revista Exame, 30 de março de 2020. Economia. Disponível em: <<https://exame.com/economia/o-governo-brasileiro-pode-imprimir-dinheiro-para-lutar-contra-a-pandemia/>> acesso em: 08 setembro 2021.
- Banco Central do Brasil (BCB).** Política Monetária. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao>> acesso em: 08 setembro 2021.
- BINDSEIL, Ulrich. **Monetary Policy Operations and the Financial System.** Oxford, Oxford University Press, 2014.
- 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.
- SICSÚ, João. **Emprego, Juros e Câmbio: finanças globais e desemprego.** Rio de Janeiro, Campus-Elsevier, 2007.
- Banco Central do Brasil (BCB).** Comitê de Política Monetária. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/copom>> acesso em: 08 setembro 2021.
- TOMBINI, Alexandre. **Formulação e implementação da política monetária no Brasil.** Apresentação. 2008. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/apron/Apres/Formula%E7%E3o%20e%20Implementa%E7%E3o%20da%20Pol%EDtica%20Monet%E1ria%20no%20Brasil.pdf>> acesso em: 08 setembro 2021.
- Banco Central do Brasil (BCB).** CIRCULAR N. 3.105. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2002/pdf/circ_3105_v4_P.pdf> acesso em: 08 setembro 2021.
- Secretaria do Tesouro Nacional (STN).** Ato Normativo Conjunto, nº 28, de 6 de fevereiro de 2013. Disponível em: <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9_ID_PUBLICACAO:32257> acesso em: 08 setembro 2021.



INSTITUTO DE FINANÇAS
FUNCIONAIS PARA O
DESENVOLVIMENTO

 iffdbrasil.org

 [@IFFDoficial](https://www.facebook.com/IFFDoficial)

 [@Iffd_Brasil](https://twitter.com/Iffd_Brasil)

 [/IFFDBrasil](https://www.youtube.com/IFFDBrasil)

 contato@iffdbrasil.org