

Policy Note n. 3

---

## O governo Lula é refém do mercado?

---

31 de outubro de 2026

André Luís Doneux Ferreira  
David Deccache  
Fabiano Abranches Silva Dalto

## Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento:

### Diretoria

Presidente: Fabiano Abranches Silva Dalto

Vice-Presidente: Caio Vilella

Diretor Financeiro: André Doneux

Diretor de Pesquisas: Kaio Pimentel

Diretor de Projetos: Rafael Paim

Diretor de Parcerias: David Deccache

Diretor de Comunicação: Michel Leon Delespinasse

### 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.

### Nota Técnica n. 03/2026

#### O governo Lula é refém do mercado?

Autores:

André Luis Doneux Ferreira – Doutor em Filosofia pela Universidade de São Paulo (USP)

David Deccache — Doutor em Economia pela Universidade de Brasília (UnB)

Fabiano Abranches Silva Dalto — Professor titular do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR) e doutor em Economia pela University of Hertfordshire

#### Sugestão para Citação:

DECCACHE, D.; DALTO, F. A. S.; FERREIRA, A. L. D. O governo Lula é refém do mercado? Nota Técnica n. 03/2026. Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD), out. 2026.

Contato: [contato@iffdbrasil.org](mailto:contato@iffdbrasil.org) · [iffdbrasil.org](http://iffdbrasil.org)

## O governo Lula é refém do mercado?

### Parte I – Quem precisava de quem?

*Na semana em que se anunciavam dificuldades para o Tesouro financiar sua dívida, o governo desembolsou R\$ 31,6 bilhões recomprando títulos que os investidores tentavam vender enquanto os preços despencavam. O Estado, apresentado como refém dos credores, socorreu-os e agiu sobre os juros da própria dívida. Afinal, quem dependia de quem?*

Em 26 de outubro, primeiro pregão após a reeleição do presidente Luiz Inácio Lula da Silva, garantida por ampla mobilização popular, as taxas dos títulos públicos dispararam. O noticiário retomou uma ameaça conhecida: os investidores poderiam deixar de financiar o governo ou exigir juros cada vez maiores. Para recuperar a confiança do mercado, o governo teria de cortar gastos sociais e abandonar compromissos eleitorais.

É a lógica das finanças domésticas aplicada ao Estado. Como uma família endividada, o governo dependeria dos credores para cobrir déficits e teria de aceitar condições sobre o custo da dívida e sobre os rumos da política econômica determinadas por esses credores. A austeridade seria o preço cobrado para manter a confiança de que o Estado poderá honrar seus compromissos com os credores.

Diante da disparada das taxas, o Tesouro suspendeu os leilões de venda de títulos e passou a recomprá-los. Na segunda-feira, recomprou R\$ 14,8 bilhões; no dia seguinte, mais R\$ 16,8 bilhões. Em dois dias, desembolsou R\$ 31,6 bilhões sem precisar vender um único título para cobrir esses gastos extraordinários.<sup>1</sup> O dinheiro foi para os próprios credores, que tinham dificuldade para vender os papéis e viam seu patrimônio financeiro derreter.

Enquanto o discurso da dependência do Estado pela confiança dos credores servia para exigir cortes nos gastos sociais, era o próprio Estado, emissor da moeda, que amparava a riqueza privada e estabilizava o mercado financeiro.

Este é o primeiro de três artigos a respeito do poder do capital financeiro sobre o Estado brasileiro. Aqui, o tema é a dívida pública e os juros; o segundo tratará da pressão cambial e dos movimentos de capitais, e o terceiro, dos fundamentos políticos desse poder.

---

### Quando os credores precisam de socorro

Para compreender a atuação do Estado na estabilização dos juros da dívida pública é preciso distinguir dois mercados em que se negociam esses títulos. No mercado primário, o Tesouro vende títulos novos: os bancos entregam reservas – a moeda que o próprio Estado cria ao realizar pagamentos – e recebem em troca papéis que rendem juros. É uma troca entre duas formas de passivo do Estado: uma altamente líquida e que não paga juros, e outra mantida na forma de poupança do setor privado, pagando juros.

No mercado secundário da dívida pública, os investidores negociam entre si os títulos já emitidos, e as negociações alteram seus preços e as taxas de juros, mas não os pagamentos contratados pelo

---

<sup>1</sup> Banco Central do Brasil, resultados dos leilões de títulos públicos federais (Selic), 22, 26 e 27 de outubro de 2026. Em 26 de outubro, o Tesouro recomprou R\$ 7,1 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F), prefixadas, e R\$ 7,7 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), corrigidas pela inflação; em 27 de outubro, recomprou R\$ 16,8 bilhões em NTN-B. Os cancelamentos de leilões constam dos comunicados do Tesouro Nacional de 26 e 27 de outubro de 2026, reproduzidos pela Reuters.

Tesouro. Nos prefixados, cujo valor de resgate já está definido, preço e taxa andam em sentidos opostos: quando o preço cai, o rendimento para o novo comprador sobe.

Por isso os títulos também servem à especulação. Quem compra um prefixado apostando na queda dos juros ganha se a taxa cair e o preço subir, e perde se a taxa subir. Quando o noticiário anunciava a disparada dos juros, descrevia também o derretimento do valor dos títulos nas mãos dos investidores.

Na quinta-feira anterior à eleição, investidores haviam comprado do Tesouro títulos prefixados com vencimento em 2031 por R\$ 946,86 a unidade. Na segunda-feira, o Tesouro recomprou títulos do mesmo vencimento por R\$ 870,24, após uma queda de 8,1%. Nos papéis mais longos, a queda chegou a quase 12%.

### O mesmo título, quatro dias depois

| Vencimento | Venda em 22/10      | Recompra em 26/10   | Queda do preço |
|------------|---------------------|---------------------|----------------|
| 2031       | R\$ 946,86 (12,86%) | R\$ 870,24 (15,79%) | 8,1%           |
| 2033       | R\$ 915,08 (12,96%) | R\$ 826,33 (15,61%) | 9,7%           |
| 2037       | R\$ 876,67 (12,94%) | R\$ 773,39 (15,37%) | 11,8%          |

*Títulos prefixados. Preços unitários e, entre parênteses, taxas anuais dos leilões. Fonte: Banco Central do Brasil.*

O Tesouro entrou comprando quando essas perdas ameaçavam se aprofundar. Ao ampliar a demanda pelos papéis, oferecendo liquidez a quem queria vender, sustentou os preços e reduziu a volatilidade nas taxas de juros. Recompras desse porte são reservadas a momentos de crise, como o início da pandemia, em 2020, e o choque do petróleo de março de 2026, quando somaram cerca de R\$ 47 bilhões líquidos em três dias.<sup>2</sup> De fato, a intervenção dessa semana foi a terceira maior da história.

### De onde vieram os R\$ 31,6 bilhões?

Ao contrário de uma família, o Estado é a fonte da moeda que usa: antes que o setor privado possa pagar tributos ou comprar títulos em reais, esses reais precisam ter sido pagosemitidos pelo Estado, seja para realizar em gastos do Tesouro ou em operações do Banco Central. No Brasil, essa capacidade convive com restrições administrativas criadas pelo próprio Estado. O Tesouro precisa ter saldo na Conta Única, e a Constituição proíbe o Banco Central de lhe emprestar. Essas regras mudam a ordem dos lançamentos, mas não a origem do dinheiro: as reservas com que os agentes privados compram títulos da dívida pública ou pagam tributos chegaram a eles por pagamentos anteriores do Estado.

<sup>2</sup> Em março de 2020, o Tesouro Nacional e o Banco Central realizaram leilões extraordinários de compra e venda de títulos públicos entre os dias 12 e 18. Sobre março de 2026, ver Reuters, 18 de março de 2026: recompras líquidas de R\$ 47 bilhões em cinco leilões extraordinários realizados entre 16 e 18 de março.

Quando o Tesouro paga, o Banco Central debita a Conta Única e credita reservas na conta do banco de quem recebe, e o banco credita o depósito do beneficiário. A emissão é o próprio pagamento: a moeda do Estado nasce quando ele gasta. A tributação faz o caminho inverso e retira reservas e depósitos da economia.

Foi por desse mecanismo, que opera sempre e em todo gasto público de qualquer natureza, que permitiu a criação dos R\$ 31,6 bilhões na semana seguinte ao segundo turno da eleição de 2026. Na recompra, os investidores trocaram títulos públicos por dinheiro em suas contas bancárias, enquanto os bancos receberam as reservas correspondentes. O socorro consistiu em oferecer liquidez a esses ativos, sustentando seus preços num momento em que muitos investidores buscavam vendê-los.

A emissão de títulos públicos não constitui a origem da capacidade monetária do Estado. No arranjo institucional brasileiro, permite recompor o saldo da Conta Única do Tesouro, mas, do ponto de vista do Estado consolidado, representa a oferta de uma aplicação remunerada em passivos públicos. O gasto cria reservas, e, sem operações compensatórias, reservas em excesso derrubariam a taxa de juros de curtíssimo prazo. O Banco Central dispõe de instrumentos próprios, como operações compromissadas e depósitos remunerados, para administrar a liquidez e sustentar a Selic. A emissão de títulos pelo Tesouro também modifica a quantidade de reservas bancárias, além de fornecer ao setor privado ativos remunerados e referências para a estrutura de juros da economia. Pagar juros sobre a moeda do Estado é uma escolha de política econômica própria a uma economia monetária de produção.

### Quem determina os juros da dívida pública?

Cada prazo tem sua taxa, e a curva de juros mostra essa relação, do título que vence em um ano ao que vence em dez. Na ponta curta, a taxa é a Selic, fixada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) e sustentada pelo Banco Central com operações compromissadas e depósitos remunerados. No regime brasileiro de metas de inflação, o Banco Central utiliza a Selic como instrumento para buscar a convergência do IPCA à meta definida pelo Conselho Monetário Nacional: atualmente, 3% em doze meses, apurados mensalmente, com intervalo de tolerância de 1,5% a 4,5%.

Nos prazos longos, as taxas são negociadas no mercado, mas refletem as expectativas dos agentes sobre a condução da política monetária: a média das taxas curtas que os investidores projetam para o período considerado, acrescida de um prêmio pela incerteza de manter a aplicação por mais tempo. O que os investidores projetam são as decisões do próprio Banco Central. Se esperam Selic alta por mais tempo, as taxas longas sobem; se esperam cortes, caem.

O mercado, portanto, não tem um poder independente da política monetária. O Banco Central não é mero espectador: suas decisões e sua comunicação moldam essas expectativas e, com elas, a curva de juros. E a taxa negociada no mercado secundário não vira custo para o governo automaticamente. O Tesouro pode suspender emissões ou emitir títulos atrelados à Selic: em 20 de outubro, vendeu R\$ 6,9 bilhões em Letras Financeiras do Tesouro (LFT) a Selic mais 0,1173 ponto percentual ao ano.<sup>3</sup> O colchão de liquidez, o saldo que mantém na Conta Única, dá margem de barganha dentro das regras atuais; a capacidade de pagamento vem de o Estado pagar em sua própria moeda.

---

3 Banco Central do Brasil, resultado do leilão de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) de 20 de outubro de 2026.

## O Estado também pode controlar os juros longos

Entre 1942 e 1951, o Federal Reserve, banco central dos Estados Unidos, sustentou um teto de 2,5% ao ano para os rendimentos dos títulos públicos longos. Entre 2016 e 2024, o Banco do Japão controlou a curva de juros.<sup>4</sup> O que distingue essas políticas de uma intervenção pontual é o compromisso: a autoridade anuncia um preço mínimo, ou uma taxa máxima, e se dispõe a sustentá-lo. Se o compromisso é crível, move os preços antes mesmo de compras expressivas.

As recompras de outubro foram uma versão pontual desse mecanismo, sem meta declarada: ao comprar os próprios títulos, o Tesouro agiu sobre os juros da dívida que ele mesmo emite. A Constituição autoriza o Banco Central a comprar e vender títulos do Tesouro para regular a oferta de moeda ou a taxa de juros.<sup>5</sup> Uma política permanente de controle dos juros longos exigiria decisões políticas, institucionais e operacionais.

## Dívida pública e finanças funcionais

Os juros têm consequências. Uma redução expressiva pode pressionar o câmbio e, por ele, os preços; juros excessivos transferem renda aos detentores de ativos financeiros e desestimulam o investimento. Pelo princípio das finanças funcionais, a política econômica deve ser avaliada por esses efeitos reais, sobre inflação, emprego e distribuição de renda, e não pelo saldo entre receitas e despesas de um ano fiscal, que não afeta a capacidade do Estado de realizar pagamentos.<sup>6</sup> O limite do gasto público está na disponibilidade de recursos reais e em seus efeitos sobre os preços, nunca na falta de dinheiro.

Se o Estado dispõe de instrumentos para enfrentar as pressões dos investidores, a decisão de aceitá-las precisa ser explicada politicamente. O poder do setor financeiro existe, mas sua transformação em política econômica depende de instituições e de decisões dos governantes, não de uma suposta necessidade de obter dinheiro emprestado.

As recompras de outubro demonstraram que o Estado dispõe de instrumentos para atuar sobre a liquidez, os preços e os rendimentos da dívida pública. A aparente subordinação do Estado brasileiro aos credores não pode ser explicada pela suposta dependência econômica em relação a eles. Para compreender os fundamentos dessa relação, será necessário examinar também os mecanismos cambiais e o poder político do capital financeiro, temas dos próximos artigos desta série.

---

4 Federal Reserve History, “The Treasury-Fed Accord”. O controle da curva de juros do Banco do Japão vigorou de setembro de 2016 a março de 2024.

5 Constituição Federal, art. 164, § 2º.

6 Lerner, A. P. Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research*, v. 10, n. 1, 1943.



INSTITUTO DE FINANÇAS  
FUNCIONAIS PARA O  
DESENVOLVIMENTO

 [iffdbrasil.org](http://iffdbrasil.org)

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

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

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

 [contato@iffdbrasil.org](mailto:contato@iffdbrasil.org)