



TESOURO NACIONAL

REVISTA
CADERNOS DE
FINANÇAS PÚBLICAS
02 | 2022

Apoio:



Financiamento de Despesas Federais – lições da COVID-19 no Brasil

José Eduardo Pimentel de Godoy Júnior

Resumo

Este artigo descreve o atual arcabouço legal brasileiro (regras fiscais) em relação ao financiamento da despesa pública federal e analisa quais foram as principais fontes de financiamento do Governo Central em 2020, destacando as lições e desafios que a pandemia da COVID-19 trouxe para o Brasil. No âmbito federal, as principais fontes tradicionais de financiamento público residem na disponibilidade de caixa de anos anteriores, na tributação e demais receitas próprias do governo, na colocação de títulos no mercado e nas transferências do Banco Central para o Tesouro. Em situações normais, as regras fiscais limitam o financiamento das fontes tradicionais e proíbem a emissão de moeda para financiar gastos de natureza fiscal. Porém, em situações excepcionais, como as geradas pela COVID-19, onde as fontes tradicionais podem ser insuficientes, cria-se a necessidade de flexibilizar as regras fiscais de modo a atender as necessidades temporárias e emergenciais do país.

Palavras chaves: política fiscal, regras fiscais, financiamento público, gastos emergenciais.

JEL: E62, H62 e H63

SUMÁRIO

1. Introdução.....	4
2. Arcabouço legal brasileiro: Regras Fiscais e Financiamento do Governo Federal	7
2.1 Proibição de financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central	12
2.2 Regra de Ouro	16
2.3 Limite para operações de crédito	19
3. Financiamento dos gastos de natureza fiscal em 2020	20
3.1 Receita Própria	22
3.2 Disponibilidade em caixa de anos anteriores.....	25
3.3 Transferências do Banco Central para o Tesouro	26
3.4 Dívida Pública Federal - DPF	29
3.5 Compra de Títulos do Tesouro pelo Banco Central.....	30
3.6 Quadro Resumo – Financiamento em 2020.....	30
4. Conclusões	32
Referências Bibliográficas.....	35

1. Introdução

Em dezembro de 2019, o mundo tomou conhecimento dos primeiros casos de uma nova cepa de coronavírus que causava a doença COVID-19 nos seres humanos. Em um curto espaço de tempo, o vírus se espalhou por todo o planeta, e, em 11/03/2020, a Organização Mundial de Saúde – OMS caracterizou a situação como uma pandemia¹.

Considerando a necessidade de combater a propagação do vírus, medidas sanitárias foram sendo tomadas por governos de vários países, incluindo o Brasil, elevando o gasto público para financiar o combate à doença. Dentre as principais medidas sanitárias tomadas no país, podemos citar a:

- construção de hospitais de campanha;
- ampliação do número de leitos hospitalares;
- compra de equipamentos hospitalares;
- contratação de profissionais de saúde;
- compra de testes para detecção da COVID-19; e
- realização de outros gastos emergenciais.

Além disso, com o distanciamento social, muitas atividades ficaram paralisadas, o que reduziu a receita de governos, empresas e famílias, e levou o governo federal a implementar uma série de programas emergenciais que também impactaram os gastos públicos. Dentre eles:

- o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e Renda – Perner²;
- o Auxílio Emergencial³ às famílias;
- o Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte - Pronampe⁴;
- o Programa Emergencial de Suporte a Empregos⁵;

1 Segundo a Fiocruz (2021), a OMS considera como pandemia a “disseminação mundial de uma nova doença e o termo passa a ser usado quando uma epidemia, surto que afeta uma região, se espalha por diferentes continentes com transmissão sustentada de pessoa para pessoa”.

2 O Perner foi criado pela MP nº 936/2020 com o objetivo de preservar o emprego e a renda dos trabalhadores formais. O Programa concedeu auxílio financeiro mensal para os empregados cuja jornada de trabalho foi reduzida ou suspensa devido à pandemia.

3 O Auxílio Emergencial foi criado pela lei nº 13.982/2020 com o objetivo de mitigar os efeitos econômicos da pandemia sobre os trabalhadores informais e de baixa renda, microempreendedores individuais e contribuintes individuais do INSS. O programa concedeu pagamentos mensais de R\$ 600 durante o ano de 2020 e foi prorrogado em 2021 com valores entre R\$ 150 e R\$ 375.

4 O Pronampe foi criado pela lei nº 13.999/2020 com o objetivo de atender as micro e pequenas empresas com receita bruta de até R\$ 4,8 milhões por ano e que necessitaram de liquidez. O Programa concedeu linhas de crédito com taxas de juros baixas (SELIC+1,25%) e com prazo de pagamento de 36 meses e garantia de 85% do Fundo Garantidor de Operações (FGO).

5 O Programa Emergencial de Suporte a Empregos foi criado pela MP nº 944/2020 com o objetivo de financiar por 2 meses a folha de pagamento de empresas que tiveram receita bruta entre R\$ 360 mil e R\$ 10 milhões em 2019. O Programa concedeu linhas de crédito com juros baixos (3,75%aa) e prazo de pagamento de 36 meses para empresas que não demitiram seus empregados desde a contratação do crédito e até 60 dias após o recebimento da última parcela.

- o Programa Emergencial de Acesso a Crédito ⁶;
- a ajuda à Estados e Municípios ⁷; e
- outras medidas.

O resultado da combinação entre a redução da arrecadação e o aumento dos gastos elevou fortemente o déficit público, como mostra o gráfico 1.

Gráfico 1 – Resultado Primário do Governo Central⁸ (abaixo da linha) ac 12 meses - 2020



Fonte: Resultado do Tesouro Nacional – RTN (STN, 2021a)

Segundo dados da Secretaria do Tesouro Nacional – STN (STN, 2021a), quando se comparam os dados de 2020 em relação à 2019 (tabela 1), verifica-se uma queda da receita líquida do Governo Central de 10,6% (queda de R\$ 142,8 bi) enquanto a despesa total sobe 35,1% (elevação de R\$ 505,4 bi). Considerando os dois efeitos, o déficit primário acima da linha aumentou em R\$ 648,2 bi, atingindo R\$ 743,3 bi (acima da linha) ou R\$ 745,3 bi (abaixo da linha) em 2020. Segundo a STN (2021e), boa parte desse valor primário (R\$ 520,9 bi⁹) foi utilizado para financiar os gastos derivados da COVID-19.

⁶ O Programa Emergencial de Acesso a Crédito foi criado pela MP nº 975/2020 com o objetivo de facilitar o acesso ao crédito às pequenas e médias empresas que tiveram receita bruta entre R\$ 360 mil e R\$ 300 milhões em 2019. O Fundo Garantidor para Investimentos – FGI assumiu até 80% do risco nas operações.

⁷ A Lei Complementar nº 173/2020 estabeleceu a transferência direta de R\$ 60 bi para os entes subnacionais, além de reestruturar as dívidas dos entes com a União, que reduziu a receita do Governo Central.

⁸ Governo Central compreende o Tesouro Nacional (incluindo todos os poderes), Previdência, Banco Central. É o equivalente à União sem considerar as empresas estatais.

⁹ Valor total foi de R\$ 524,0 bi, sendo dividido entre despesas primárias (R\$ 520,9 bi) e financeiras (R\$ 3,1 bi) por critério de caixa informado na apresentação do Resultado do Tesouro Nacional de dez/20 (STN, 2021a) e no Tesouro Transparente – Monitoramento dos Gastos da União com combate à COVID-19 (STN, 2021e).

Tabela 1 – Resultado do Governo Central (2019 e 2020)

Governo Central - valores correntes R\$ bilhões	2019	2020	Var %	Var R\$ bi
Receita Líquida	1.346,8	1.204,0	-10,6%	-142,8
Despesa total	1.441,8	1.947,2	35,1%	505,4
Resultado Primário Gov Geral (acima da linha)	-95,1	-743,3	681,8%	-648,2
Ajustes abaixo da linha	6,2	-2,0		
Resultado Primário Gov Geral (abaixo da linha)	-88,9	-745,3	738,3	-656,4

Fonte: Resultado do Tesouro Nacional – RTN (STN, 2021a)

Considerando ainda os demais valores a pagar durante o ano de 2020 relativos às despesas financeiras, o valor financiado durante o ano foi ainda maior.

Para chegarmos ao valor total a ser financiado pelo Governo Central devemos usar o critério de caixa ao invés do critério de competência, tendo em vista que juros apropriados (critério de competência) nem sempre geram necessidade de financiamento imediato. O resultado primário já é calculado por caixa, mas os juros nominais são calculados por critério de competência. Por essa razão, ao invés de considerar o resultado nominal do Governo Central (que considera os juros apropriados no período) como sendo a sua necessidade de financiamento, montaremos uma estimativa ajustada usando os dados dos pagamentos referentes às contas financeiras. Para fins de simplificação, utilizaremos o pagamento efetivo das honras e garantias e os vencimentos da Dívida Pública Federal – DPF (juros e amortizações) como boa proxy do pagamento das despesas financeiras¹⁰.

De acordo com o Relatório Anual da Dívida – RAD, de 2020 (STN, 2021b), os vencimentos da Dívida Pública Federal – DPF em 2020 foram de R\$ 1.032,4 bi enquanto as honras e garantias terminaram o ano em R\$ 13,3 bi.

Desta forma, ao considerar o déficit primário, o pagamento de honras e garantias e os vencimentos da DPF (pagamentos de juros e amortizações), o valor a ser financiado passou de R\$ 907,9 bi para R\$ 1.791,0 bi entre 2019 e 2020, uma ampliação de R\$ 883,1 bi no montante que o Governo Central necessitava para se financiar¹¹, como vemos na tabela 2:

10 A intenção deste ajuste no cálculo não é de encontrar os valores exatos da necessidade de financiamento, mas o de se aproximar dos grandes números e identificar as rubricas mais importantes.

11 Entendo mais apropriado para os fins deste artigo considerar essa estimativa de necessidade de financiamento do Governo Central, dado que o termo tradicional “Necessidade de Financiamento do Setor Público – NFSP”, além de ser mais abrangente (todo o setor público e não apenas o Governo Central) considera os juros nominais por critério de competência e não de caixa.

Tabela 2 – Necessidade de Financiamento do Governo Central

Necessidade de Financiamento Gov. Central (R\$ bi)	2019	2020	Var R\$ bi
Déficit Primário	88,9	745,3	656,4
Vencimentos da DPMFi	792,4	1.017,7	225,3
Vencimentos da DPFe	18,2	14,7	-3,5
Honras e Garantias	8,4	13,3	4,9
Necessidade de Financiamento total	907,9	1.791,0	883,1

Fonte: RTN e RAD 2020 (STN, 2021a e STN, 2021b)

Esses dados introdutórios buscam mostrar o desafiante quadro que a pandemia da COVID-19 trouxe para o gerenciamento da dívida pública e para o financiamento do governo federal, além dos demais desafios sanitários, econômicos e sociais.

Vale observar que o objetivo deste artigo não é o de avaliar se/quais despesas públicas devem ou não ocorrer, mas sim, partindo do pressuposto que a decisão de gasto já tenha sido tomada, quais os instrumentos podem ser usados para o governo financiá-la. No caso da pandemia de COVID-19, o governo federal, apesar de suas atuais regras fiscais, tomou a decisão de efetuar despesas excepcionais para combater a pandemia e suas consequências no âmbito econômico, social e de saúde pública. No entanto, coube ao próprio governo federal, juntamente com o Congresso Nacional, encontrar soluções dentro do arcabouço legal para financiar o déficit gerado.

Sendo assim, com o objetivo de entender como o governo federal se financiou no período da pandemia da COVID-19 e como poderá se financiar quando houver nova necessidade de gastos emergenciais relevantes, este artigo descreverá brevemente o atual arcabouço legal brasileiro no que tange ao financiamento das despesas do Governo Central para então analisar quais foram os instrumentos efetivamente utilizados para financiar os déficits originados, em grande parte, pelo combate à COVID-19 em 2020. Por fim, identifica as lições que a pandemia trouxe para que saibamos o que fazer em casos semelhantes no futuro.

2. Arcabouço legal brasileiro: Regras Fiscais e Financiamento do Governo Federal

Antes de analisarmos como foi feito o financiamento das despesas do Governo Central no ano de 2020 durante a pandemia de COVID-19 é importante entendermos quais são as limitações e as possibilidades que o atual arcabouço legal brasileiro traz para o financiamento das despesas públicas federais.

Ao contrário do que pensa uma parte da população, o governo não pode simplesmente “ligar a máquina” e passar a imprimir moeda para se financiar. Há uma série de regras e impedimentos legais autoimpostos¹² que foram construídos ao longo do tempo para reduzir a autonomia do governo e limitar sua capacidade de gastar indefinidamente. São as chamadas regras fiscais.

Regras Fiscais

Segundo o FMI (2017), regras fiscais são imposições de restrições de longa duração na política fiscal por meio de limites quantitativos em agregados orçamentários. Dito de outra forma, são instrumentos legais que regulamentam alguma parte das finanças públicas (as despesas, as receitas, as dívidas ou o resultado do governo) aumentando sua previsibilidade de forma a buscar sustentabilidade fiscal no longo prazo.

Importante notar que as regras agem na formação de expectativas dos agentes quanto ao futuro da política fiscal de determinado país. Nesse sentido, a criação ou exclusão de uma regra fiscal acaba por alterar a avaliação dos agentes sobre o futuro da política fiscal, e, conseqüentemente, impactam os mercados (câmbio, juros, ações etc).

De maneira geral, podemos classificar as regras fiscais da seguinte forma (BROCHADO e outros, 2019):

- Regras de despesa: estabelecem limites máximos para o crescimento das despesas do governo ao longo do tempo.
- Regras de receita: estabelecem limites máximos à receita tributária ou definem tratamento para receitas extraordinárias (ex: Fundos Soberanos).
- Regras de resultado: estabelecem metas para os resultados do governo.
- Regras de dívida pública: estabelecem limites máximos para a dívida pública.

Cada uma delas exerce influência sobre uma variável das contas públicas, a depender do objetivo que se queira buscar. Por exemplo, caso se busque reduzir o papel do Estado na economia, o mais apropriado seria criar regras de despesa. Caso queira reduzir a carga tributária, regras de receita poderiam ser as mais recomendadas. Caso queira buscar sustentabilidade fiscal, regras de resultado ou de dívida pública seriam as mais pertinentes.

Vale ressaltar que o desenho específico de cada regra é que vai determinar seus resultados. De nada adiantaria uma regra de resultado tão flexível que permitisse a possibilidade de déficits primários anuais de 10% do PIB. Por outro lado, regras muito rígidas acabariam sendo difíceis de se implementar ou de se manter ao longo do tempo, tanto por sua dificuldade técnica quanto política¹³, e acabariam

12 Autoimpostos pois foram decisões tomadas pelo Poder Executivo em conjunto com o Congresso Nacional.

13 Por exemplo, imagine se uma regra de despesa previsse uma redução de 30% dos gastos públicos em determinado

gerando pressões por subterfúgios para driblar as limitações impostas.

De acordo com o FMI (2018), as regras fiscais também podem ser classificadas entre as de 1ª geração (anteriores à crise de 2008) e as de 2ª geração (pós crise de 2008)¹⁴. Grosso modo, as de 2ª geração são mais flexíveis¹⁵, mais relevantes para o gerenciamento orçamentário e com melhores instrumentos de monitoramento (instituições fiscais independentes), correção (cláusulas de escape¹⁶ melhor definidas) e cumprimento (gatilhos¹⁷ em caso de descumprimento).

Mas, pode-se perguntar: por que há a necessidade de termos regras fiscais ao invés de deixar a decisão de quanto se deve gastar para o governo eleito? Segundo Gobetti (2014), a linha econômica mais clássica entende que, sem regras, haveria déficits fiscais persistentes, pois a sociedade não compreende a restrição orçamentária do governo e pressiona sempre por mais gastos.

Sem entrar na discussão e, partindo do fato de que elas estão presentes no arcabouço legal de vários países¹⁸, como deveriam ser essas regras fiscais para serem mais eficientes do ponto de vista econômico? Segundo Kopits e Symansky (1998) e Kell (2001), existem oito critérios para uma regra fiscal ideal. São elas:

1. ser bem definida;
2. transparente;
3. simples;
4. adequada a determinados objetivos;
5. consistente com outras políticas macroeconômicas;
6. flexível para acomodar flutuações cíclicas ou choques exógenos;
7. efetiva; e
8. apoiada por políticas eficientes.

Nem sempre as regras fiscais conseguem atender a todos esses quesitos ao mesmo tempo, mas quanto mais critérios respeitados, melhor a regra.

ano em um país que tivesse 90% de despesas obrigatórias. Apesar de possível, poderíamos dizer que seu cumprimento seria tecnicamente inviável, pois demandaria alterações legais drásticas na forma de atuação do Estado.

14 Não há exatamente uma definição para cada uma das gerações de regras, mas o FMI escolheu a crise financeira de 2008 como parâmetro, pois ela exigiu mudanças nas regras fiscais existentes para se adequarem a eventos mais extremos (como por exemplo, cláusulas de escape melhor definidas – quando não cumprir a regra e qual caminho para voltar a cumpri-la).

15 Vale notar que são mais flexíveis, pois após a crise de 2008, os países não conseguiam mais cumprir as regras de resultado primário e nominal existentes.

16 Definir em quais situações não cumprir a regra.

17 Em caso de não cumprimento ou sua aproximação, quais medidas tomar para evitar o descumprimento. Ex: se há regra de gasto com pessoal em 50% das despesas, proibir aumentos salariais quando se atingir 45% ou quando ultrapassar 50%.

18 O texto do FMI (2018) “The Emergence of a Second Generation of Fiscal Rules”, cita aproximadamente 90 países que se utilizam de alguma regra fiscal. As regras estão presentes em países desenvolvidos, emergentes e pobres.

Pode-se ter várias regras fiscais concomitantemente, como é o caso do Brasil, mas é importante que seus objetivos não sejam conflitantes, caso contrário, sua eficiência pode ser reduzida.

Segundo levantamento da Instituição Fiscal Independente (IFI) presente no Relatório de Acompanhamento Fiscal de janeiro de 2018, as regras fiscais vigentes no Brasil são as seguintes:

Tabela 3 - Regras Fiscais no Brasil

Regra	Descrição	Tipo	Norma definidora	Base Legal	Abrangência	Situação
Regra de Ouro	Veda a Realização de operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital	Resultado	Constituição Federal	CF (art.167, III); LRF (art.32, §3ª) Res SF 48/2007	Todos os Entes	Vigente
Teto de Gastos	Define um limite para o montante das despesas primárias, que equivale ao limite do ano anterior corrigido pela inflação. O limite é individualizado por poder e órgão autônomo.	Despesa	Constituição Federal	CF (art. 107 a 112 e ADCT)	União ¹⁹	Vigente até 2036
Geração de despesas da seguridade social ²⁰	Veda a criação, majoração ou extensão de benefícios ou serviços da seguridade social sem a fonte de custeio	Despesa	Constituição Federal	CF (art. 195, §5º)	Todos os Entes	Vigente
Meta de Resultado Primário	Fixa anualmente na LDO a meta de resultado primário a ser alcançada	Resultado	Lei Ordinária	LRF (art. 4º, §1º)	Todos os Entes	Vigente
Geração de Despesa Obrigatória	Veda a criação ou aumento de despesas obrigatórias de caráter continuado sem a demonstração da origem dos recursos para seu custeio. Efeitos financeiros devem ser compensados por aumento permanente de receita ou redução permanente de despesa.	Despesa	Lei Complementar	CF (art.113, ADCT) e LRF (art.17)	Todos os Entes	Vigente

19 A regra não impede que os Entes subnacionais criem seu próprio teto de gastos, como já ocorreu com Ceará, Goiás e Piauí.

20 Seguridade social contempla a saúde, assistência social e previdência.

Renúncia de Receitas	Veda a concessão de renúncia de receita sem a demonstração de que o benefício não afetará as metas fiscais e sem medidas de compensação por aumento de receita.	Receita	Lei Complementar	CF (art.113, ADCT) e LRF (art. 14)	Todos os Entes	Vigente
Limite de Despesas com pessoal	Define Limites para a despesa total com pessoal em função da RCL do ente. Os limites são fixados por esfera da federação e, em cada uma delas, por poder e órgão autônomo.	Despesa	Lei Complementar	CF (art.169) e LRF (arts.19 e 20)	Todos os Entes	Vigente
Limite da Dívida Consolidada	Fixa limites globais para o montante da dívida consolidada da União, Estados, DF e Municípios. Os limites são definidos pelo Senado Federal, mediante proposta do Presidente da República.	Dívida	Resolução	CF (art.52, VI), LRF (art.30, I) e Res. SF 40/2001	Todos os entes	Vigente para todos os Entes, exceto para União
Limite da Dívida Mobiliária	Fixa Limites globais para o montante da dívida mobiliária da União, Estados, DF e Municípios. O limite da União é definido pelo Congresso Nacional, por proposta do Presidente da República. Os limites dos demais entes são definidos pelo Senado Federal, mediante proposta do Presidente da República.	Dívida	União: Lei ordinária. Demais Entes: Resolução	CF (art.48, XIV e art. 52, IX), LRF (art.30, I e II) e Res. SF 40/2001	Todos os entes	Vigente para todos os Entes, exceto para União
Limite para Operações de crédito	Fixa limites globais para as operações de crédito externo e interno da União, Estados, DF e Municípios. Os limites são definidos pelo Senado, mediante proposta do Presidente da República.	Dívida	Resolução	CF (art.52, VII), LRF (art.30, I), Res SF 48/2007, Res SF 43/2001	Todos os entes	Vigente
Limites para Concessão de Garantia em operações de crédito	Fixa Limites para concessão de garantia em operações de crédito externo e interno. Os limites são definidos pelo Senado, mediante proposta do Presidente da República.	Dívida	Resolução	CF (art.52, VIII), LRF (art.30, I), Res SF 48/2007	Todos os entes	Vigente

Apesar do IFI já ter incluído uma ampla gama de regras fiscais presentes no Brasil, entendemos que valeria adicionar nesse rol a regra constitucional que proíbe o financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central, pois ela impede que a emissão de moeda sirva para financiar despesas de natureza fiscal.

Regra	Descrição	Tipo	Norma definidora	Base Legal	Abrangência	Situação
Proibição de financiamento do Tesouro pelo Banco Central	Veda ao Banco Central conceder empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão que não seja instituição financeira	Dívida Pública	Constituição Federal	CF (art.164, §1ª)	Todos os Entes	Vigente

Como pode-se ver, o arcabouço legal brasileiro possui uma série de limitações tanto para a ampliação do gasto público quanto para seu financiamento. Com o intuito de entender melhor como essas regras afetam o financiamento das despesas públicas de natureza fiscal do Governo Central, analisaremos mais detalhadamente as seguintes regras fiscais vigentes para a União e que tratam desse assunto: i) a proibição de financiamento do Tesouro pelo Banco Central; ii) a Regra de Ouro; e iii) o limite para operações de crédito.

2.1 Proibição de financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central

A primeira limitação importante do poder de autofinanciamento do governo federal consta da própria Constituição de 1988, em seu art. 164:

Art. 164. A competência da União para emitir moeda será exercida exclusivamente pelo banco central.

§ 1º É vedado ao banco central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira.

§ 2º O banco central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros.

§ 3º As disponibilidades de caixa da União serão depositadas no banco central; as dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios e dos órgãos ou entidades do Poder Público e das empresas por ele controladas, em instituições financeiras oficiais, ressalvados os casos previstos em lei. (grifo nosso)

A Constituição é explícita ao vedar a possibilidade do Banco Central financiar o Tesouro Nacional, o que, em outras palavras, significa que o déficit público não pode ser financiado por emissão de moeda.

Porém, apesar de não poder financiar o Tesouro, o Banco Central pode²¹ emitir moeda para realizar o pagamento de suas despesas, tais como:

- a) Juros das operações compromissadas;
- b) Operações com reservas internacionais;
- c) Resultado positivo do BC transferido para o Tesouro; e
- d) Juros da Conta Única da União²² depositados no BC.

Essas operações não são vistas como financiamento, mas sim como despesas operacionais da autoridade monetária necessárias para a realização de política monetária e cambial e de suas obrigações com o Tesouro.

Desta forma, pode-se dizer que a emissão de moeda está restrita basicamente a essas operações, e que não estão vinculadas à política fiscal, ou seja, às despesas de natureza fiscal vinculadas ao Tesouro Nacional (pagamento de salários, aposentadorias, investimentos, subsídios, políticas sociais etc), reforçando a mensagem que o governo federal deve se financiar sobretudo por meio de receita própria e/ou emissão de títulos no mercado.

Vale mencionar que, apesar da vedação ao financiamento do Tesouro pelo BC, existem três situações (não entendidas como financiamento) em que se permite ao Tesouro emitir títulos diretamente para entregar ao Banco Central. Vejamos quais são elas:

a) Tesouro cobrir os resultados negativos do BC

Até a promulgação da lei nº 13.820/2019, quando o resultado operacional semestral do BC era superavitário, ele deveria transferi-lo para o Tesouro em dinheiro e quando era deficitário, o Tesouro deveria emitir títulos para o BC recompor seu patrimônio, em operação semelhante a um aumento de capital. O pagamento do BC em dinheiro (na Conta Única da União) referente ao seu resultado positivo deveria ser feito até o 10º dia útil subsequente ao da aprovação do balanço semestral e deveria ser destinado exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal - DPMF²³. Já o prazo para pagamento do Tesouro via emissões de títulos para o BC para cobrir o resultado negativo era superior, pois havia a necessidade de o valor ser previsto no orçamento. Por conta disso, e para haver tempo hábil para inclusão no orçamento, os resultados operacionais negativos do BC eram “pagos”

21 O BC não financia necessariamente essas despesas com a emissão de moeda. É apenas uma das possibilidades.

22 CF, art. 164 definiu que toda disponibilidade de caixa da União deve ser depositada no BC, a chamada “Conta Única”.

23 Art. 2º da Lei nº 13.820/2019.

com emissão de títulos em até 10 dias úteis do exercício subsequente ao da aprovação do Balanço pelo CMN. Por exemplo, resultados negativos do 2º sem/2020 (com balanço aprovado no 1º sem/21) e do 1º sem/21 (aprovado no 2º sem/21) tinham emissão prevista apenas para jan/22.

Por essa sistemática, o Tesouro recebia em dinheiro e pagava em títulos, o que gerava uma brecha legal que ampliava o recebimento de recursos do Tesouro advindos do BC. Para entendermos melhor, imagine que, com a volatilidade do câmbio e o enorme montante de reservas internacionais em poder do BC, o resultado semestral da conta de variação cambial fosse de R\$ 70 bi positivo em um semestre e de R\$ 70 bi negativo no semestre seguinte. Pela sistemática antiga, o Tesouro teria recebido R\$ 70 bi do BC em dinheiro e emitido R\$ 70 bi em títulos. Como resultado, o Tesouro teria inflado seu caixa em R\$ 70 bi e aumentado seu endividamento em R\$ 70 bi.

Para evitar que isso continuasse ocorrendo, a lei nº 13.820/2019 inovou ao criar uma conta de Reserva de Resultado onde a parte mais volátil do lucro do BC (os originados das reservas internacionais e derivativos cambiais) passou a ficar mantido e utilizado para anular resultados negativos futuros. O restante do resultado operacional do BC continua a ser transferido para a Conta Única da União em dinheiro até o 10º dia útil subsequente ao da aprovação do balanço.

A lei nº 13.820/2019 passou também a permitir que resultados negativos do BC passem a ser cobertos por recursos da Reserva de Resultado, por redução do patrimônio do BC (sem a necessidade de emissão de títulos do Tesouro) e por emissão de títulos do Tesouro (até o 10º dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço) nos casos em que o patrimônio do BC atinja o limite mínimo de 1,5% do ativo total na data do balanço.

As medidas da lei nº 13.820/2019 visaram reduzir a volatilidade das transações, e, consequentemente diminuir o montante de recursos recebidos pelo Tesouro na Conta Única advindos do BC, fechando o que poderia ser visto como uma “torneira” de liquidez.

Importante notar que apesar da criação da Reserva de Resultado do BC impedir o envio dos valores para o Tesouro, há um dispositivo²⁴ que permite ao Conselho Monetário Nacional – CMN autorizar que os recursos existentes na conta possam ser utilizados para pagamento da DPMF quando houver severas restrições nas condições de liquidez que afetarem de forma significativa o seu refinanciamento. Essa cláusula de escape foi importante no financiamento dos gastos de 2020, como veremos nas seções seguintes.

b) Tesouro recompor níveis mínimos da carteira livre do BC (aporte)

A Lei nº 11.803/2008²⁵ autoriza que o Tesouro emita títulos diretamente para a carteira do BC de forma a assegurar que o montante desses títulos em carteira (chamada Carteira Livre) tenha dimensões adequadas à execução da política monetária (enxugamento de liquidez). Nesse caso, a

24 Art. 5º da Lei nº 13.820/2019.

25 Art. 2º da lei nº 11.803/2008.

mesma lei prevê que tal emissão de títulos seja realizada sem contrapartida financeira para o Tesouro.

A lei nº 13.820/2019²⁶ criou um mecanismo automático de emissão (chamados aportes) de títulos do Tesouro para o BC sempre que a Carteira Livre atinja percentual igual ou inferior a 4% da Carteira Total (Carteira Livre + títulos em garantia das operações compromissadas), além de prever a possibilidade de cancelamento de títulos, após aprovação do CMN.

Nos casos em que o Tesouro entrega títulos (escolhidos pelo BC) para recompor a Carteira Livre, o BC não deposita recursos na Conta Única. É uma operação sem contrapartida financeira. Também não há necessidade de haver orçamento para essa operação, pois é considerada uma exceção tendo em vista seu caráter imprevisível e estratégico para a política monetária do país. Por fim, não afeta a Regra de Ouro, pois esta emissão não é considerada uma operação de crédito.

c) Tesouro rolar o principal do estoque da dívida em poder do BC²⁷

Quando os títulos do Tesouro que estão na carteira do BC vencem ou pagam cupom de juros, o Tesouro deve pagar ao BC, que pode solicitar sua rolagem (só do principal atualizado pela inflação²⁸), comprando os títulos *on the run*²⁹ pelo preço médio do último leilão. Os juros reais acabam sendo excluídos dessa sistemática (STN, 2019), e devem ser financiados juntamente com os demais gastos públicos. Os valores referentes ao pagamento de juros e principal necessitam constar do orçamento como as demais emissões tradicionais do Tesouro.

Para a rolagem, o BC tem permissão para comprar títulos do Tesouro até quatro leilões antes da data de vencimento³⁰, limitado ao valor do principal atualizado que está vencendo. Sendo assim, o BC compra diretamente os títulos do Tesouro à taxa média dos leilões e o paga em dinheiro. Quando os títulos da carteira livre vencem, o Tesouro paga ao BC em dinheiro, da conta única, o valor vencido total. Esta é a única das 3 possibilidades de emissão de títulos diretos do Tesouro para o BC em que há contrapartida financeira entre os dois órgãos.

As três exceções para a realização de emissão de títulos do Tesouro para o BC são possíveis pois não se caracterizam como operações de financiamento. São basicamente efeitos das operacionali-

26 Arts. 7º e 8º da lei nº 13.820/2019.

27 A LRF, em seu art. 34, proibiu o BC de emitir títulos da dívida pública a partir de maio de 2002. Por outro lado, ela permitiu que o BC adquira títulos do Tesouro a preço de mercado com o fim exclusivo de refinar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo em sua carteira (art. 39 da LRF). A LRF consolidou o entendimento previsto na Constituição de que é proibido ao BC financiar o Tesouro, pois a operação é entendida como operacionalização de política monetária e não de financiamento (STN, 2019).

28 O indicador de inflação a ser utilizado é definido pela Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO de cada ano. Em 2021, o indicador escolhido foi o Índice de Preços ao Consumidor Amplo- IPCA, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística -IBGE. Nos anos anteriores a 2020, o índice utilizado era o Índice Geral de Preços – Mercado - IGP-M, da Fundação Getúlio Vargas.

29 Títulos *on the run* são os títulos previamente definidos e que são vendidos nos leilões tradicionais do Tesouro.

30 O BC compra os títulos via emissão direta sem participar do leilão público. Isso evita que o BC tenha influência nos preços de venda (STN, 2019).

zações das políticas monetárias e cambial do BC, e, portanto, tampouco interferem no financiamento das despesas vinculadas à política fiscal. Já a Regra de Ouro busca limitar o financiamento de parte dos gastos de natureza fiscal, como veremos a seguir.

2.2 Regra de Ouro

A Regra de Ouro surgiu das ideias do economista inglês John Maynard Keynes, que sugeria a separação entre os orçamentos correntes e de capital (sobretudo investimento), e defendia que o orçamento corrente deveria se manter superavitário ou equilibrado enquanto o de capital deveria ser utilizado de forma anticíclica (aumentar os investimentos no momento de recessão e reduzi-los nos momentos de expansão) e financiado por meio de endividamento³¹.

Deriva-se desse entendimento a ideia de que as operações de crédito devem ser usadas primordialmente para financiar investimentos, e, portanto, de maneira global não devem superar o total de despesas de capital, o que foi posteriormente chamada de “Regra de Ouro”.

Regra de Ouro:

$$\text{Operações de crédito} \leq \text{Despesas de Capital}$$

Dito de outra forma, a Regra de Ouro evita que o governo se endivide para financiar despesas correntes. Permite apenas endividamento para financiar, basicamente, investimentos. Como os investimentos públicos são utilizados por várias gerações, nada mais justo que as gerações futuras também ajudem a financiá-los.

Antes de continuarmos, vale explicar as duas categorias econômicas das despesas: despesas correntes e despesas de capital. Essa separação tem por objetivo avaliar o efeito do gasto público na economia³².

Despesas correntes são aquelas necessárias para a manutenção das atividades da administração pública (salários, aposentadorias, políticas sociais, transferências a outros entes, materiais de consumo etc). No orçamento, são segregadas entre despesas de custeio e transferências.

Despesas de capital são aquelas que contribuem para a formação ou aquisição de um bem de capital. São segregados entre investimentos³³, inversões financeiras³⁴ e transferências de capital

31 Keynes (1980), pgs 277-280.

32 Ver Lei nº 4.320/1964, art. 12 (Normas Gerais de Direito Financeiro) e Glossário de Termos Orçamentários do Congresso Nacional (2020).

33 Investimentos são despesas que geram aumento do patrimônio e se referem a itens novos. Por ex: a construção de rodovias, construção de casas, compra de bens e equipamentos novos, etc. Por isso, o gasto em investimento aumenta o PIB de um país, diferentemente da inversão financeira.

34 Inversões financeiras geram aumento de patrimônio, mas referem-se basicamente a compra de imóveis ou bens e capital já existentes e participação em empresas já constituídas. Sob o ponto de vista econômico, referem-se a gastos que não alteram o PIB, apenas transferem a propriedade de um ativo.

(amortização de dívida³⁵).

Vejam os exemplos a seguir:

Tabela 4 - Exemplo do cumprimento da Regra de Ouro:

	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
Receita Tributária	1.000	1.000	1.000
Despesa Corrente	500	1.000	1.000
Despesa de Capital	200	200	200
Resultado Primário	+300 (superávit)	-200 (déficit)	-200 (déficit)
Juros (desp. corrente)	0	0	-100
Resultado Nominal	+300 (superávit)	-200 (déficit)	-300 (déficit)
Operações de crédito	0	+200	+300
Op crédito <= desp. capital	0 < 200	200 = 200	300 > 200
Cumprir Regra de Ouro?	Sim	Sim	Não

No exemplo acima, temos 3 cenários distintos para o orçamento de um determinado país imaginário. No Cenário 1, o país gerou superávit nominal de R\$ 300 e não teve necessidade de se financiar com operações de crédito, cumprindo a Regra de Ouro.

No Cenário 2, o país obteve déficit nominal de R\$ 200, gerando uma necessidade de R\$ 200 para pagar suas contas. Porém, como o montante emprestado (operações de crédito) foi igual ao valor gasto com despesa de capital, ele cumpriu a Regra de Ouro.

No Cenário 3, o país obteve déficit nominal de R\$ 300, gerando uma necessidade de R\$ 300 para pagar suas contas. Porém, desta vez o montante emprestado (operações de crédito) foi superior ao valor gasto com despesa de capital. Portanto, ele não cumpriu a Regra de Ouro e usou recursos emprestados para financiar parte de seus gastos correntes.

No caso brasileiro, a Regra de Ouro é prevista na Constituição Federal³⁶, na Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF³⁷ e na Resolução nº 48/2007 do Senado Federal.

Vale ressaltar que o governo deve atender a regra tanto na formulação do orçamento quanto em sua realização. Isso significa que ele não pode enviar uma proposta de orçamento para o Congresso sem atender à Regra de Ouro. Esse ponto é importante, pois, até 2018, o cumprimento da Regra de

35 Amortização de dívida é o pagamento do valor do principal atualizado de uma dívida adquirida anteriormente.

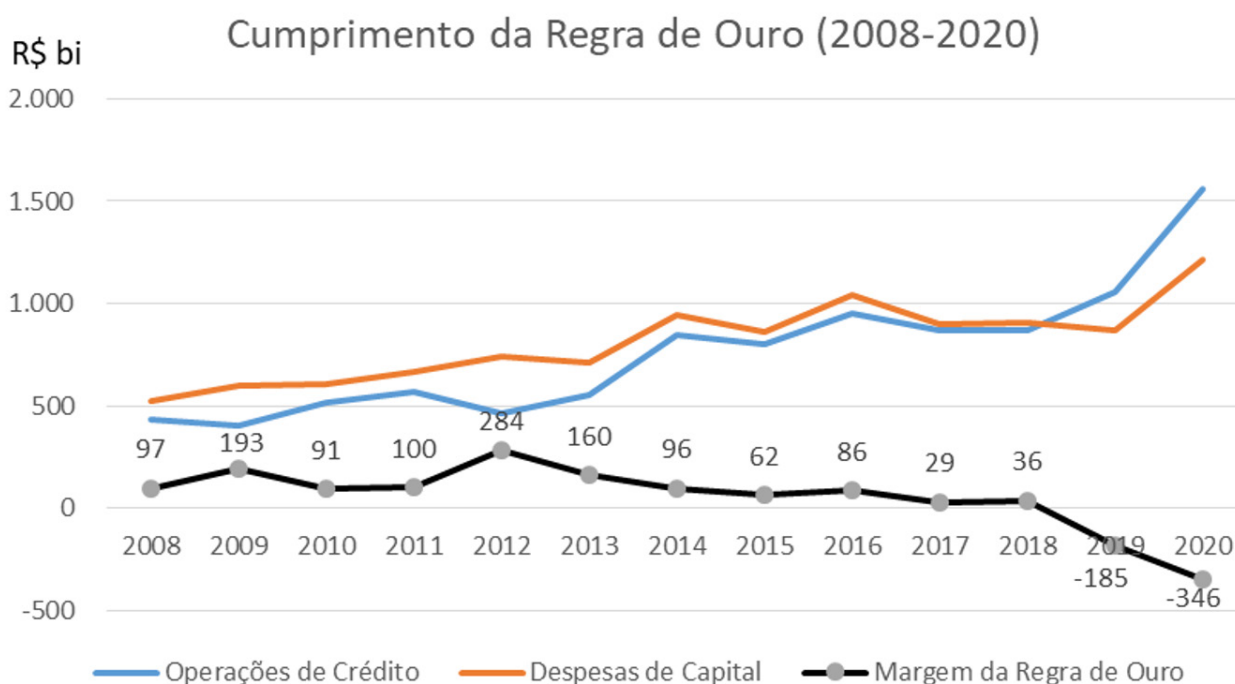
36 Art. 167.

37 Art. 32.

Ouro não havia sido um problema para o governo federal. Porém, em 2018, quando preparava o orçamento de 2019, o governo verificou que não seria possível cumpri-la tendo em vista que suas previsões para a arrecadação de receitas correntes eram inferiores às previsões para as despesas correntes, em sua maior parte, obrigatórias. Assim, haveria a necessidade de emitir um volume de títulos públicos (operações de crédito) superior ao montante de despesa de capital previsto. A saída encontrada foi pedir um crédito suplementar ou especial para o Congresso, conforme cláusula de escape prevista na Constituição³⁸. “Descumpriu-se” a Regra de Ouro, porém atendeu-se a legislação, que previa possibilidade de descumprimento, desde que autorizado expressamente pelo Congresso Nacional nos termos devidos.

No gráfico 2, vemos a evolução do cumprimento da Regra de Ouro ao longo dos anos, onde verifica-se que desde 2019 os valores das operações de crédito têm sido superiores aos das despesas de capital.

Gráfico 2 - Acompanhamento Regra de Ouro (2008-2020)



Fonte: Painel de Regra de Ouro da União (STN, 2021c)

A Regra de Ouro cumpre a maior parte dos critérios elencados anteriormente na regra ideal, porém não atende aos requisitos de ser efetiva, pois, como mencionamos, não tem sido cumprida desde 2019. A falta de uma medida corretiva automática (como por exemplo impedimento de concessões de aumentos salariais em caso de descumprimento) juntamente com a permissão para descumprimento (desde que aprovada pelo Congresso) acabaram reduzindo sua eficiência para limitar os gastos.

38 CF, art. 167, Inciso III.

Apesar disso, a Regra de Ouro traz para o debate orçamentário a ideia de que as medidas anticíclicas devem ser focadas em investimentos públicos (com maior efeito multiplicador) e não em gastos correntes.

A regra fiscal seguinte é mais restritiva que a Regra de Ouro pois abrange também a limitação de despesas de capital.

2.3 Limite para operações de crédito

O art. 30 da LRF³⁹ determinou que o Presidente da República submeteria ao Senado Federal proposta de limites globais para as operações de crédito externo e interno da União. Assim foi feito e o art. 7º da Resolução do Senado Federal nº 48/2007 estabeleceu que o montante global das operações de crédito da União de um exercício financeiro não pode ser superior a 60% da sua Receita Corrente Líquida – RCL.

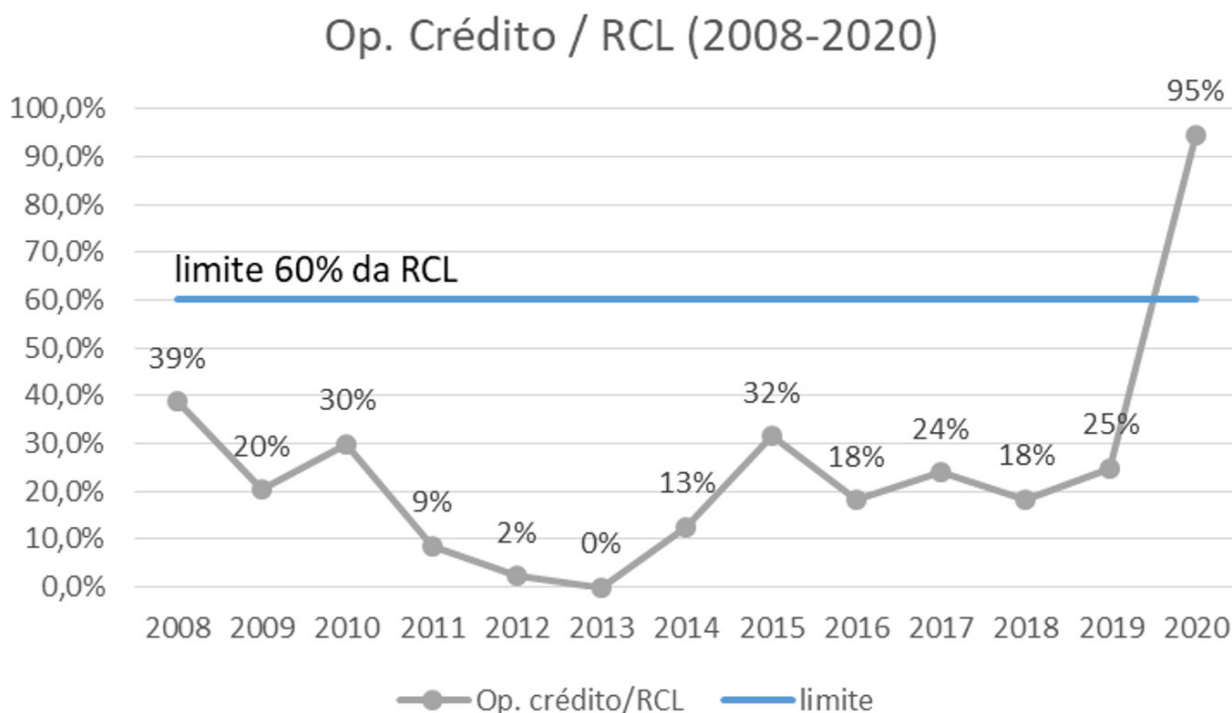
Para o cálculo do montante de operações de crédito, são deduzidas as emissões referentes:

- i) ao pagamento de amortização e refinanciamento da DPF;
- ii) à cobertura do resultado negativo do BC;
- iii) à cobertura da Carteira Livre do BC; e
- iv) ao pagamento de garantias.

Diferentemente da Regra de Ouro, que restringe apenas o financiamento de despesa corrente, a limitação para as operações de crédito atinge tanto despesas correntes quanto despesas de capital. E, de maneira similar à Regra de Ouro, o limite para operações de crédito também possui uma cláusula de escape (art. 65 da LRF) prevendo que os limites não precisam ser cumpridos nos casos em que ocorrer calamidade pública reconhecida pelo Congresso Nacional.

O acompanhamento do cumprimento do limite para operações de crédito é feito quadrimestralmente pelo Relatório de Gestão Fiscal – RGF, da STN. No gráfico 3, vemos como tem sido a evolução do indicador operações de crédito da União / RCL entre 2008 e 2020.

39 Lei Complementar nº 101/2000.

Gráfico 3 - Operações de Crédito da União / RCL (2008-2020)

Fonte: RGF (STN, 2021d)

Como vemos, a regra foi cumprida em todos os anos com relativa folga, com exceção de 2020 (95% da RCL), ano da pandemia de COVID-19 e quando o Congresso Nacional reconheceu a ocorrência de calamidade pública, permitindo, assim, o seu descumprimento. Cláusulas de escape como essa são importantes e justificáveis, pois ocorrem em momentos excepcionais e temporários onde a presença do Estado é demandada por toda a população.

Tendo em vista as regras fiscais que restringem o financiamento do gasto público, veremos como efetivamente o governo federal financiou seus gastos em 2020.

3. Financiamento dos gastos de natureza fiscal em 2020

A seção anterior mostrou que o arcabouço legal brasileiro impede o financiamento de gastos de natureza fiscal por meio de emissão de moeda e limita o financiamento via títulos públicos. Assim, cria implicitamente a exigência de que os gastos públicos devem ser financiados exclusivamente de 2 formas: receita própria (tributos, venda de ativos, transferências do BC para o Tesouro e outras receitas do governo) e/ou emissão limitada de títulos no mercado. Tendo em vista a importância das transferências do BC para o Tesouro em 2020, iremos separa-la do restante da receita própria para os propósitos deste artigo.

Como vimos na introdução, a necessidade de financiamento total do Governo Central se elevou em 97% entre 2019 e 2020, passando de R\$ 907,9 bi para R\$ 1.791,0 bi, uma elevação de R\$ 883,1

bi, o que trouxe enormes desafios de financiamento para a equipe econômica do governo federal. De acordo com a STN (2021e), de toda a elevação de R\$ 883,1 bi na necessidade de financiamento, R\$ 524,0 bi foi gerada diretamente pelo combate à pandemia de COVID-19.

A mudança de patamar da necessidade de financiamento foi tão brusca que foi necessário recorrer não somente aos instrumentos tradicionais (emissões de títulos, saldo na conta única) como também às fontes alternativas.

Além dos instrumentos de financiamento, também foi preciso flexibilizar algumas determinações legais que normalmente dificultam/impedem o aumento do gasto público. Sob o ponto de vista legal, a medida mais importante foi a promulgação da Emenda Constitucional - EC nº 106/2020, que criou regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações para atender as necessidades da pandemia durante o período de calamidade pública decretado pelo Congresso Nacional⁴⁰. Além disso, juntamente com a autorização para não cumprir o teto de gastos, dispensou as limitações legais presentes sobretudo na LRF (compensações, estimativas de impacto) para a criação/expansão de despesas ou renúncia de receitas, possibilitando que o governo federal ampliasse os gastos para enfrentar a calamidade, o que exigiu conseqüentemente uma mudança na estratégia de financiamento do governo.

A decretação do estado de calamidade pelo Congresso Nacional também foi importante para disparar as cláusulas de escape da regra de limite de operações de crédito e suspender o cumprimento das metas fiscais exigidos pela LRF⁴¹.

Para entender todo esse impacto, reconstruiremos as estatísticas oficiais, sobretudo as despesas e receitas financeiras, para montar o que seria a necessidade de financiamento do Governo Central e quais fontes foram utilizadas. Não é o intuito deste artigo refazer a contabilidade pública em seus detalhes, mas o de identificar, por meio de estimativas e dos documentos oficiais, a magnitude dos valores das principais fontes de financiamento dos gastos do Governo Central em 2020.

Assim, considerando o arcabouço legal analisado na seção anterior e adicionando o caixa disponível de períodos anteriores⁴², avaliaremos como cada um dos seguintes instrumentos colaborou para o financiamento dos gastos de 2020:

- Receita própria (arrecadação, concessões, dividendos, outras receitas);
- Disponibilidade em caixa de anos anteriores;
- Transferências do Banco Central para o Tesouro;

40 O Congresso Nacional publicou o Decreto Legislativo nº 6, de 20/03/2020, que reconheceu o estado de calamidade pública com efeitos até 31/12/2020, em resposta à Mensagem Presidencial nº 93, de 18/03/2020. Com o estado de calamidade pública nacional decretado, dispensa-se o atingimento das metas fiscais definidas na LDO, além de outros efeitos, entre eles, a dispensa de compensações para a criação/expansão de despesas ou renúncia de receitas.

41 Art. 65 da LRF.

42 O caixa inicial é fruto dos mesmos instrumentos, mas que foram formados em anos anteriores.

- Emissão de títulos públicos (Dívida Pública Federal); e
- Compra de Títulos do Tesouro pelo BC.

3.1 Receita Própria

Antes de iniciarmos esta parte, é importante deixar claro o que denominaremos Receita Própria para o propósito deste artigo. O objetivo da classificação é o de segregar as receitas que, apesar de entrarem no caixa da União precisarão ser devolvidas no futuro (operações de crédito) das demais receitas (receitas próprias). Além disso, segregaremos das receitas próprias as transferências do BC ao Tesouro, tendo em vista sua peculiaridade⁴³ e magnitude. Desta forma, neste artigo, Receitas Próprias são todas as receitas (primárias e financeiras) recebidas pelo Governo Central, com exceção das operações de crédito (emissões de títulos⁴⁴) e das transferências do BC ao Tesouro.

Ainda considerando uma distinção entre dois grupos de Receitas Próprias, de acordo com seu impacto no resultado primário, temos as seguintes categorias de receita própria do Governo Central:

a) Receita Própria Primária

- a. Arrecadação de tributos;
- b. Concessões e Permissões;
- c. Dividendos; e
- d. Demais receitas primárias⁴⁵.

b) Receita Própria Financeira

- a. Alienação de bens (financeira); e
- b. Amortização de Empréstimos

De acordo com o MTO-2020⁴⁶ (SOF, 2020), de maneira geral, receitas financeiras são aquelas que não alteram o endividamento líquido do Governo, uma vez que criam uma obrigação ou extinguem um direito, ambos de natureza financeira, junto ao setor privado, com exceção à receita advinda dos juros de operações financeiras, que, apesar de contribuírem com a redução do endividamento líquido, também se caracterizam como receita financeira. As demais receitas são consideradas primárias.

43 Apesar de também não precisarem ser devolvidas no futuro, seus valores são relevantes e são recebidas de um órgão que pertence ao Governo Central, no caso o Banco Central.

44 Emissões de títulos são basicamente operações de crédito e, por sua natureza, devem ser devolvidas aos financiadores após o prazo estipulado em cada título.

45 Incluem-se alienação de bens (de natureza primária), receitas próprias dos órgãos, outras.

46 Manual Técnico de Orçamento, publicado pela Secretaria de Orçamento Federal –SOF (SOF, 2020).

Receita Própria Primária

Considerando a classificação estabelecida neste artigo, a Receita Própria Primária se equivale à Receita Líquida total do Governo Central, divulgada pela STN (STN, 2021a). Assim, ao analisarmos a evolução das Receitas Próprias Primárias do Governo Central (tabela 5), nota-se que, na média dos últimos 5 anos pré pandemia (2015-2019), a arrecadação de tributos⁴⁷ representou 93% de toda a receita própria primária do Governo Central. Portanto, pode-se afirmar que é o principal instrumento primário de arrecadação federal com magnitude para financiar parte das despesas emergenciais relevantes, caso necessário.

Tabela 5 - Receita Própria Primária do Governo Central 2015-2019

Discriminação	2015	2016	2017	2018	2019	Média 2015-2019
Receita Própria Primária Gov. Central	1.248,6	1.315,0	1.383,1	1.488,3	1.635,1	1.414,0
Arrecadação de Tributos	1.175,2	1.232,9	1.278,8	1.391,9	1.460,1	1.307,8
% Arrecadação Tributos / Receita Total	94%	94%	92%	94%	89%	93%

Fonte: RTN (STN, 2021a)

Porém, vale lembrar que, a depender dos impactos advindos da situação emergencial, o aumento da tributação para financiar gastos poderá ser contraproducente e causar mais danos à população, tendo em vista a fragilidade financeira das famílias e das empresas. Aumentos pontuais de tributos em setores não atingidos e com maior capacidade de pagamento seriam mais recomendados, caso esta seja a escolha definida politicamente. Porém, setores atingidos pela situação de emergência deveriam ser excluídos dos encargos adicionais, mesmo que temporários, ou até mesmo receberem isenções tributárias temporárias.

De maneira geral, o aumento da tributação pode ser um caminho para financiar parte de despesas emergenciais relevantes, porém, a depender da magnitude da crise, a tributação dificilmente seria o melhor instrumento de financiamento. Imaginemos que o aumento de gasto de 2020 relacionado à COVID-19 (R\$ 524,0 bi) tivesse sido financiado exclusivamente por aumento de tributos. Considerando a arrecadação federal em 2019 (R\$ 1.460,1 bi), haveria a necessidade de aumentá-la em 35,9% para cobrir todo o gasto, o que seria inexecutável, sobretudo em um momento de queda da atividade econômica, que, em geral, leva à queda da arrecadação do Governo Central.

⁴⁷ Consideramos a Arrecadação de Tributos como sendo: receita administrada pela Receita Federal do Brasil - incentivos fiscais + arrecadação líquida para o RGPS + Contribuição para o Plano de Seguridade dos Servidor + receitas de exploração de recursos naturais + contribuição salário educação.

Como vimos na introdução, a Receita Líquida do Governo Central (Receita Própria Primária) se reduziu em R\$ 142,8 bi em 2020 em relação à 2019 (tabela 6).

Tabela 6 – Variação da Receita Líquida do Governo Central entre 2019-2020⁴⁸

Governo Central - valores correntes R\$ bilhões	2019	2020	Var (R\$ bi)
Receita Líquida Total (Receita Própria Primária)	1.346,8	1.204,0	-142,8
Arrecadação de Tributos	1.460,1	1.399,3	-60,8
Concessões e Permissões	93,3	8,2	-85,1
Dividendos e Participações	20,9	6,6	-14,3
Outras Receitas	60,9	53,8	-7,1
Trasferências por repartição de receitas	-288,3	-263,8	24,5

Fonte: RTN (STN, 2021a)

A queda da atividade econômica⁴⁹ impactou diretamente todos as linhas da Receita Própria Primária do Governo Central em 2020 e acabou não contribuindo como fonte de financiamento para os gastos da COVID-19. Pelo contrário, a queda da receita exigiu esforços adicionais de financiamento para o governo federal, ao ampliar o déficit primário.

Receita Própria Financeira

Quando analisamos as Receitas Próprias Financeiras, destacamos 2 grupos principais: a) alienação de bens (financeira); e b) amortização de empréstimos.

Por meio do Balanço Orçamentário presente na Prestação de Contas do Presidente da República de 2019⁵⁰ (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 2020) e de 2020⁵¹ (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 2021), encontramos o demonstrativo de receitas de capital, que incluem majoritariamente as receitas financeiras do Governo Central. Em 2019, ao retirar o valor das operações de crédito e das transferências do BC para o Tesouro do total das receitas de capital, tem-se um valor de R\$ 160,7 bi

48 Ao invés de analisarmos apenas o valor de 2020, incluímos a variação da receita entre os dois anos pois partiremos da análise de financiamento do resultado primário de 2020 e a queda da receita entre os dois anos, ceteris paribus, faz com aumente a necessidade de financiamento do resultado primário.

49 De acordo com os dados preliminares do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas – IBGE, o PIB brasileiro caiu 4,1% em 2020.

50 Item 4.1.4, página 307.

51 Item 4.1.7, página 309.

que se referem basicamente à: a) amortização de empréstimos⁵² (R\$ 156,7 bi) e; b) alienação de bens (R\$ 4,0 bi). Como uma parte da alienação de bens (R\$ 1,2 bi) foi classificada como receita primária (STN, 2021a), estimamos o valor da receita financeira com a alienação de bens em R\$ 2,8 bi. Portanto, o total de receita própria financeira em 2019 foi de R\$ 159,5 (tabela 7).

Da mesma forma, em 2020, ao retirar o valor das operações de crédito e das transferências do BC para o Tesouro do total das receitas de capital, tem-se um valor de R\$ 37,2 bi que se referem basicamente à: a) amortização de empréstimos⁵³ (R\$ 35,3 bi) e; b) alienação de bens (R\$ 1,9 bi). Como uma parte da alienação de bens (R\$ 1,4 bi) foi classificada como receita primária (STN, 2021a), estimamos o valor da receita financeira com a alienação de bens em apenas R\$ 0,5 bi. Portanto, temos um total de R\$ 35,8 bi relativas às Receitas Próprias Financeiras.

Da mesma forma que as Receitas Próprias Primárias, nota-se que houve uma redução da contribuição das Receitas Próprias Financeiras no financiamento do Governo Central entre 2019 e 2020 (tabela 7).

Tabela 7 – Receita Própria Financeira (2019 e 2020)

Receita Própria Financeira - R\$ bi	2019	2020	Var (R\$ bi)
Receita Própria Financeira	159,5	35,8	-123,7
Amortização de Empréstimos	156,7	35,3	-121,4
Alienação de bens (financeira)	2,8	0,5	-2,3
Outros	0,0	0,0	0,0

Fonte: Prestação de Contas do Presidente da República (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 2020 e 2021)

3.2 Disponibilidade em caixa de anos anteriores

A Conta Única da União, mantida no Banco Central⁵⁴, reflete a disponibilidade de caixa produzida em anos anteriores advindos de todas as fontes de financiamento (receitas próprias, transferências do BC para o Tesouro e emissões). Essas disponibilidades são remuneradas⁵⁵ pelo Banco Central com base na taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da DPMFi de emissão do Tesouro em poder do BC. Portanto, além de ser fonte de financiamento, gera receita financeira para o Governo Central, como veremos na seção 3.3.

52 Basicamente recebimento de pagamento das dívidas dos entes subnacionais com a União.

53 idem.

54 Art. 164 da CF.

55 Art. 1º da Medida Provisória 2.179-36/2001.

Tabela 8 - Saldo da Conta Única no BC (2019-2020)

Disponibilidades na Conta única (R\$ bi)	2019	2020	Var (R\$ bi)
Saldo na Conta Única do BC	1.438,8	1.452,6	13,8

Fonte: BC (2021a)

Na Tabela 8, notamos que, de acordo com os demonstrativos do BC (2021a), a Conta Única da União iniciou 2020 com um saldo de R\$ 1.438,8 bi e terminou com saldo de R\$ 1.452,6 bi, uma variação positiva de R\$ 13,8 bi. Como variações positivas indicam que o caixa da União cresceu, pode-se dizer que, no saldo anual, os recursos de anos anteriores não contribuíram para o financiamento do déficit de 2020. Porém, é importante ressaltar que os altos valores em caixa (que inclui o colchão de liquidez da dívida) foram determinantes para o Tesouro conseguir cumprir com suas obrigações, tanto esperadas (vencimentos da DPF e obrigações fiscais) quanto inesperadas (decorrentes da COVID-19), logo no início da pandemia e, ao longo do ano, os valores foram sendo repostos e terminaram em patamar semelhante ao do início do exercício. A manutenção dos altos valores é pensada justamente para pagar os próximos vencimentos da DPF (juros e amortizações), obrigações fiscais⁵⁶ e lidar com situações excepcionais, como a de 2020.

3.3 Transferências do Banco Central para o Tesouro

Como visto nas seções anteriores, as duas principais transferências de recursos do Banco Central para o Tesouro são derivadas do resultado positivo do BC (transferência direta ou via Reserva de Resultado) e da Remuneração da Conta Única.

Resultado Positivo do BC

Do valor total do resultado positivo do BC apurado semestralmente, uma parte é direcionada para a Reserva de Resultado e outra parte é paga diretamente ao Tesouro.

O lucro do BC no 1º semestre de 2020 havia sido de R\$ 503,2 bi, dos quais R\$ 478,5 bi derivados das reservas internacionais e derivativos cambiais foram destinado à constituição de Reserva de Resultado (no patrimônio líquido do BC) e R\$ 24,7 bi das demais operações foram transferidas diretamente ao Tesouro já em agosto/2020⁵⁷. Boa parte do lucro do BC no período se deu por conta da desvalorização do real⁵⁸, que consequentemente gerou um lucro contábil de variação cambial pela valorização das Reservas Internacionais do BC, que no final de junho/2020 perfaziam um montante

56 Salários, aposentadorias, gastos sociais etc.

57 Como vimos, o resultado operacional excetuado dos ganhos das reservas internacionais e derivativos continua sendo transferido diretamente ao Tesouro em até 10 dias úteis após a aprovação do balanço semestral do BC.

58 Dólar comercial passou de R\$ 4,03 (31/12/2019) para R\$ 5,47 (30/06/2020), uma valorização de 35,7%.

de US\$ 345,7 bi (BC, 2021b). No 2º semestre, o BC gerou prejuízo de R\$ 33,6 bi que foi coberto integralmente pela Reserva de Resultado, como vemos na tabela 9.

Tabela 9 - Movimento da Reserva de Resultado do BC (2020)

Reserva de Resultado BC - R\$ bi	2020	
	1º sem	2º sem
Saldo inicial (a)	45,0	523,5
Resultado do BC	503,2	-33,6
Lucro do BC para Reserva (b)	478,5	0,0
Prejuízo do BC para Reserva (c)	0,0	-33,6
Lucro do BC transferido automaticamente (d)	24,7	0,0
Transferência de Reserva para Tesouro (e)	0,0	-325,0
Saldo final da Reserva de Resultado do BC (a+b+c+e)	523,5	164,9
Valor transferido do BC ao Tesouro (d-e)	24,7	325,0

Fonte: BC (2021a)

Em 27/08/2020, o Conselho Monetário Nacional – CMN autorizou a transferência de R\$ 325,0 bi da Reserva de Resultado para o Tesouro Nacional devido às severas restrições de liquidez presentes naquele momento. O recurso entrou na Conta Única da União para ajudar no pagamento dos vencimentos da DPF e liberar recursos existentes para o pagamento das despesas primárias.

Em 2019, não houve transferência da Reserva de Liquidez para o Tesouro, sendo que parte do lucro (R\$ 42,6 bi dos R\$ 85,6 bi do lucro no ano) ingressou na conta, que terminou o ano com saldo de R\$ 45,0 bi. A outra parte do lucro, R\$ 43,0 bi foi transferida diretamente para o Tesouro (tabela 10).

Tabela 10 - Movimento da Reserva de Resultado do BC (2019 e 2020)

Reserva de Resultados BC - R\$ bi	2019	2020
Saldo inicial (a)	2,4	45,0
Resultado do BC	85,6	469,6
Lucro do BC para Reserva (b)	42,6	478,5
Prejuízo do BC para Reserva (c)	0,0	-33,6
Lucro do BC transferido automaticamente (d)	43,0	24,7

Transferência da Reserva para Tesouro (e)	0,0	-325,0
Saldo final da Reserva de Resultado do BC (a+b+c+e)	45,0	164,9
Valor transferido do BC ao Tesouro (d-e)	43,0	349,7

Fonte: BC (2020) e BC (2021a)

Em resumo, o resultado do BC contribuiu com o financiamento de R\$ 349,7 bi (R\$ 325,0 bi das Reservas e R\$ 24,7 transferidos diretamente) para o governo federal financiar o déficit e as despesas para combater a pandemia em 2020. Um aumento de R\$ 306,7 bi em relação ao valor transferido em 2019.

A autorização do CMN de liberar R\$ 325,0 bi da Reserva de Resultado do BC foi fundamental para completar os recursos necessários para o financiamento do déficit gerado com o combate à COVID-19. Apesar dos valores da Reserva de Resultado terem sido direcionados para o pagamento dos vencimentos da dívida pública, como está previsto em lei, eles liberaram os recursos provenientes das emissões internas.

Remuneração da Conta Única

Outra importante transferência de recurso do Banco Central para o Tesouro refere-se à remuneração dos valores depositados na Conta Única. Como vimos, essas disponibilidades são remuneradas⁵⁹ pelo Banco Central com base na taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da DPMFi de emissão do Tesouro em poder do BC, e, portanto, geram receitas financeiras para o Governo Central.

De acordo com o Balanço Orçamentário constante no Relatório Resumido da Execução Orçamentária – RREO de dez/2020 (STN, 2021f), a receita do Governo Central advinda da remuneração das disponibilidades do Tesouro foi de R\$ 66,4 bi em 2020, um valor R\$ 21,6 bi menor⁶⁰ que o de 2019 (STN, 2020a), mas que ajudou a pagar parte das despesas com a COVID-19 (tabela 11).

Tabela 11 - Remuneração da Conta Única (2019 e 2020)

Remuneração da Cota Única (R\$ bi)	2019	2020	Var (R\$ bi)
Remuneração da Conta Única	88,0	66,4	-21,6

Fonte: RREO 2019 e 2020 (STN, 2020a e STN,2021f)

⁵⁹ Art. 1º da Medida Provisória 2.179-36/2001.

⁶⁰ A remuneração da Conta Única de 2020 foi menor que a de 2019 devido sobretudo à queda da taxa de rentabilidade dos títulos da DPMFi, puxados pela queda da SELIC no período.

3.4 Dívida Pública Federal - DPF

O governo federal tem a prerrogativa legal⁶¹ de emitir títulos de dívida junto ao mercado (interno e/ou externo) e poder financiar seus gastos.

Como vimos, apesar de existirem regras autoimpostas que restringem o financiamento via endividamento em situações normais, tais regras preveem cláusulas de escape para situações emergenciais de calamidade pública, como no caso da pandemia da COVID-19 em 2020.

A DPF é composta tanto por emissão de títulos quanto por dívida contratual. Porém, em 2020 apenas 0,4% referia-se à dívida contratual. A quase totalidade da DPF é composta por dívida mobiliária (emissão de títulos), sendo que as emissões são divididas entre o mercado interno e o externo. Apesar de haver diferentes definições de dívida externa⁶², no Brasil, entende-se dívida externa como sendo aquela em que o seu pagamento é realizado em moeda estrangeira (mesmo que tenha sido denominada em moeda local). Por ex: como o título Global BRL é denominado em reais, mas com pagamento realizado em moeda estrangeira fora do Brasil, ele é considerado dívida externa.

A tabela 12 mostra a evolução do estoque da DPF entre 2019 e 2020, as emissões e a participação da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPFMi e da Dívida Pública Federal Externa - DPFe no total das emissões de 2020.

Tabela 12 - Estoque e Emissões da DPF

Estoque e Emissões DPF (R\$ bi)	Estoque 2019	Estoque 2020	Emissões 2019	Emissões 2020	Var (R\$ bi)	Participação Emissões 2020
DPMFi	4.083,2	4.766,1	738,1	1.296,5	558,4	97,6%
DPFe	165,7	243,5	21,1	32,4	11,3	2,4%
DPF	4.248,9	5.009,6	759,2	1.328,9	569,7	100%

Fonte: RAD 2019 e 2020 (STN, 2020b e STN, 2021b)

Nota-se que a participação da DPFe no total das emissões é baixa (2,4% em 2020), sendo menos importante como um instrumento de financiamento e mais importante como um instrumento qualitativo de alongamento da dívida, diversificação de base de investidores e provedor de referência de preços para o setor corporativo (STN 2021b).

Entre 2019 e 2020, as emissões da DPF elevaram-se em R\$ 569,7 bi, sendo que do total das

61 A lei nº 10.179/2001 autoriza o Poder Executivo a emitir títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional. Além disso, outras leis específicas também podem autorizar emissões para fins específicos (ex: Lei nº 10.260/01 do FIES). O decreto nº 9.292/2018 define a característica da maior parte dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal.

62 A depender da análise requerida, dívida externa pode ser entendida como a parte da dívida indexada à moeda estrangeira ou à parte que deve ser paga em moeda estrangeira.

emissões de 2020 (R\$ 1.328,9 bi), 97,6% referem-se à DPMFi (R\$ 1.296,5 bi), que historicamente é o principal instrumento de financiamento do governo federal.

Tendo em vista a magnitude dos valores, a emissão de títulos públicos, sobretudo as relacionadas ao mercado interno, foram imprescindíveis para o Governo Central financiar seu déficit, nele incluídos os gastos emergenciais com a COVID-19. O mercado conseguiu absorver o volume adicional de emissões, mas o governo precisou alterar sua estratégia para se adequar às demandas dos compradores. Veremos com mais detalhes o que aconteceu com a dívida pública na próxima seção.

3.5 Compra de Títulos do Tesouro pelo Banco Central

Apesar de não ter sido utilizada, é importante mencionar que a permissão para a compra de títulos do Tesouro pelo BC foi dada pela Emenda Constitucional nº 106/2020⁶³, de forma provisória durante o período da calamidade pública nacional (até 31/12/2020).

A medida foi incluída de forma prudencial já que não se sabia de antemão todos os impactos da pandemia e como o mercado iria reagir ao crescimento das emissões no mercado interno.

Vale lembrar que as emissões de títulos do Tesouro no mercado interno (DPMFi) passaram de R\$ 738,1 bi em 2019 para R\$ 1.296,5 bi em 2020, uma elevação de 76% em um breve espaço de tempo. A situação emergencial fez com que a STN tivesse que realizar fortes ajustes em seu Pano de Financiamento Anual – PAF e realizar atuações extraordinárias em determinados momentos. A incerteza e a alta necessidade de colocação de títulos levou a STN a emitir títulos mais curtos, sobretudo prefixados (Letras do Tesouro Nacional – LTN) de 6 e 12 meses. Com isso, o percentual de vencimento em 12 meses da DPF passou de 18,7% (dez/2019) para 27,6% (dez/2020) e o seu prazo médio passou de 4,0 para 3,6 anos no mesmo período (STN, 2021b).

Dada a magnitude da elevação das emissões, havia o receio de que o mercado não conseguisse ter fôlego suficiente para absorver toda a quantidade de títulos necessária. Porém, como observado no RAD de 2020 (STN, 2021b), a alta reserva de liquidez (colchão da dívida), a predominância de dívida interna e a profundidade e organização do mercado de títulos públicos mostraram-se mecanismos importantes para permitir o financiamento dos gastos da COVID-19 em 2020.

De toda a forma, a previsão de permitir o financiamento do Tesouro pelo BC e retirar provisoriamente a trava prevista na Constituição foi importante para criar uma alternativa legal de financiamento caso a situação se agravasse.

3.6 Quadro Resumo – Financiamento em 2020

Em resumo, quando estimamos os grandes números da necessidade de financiamento do Governo Central durante o ano de 2020 (dentre elas às relativas ao combate à COVID-19), e suas princi-

63 Art. 7º da EC nº 106, de 07/05/2020.

país fontes de financiamento⁶⁴, temos os seguintes quadros:

Tabela 13 - Resultado Primário - 2020

Governo Central - valores correntes R\$ bilhões	2020
Receita Líquida (Receita Própria Primária)	1.204,0
Despesa Total	1.947,2
Resultado Primário Gov Geral (acima da linha)	-743,3
Ajustes abaixo da Linha	-2,0
Resultado Primário Gov Geral (abaixo da linha)	-745,3

Fonte: RTN (STN, 2021a)

A elevação das despesas primárias e a queda das Receitas Próprias Primárias elevaram o déficit primário de 2020 para R\$ 745,3 bi (tabela 13).

Tabela 14 - Estimativas de Necessidade de Financiamento Gov. Central e suas Fontes - 2020

Estimativa da Necessidade de Financiamento Gov. Central (R\$ bi)	2020
Déficit Primário de 2020	745,3
Vencimentos da DPMFi	1.017,7
Vencimentos da DPFe	14,7
Honras e Garantias	13,3
Estimativa da Necessidade de Financiamento total	1.791,0

Estimativa das Fontes de Financiamento (R\$ bi)	2020	Partic.
Varição Conta Única - Disponibilidade de Caixa de anos anteriores	-13,8	-0,8%
Emissões DPMFi	1.296,5	72,4%
Emissões DPFe	32,4	1,8%
Resultado do BC transferido ao Tesouro	349,7	19,5%
Remuneração da Conta Única	66,4	3,7%

64 Aqui a intenção é de avaliar os grandes números das necessidades de financiamento e suas fontes de financiamento em 2020 e não a de chegar com precisão aos números do ano. Nessa estimativa, o valor de R\$ 59,8 bi relativo à outras fontes de financiamento não foram levantadas e podem ser atribuídas às demais receitas financeiras obtidas pela União, como o recebimento de juros do pagamento das dívidas de entes subnacionais.

Receita Própria Financeira*	35,8	2,0%
Outras**	24,0	1,3%
Estimativa da origem dos recursos	1.791,0	100,0%

* Incluímos apenas as receitas próprias financeiras pois as primárias já foram consideradas no déficit primário

** A linha “outras” é a linha de ajuste para se chegar ao valor total financiado.

Fonte: Elaboração própria

Ao adicionar as principais despesas financeiras (vencimentos da DPF e honras e garantias) por critério de caixa, chegamos a uma necessidade de financiamento total do Governo Central de R\$ 1.791,0 bi (tabela 14), o que correspondia à 24% do PIB⁶⁵.

Pela tabela 14, fica claro que o governo federal financiou o enorme déficit nas contas públicas de 2020, boa parte gerado pelos gastos advindos do combate à COVID-19 (R\$ 524,0 bi) por dois instrumentos principais:

- a) as emissões de títulos públicos no mercado interno (R\$ 1.296,5 bi); e
- b) a transferência de resultado do BC ao Tesouro (R\$ 349,7 bi).

Somados, os dois instrumentos financiaram 91,9% da necessidade do Governo Central no ano de 2020. Sem as mudanças no patamar das emissões e sem as alterações legais realizadas, o governo não teria como financiar os gastos emergenciais advindos do combate à pandemia da COVID-19.

4. Conclusões

O ano de 2020 foi de extrema dificuldade tanto para a população quanto para o governo federal. A pandemia da COVID-19 reduziu as receitas e elevou o gasto público, gerando um déficit primário de R\$ 745,3 bi para o Governo Central e uma necessidade de financiamento total próxima de R\$ 1,8 trilhões (24% do PIB), dos quais R\$ 524,0 bi originados por ações de combate à pandemia e seus efeitos.

Considerando o arcabouço legal brasileiro com suas regras fiscais, as fontes tradicionais de financiamento do déficit público são as seguintes:

- Receita própria (arrecadação, concessões, dividendos, outras receitas);
- Disponibilidade em caixa de anos anteriores;
- Transferências do Banco Central para o Tesouro; e
- Emissão de títulos públicos (Dívida Pública Federal).

65 PIB de 2020: R\$ 7,44 trilhões, de acordo com a prévia do IBGE em outubro/2021.

Em situações normais, o financiamento de déficit da magnitude observada em 2020 seria proibido pelas regras fiscais vigentes, tendo em vista tantos as limitações do gasto público (teto de gastos, LRF etc) quanto as limitações ao financiamento do gasto (limitação de financiamento do Tesouro pelo BC, a Regra de Ouro e limite para operações de crédito). Porém, como o ano de 2020 foi atípico, com decretação de calamidade pública nacional e a necessidade de gastos emergenciais, as cláusulas de escape previstas nas regras fiscais foram utilizadas e, juntamente com as mudanças constitucionais realizadas pela EC nº 106/2020, quebraram temporariamente as restrições legais permitindo a realização dos gastos e seu financiamento.

Assim, a necessidade de financiamento do Governo Central e suas fontes de financiamento terminaram o ano de 2020 da seguinte forma:

Tabela 15 - Estimativas de Necessidade de Financiamento Gov. Central e suas Fontes - 2020

Estimativa da Necessidade de Financiamento Gov. Central (R\$ bi)	2020
Déficit Primário de 2020	745,3
Vencimentos da DPMFi	1.017,7
Vencimentos da DPFe	14,7
Honras e Garantias	13,3
Estimativa da Necessidade de Financiamento total	1.791,0

Estimativa das Fontes de Financiamento (R\$ bi)	2020	Partic.
Varição Conta Única - Disponibilidade de Caixa de anos anteriores	-13,8	-0,8%
Emissões DPMFi	1.296,5	72,4%
Emissões DPFe	32,4	1,8%
Resultado do BC transferido ao Tesouro	349,7	19,5%
Remuneração da Conta Única	66,4	3,7%
Receita Própria Financeira*	35,8	2,0%
Outras**	24,0	1,3%
Estimativa da origem dos recursos	1.791,0	100,0%

* Incluímos apenas as receitas próprias financeiras pois as primárias já foram consideradas no déficit primário

** A linha "outras" é a linha de ajuste para se chegar ao valor total financiado.

Fonte: Elaboração própria

Com a permissão emergencial temporária, o governo federal foi autorizado a financiar os gastos ao combate da COVID-19 utilizando-se principalmente da emissão de títulos públicos e do recebimento de R\$ 325 bi da Reserva de Resultado do Banco Central, que foi de extrema importância para prover a liquidez necessária e reduzir a pressão sobre os leilões de títulos realizados pelo Tesouro. Vale lembrar que quanto maior a necessidade de emissão de títulos, maior os prêmios cobrados pelo mercado para aceitar sua colocação. Com o recebimento de R\$ 325 bi do BC direcionados para o pagamento da dívida que vencia, o Tesouro precisou emitir menos títulos ao mercado.

Outra medida importante para reduzir a pressão sobre os leilões de títulos do Tesouro foi a permissão constitucional temporária prevista na EC nº106/2020 de compra de títulos pelo BC. Apesar de não ter sido utilizada, ela criou uma fonte alternativa de financiamento que ficou à disposição do governo para o caso da pandemia se agravar e o mercado se negar a continuar financiando os gastos.

Além disso, a EC nº 106/2020 criou regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações para atender as necessidades da pandemia durante o período de calamidade pública decretado pelo Congresso Nacional. Juntamente com a autorização para não cumprir o teto de gastos, dispensou as limitações legais (compensações, estimativas de impacto) para a criação/expansão de despesas ou renúncia de receitas, possibilitando que o governo federal ampliasse os gastos para enfrentar a calamidade, o que, por outro lado, exigiu uma mudança na estratégia de financiamento dos gastos.

O alto volume de emissões acabou alterando o perfil da DPF, sobretudo aumentando a concentração de dívida a vencer no curto prazo. O percentual de vencimento em 12 meses da DPF passou de 18,7% (dez/2019) para 27,6% (dez/2020) e o seu prazo médio passou de 4,0 para 3,6 anos no mesmo período. Porém, a alta reserva de liquidez (colchão da dívida), a predominância de dívida interna e a profundidade e organização do mercado de títulos públicos mostraram-se mecanismos importantes para permitir o financiamento dos gastos sem maiores sobressaltos.

Os desafios foram grandes, mas a principal lição deixada pela pandemia da COVID-19 em relação ao financiamento do Governo Central foi a de que em situações emergenciais onde o gasto público tiver que dar um salto temporário, haverá a necessidade de adotar as seguintes medidas:

1. Promulgar Emenda Constitucional que:
 - a. quebre temporariamente as regras legais que limitam o gasto público/renúncia de receitas (teto de gastos, LRF, etc) para as despesas emergenciais; e
 - b. permita o financiamento do BC para o Tesouro temporariamente e apenas para as despesas emergenciais.
2. Decretar estado de calamidade que dispense as cláusulas de escape da regra que limita as operações de crédito e da regra de atingimento das metas fiscais da LRF; e
3. Aprovar pedido de crédito especial ou suplementar para cumprir a Regra de Ouro.

Esperamos e desejamos que pandemias como a da COVID-19 não voltem a acontecer, mas temos que estar preparados para agir caso aconteçam.

Referências Bibliográficas

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2020). “Demonstrações Financeiras – 31 de dezembro de 2019”. <https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/balanceteslai/Demonstra%C3%A7%C3%B5es%20Financeiras%20BCB%20-%2031.12.2019.pdf>, acesso em 02/10/2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2021a). “Demonstrações Financeiras – 31 de dezembro de 2020”. <https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/balanceteslai/Demonstra%C3%A7%C3%B5es%20Financeiras%20BCB%20-%2031.12.2020.pdf>, acesso em 02/10/2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2021b). “Demonstrativo de variação das reservas internacionais”. <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>, acesso em 04/10/2021.
- BROCHADO, ACAUÃ E OUTROS (2019). “Regras Fiscais: Uma proposta de arcabouço sistêmico para o caso brasileiro”. Texto para Discussão nº 31 (2019) - Secretaria do Tesouro Nacional.
- CONGRESSO NACIONAL (2020). “Glossário de Termos Orçamentários”. Brasília/DF: Grupo de Trabalho Permanente de Integração da Câmara dos Deputados com o Senado Federal. Subgrupo Glossário Orçamentário, 2020.
- FIOCRUZ (2021). “O que é uma pandemia.” <https://www.bio.fiocruz.br/index.php/br/noticias/1763-o-que-e-uma-pandemia> , acesso em 24/09/2021.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL - FMI (2017). “Fiscal Rules Dataset 1985 – 2015”. <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm#:~:text=A%20fiscal%20rule%20imposes%20a,fiscal%20responsibility%20and%20debt%20sustainability>, acesso em 05/10/2021.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL - FMI (2018). “The Emergence of a Second Generation of Fiscal Rules”. Staff Discussion Note, FMI, 2018.
- GOBETTI, Sergio Wulff (2014). “Regras Fiscais no Brasil e na Europa: Um estudo comparativo e propositivo”. Texto para discussão nº 2018 IPEA, Brasília.
- KELL, Michael (2001). “An assesment of fiscal rules in the United Kingdom”. International Monetary Fund. Working Papers, WP 01/91.

KEYNES, J. M. (1980). “Activities 1940-1946 shaping the Post-War World: Employment and Commodities”. The Collected Writings of J. M. Keynes, vol. XXVII. London: Macmillan, 1980.

KOPITS, George e SYMANSKY, Steven (1998) “Transparency in government Operations”. International Monetary Fund. Occasional Paper nº158.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA (2020). “Prestação de Contas do Presidente da República de 2019”. <https://www.gov.br/cgu/pt-br/assuntos/auditoria-e-fiscalizacao/avaliacao-da-gestao-dos-administradores/prestacao-de-contas-do-presidente-da-republica/arquivos/2019-1/pcpr-2019-livro.pdf> , acesso em 12/10/2021.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA (2021). “Prestação de Contas do Presidente da República de 2020”. <https://www.gov.br/cgu/pt-br/assuntos/noticias/2021/04/cgu-divulga-prestacao-de-contas-do-presidente-da-republica-de-2020/pcpr-2020.pdf> , acesso em 03/10/2021.

SECRETARIA DE ORÇAMENTO FEDERAL (2020). “MTO 2020 14versao. Manual Técnico de Orçamento – MTO 2020”. Ministério da Economia – Secretaria de Orçamento Federal, disponibilizada em 14/08/2020 em: <https://www1.siop.planejamento.gov.br/mto/doku.php/mto2020> , acesso em 02/10/2021.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL (2019). “Relatório Especial: Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central”. https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO:29828 , acesso em 28/09/2021.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL (2020a). “Relatório Resumido da Execução Orçamentária - RREO”. https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-resumido-da-execucao-orcamentaria-rreo/2019/12?ano_selecionado=2019 , acesso em 02/10/2021.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL (2020b). “Relatório Anual da Dívida – RAD 2019”. https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/31542?ano_selecionado=2019 , acesso em 27/09/2021.

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL (2021a). “Resultado do Tesouro Nacional”. <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/estatisticas-fiscais-e-planejamento/resultado-do-tesouro-nacional-rtn> , acesso em 27/09/2021.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (2021b). “Relatório Anual da Dívida – RAD 2020”. <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2020/114> , acesso em 27/09/2021.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (2021c). “Painel da Regra de Ouro da União”. <https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/execucao-orcamentaria-e-financeira/lei-de-responsabilidade-fiscal-lrf> , acesso em 30/09/2021.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (2021d). “Relatório de Gestão Fiscal - RGF”. <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/rgf-em-foco-uniao/2021/28> , acesso em 27/09/2021.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (2021e). “Monitoramento dos Gastos da União com Combate à COVID-19”. <https://www.tesourotransparente.gov.br/visualizacao/painel-de-monitoramentos-dos-gastos-com-covid-19> , acesso em 03/10/2021.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (2021f). “Relatório Resumido da Execução Orçamentária - RREO”. https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-resumido-da-execucao-orcamentaria-rreo/2020/12?ano_selecionado=2020 , acesso em 02/10/2021.