



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas
Departamento de Economia

**A APLICAÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS NA ECONOMIA:
UMA ANÁLISE SOB A PERSPECTIVA DO PENSAMENTO ECONÔMICO E DA
EXPERIÊNCIA BRASILEIRA**

Rodrigo de Freitas de Sousa

Brasília/DF

2025

Sumário

Sumário.....	2
1. Introdução.....	3
2. Teoria Monetária.....	4
2.1. Vertentes Econômicas.....	5
2.1.1. Ortodoxia.....	5
2.1.2. Heterodoxia.....	7
3. Política Monetária.....	10
3.1. Novos-Clássicos.....	11
3.2. Pós-Keynesiano.....	13
3.3. Operacionalidade da Política Monetária.....	15
4. Política Fiscal.....	23
4.1. Crowding In e Crowding Out.....	24
4.2. Dívida Pública.....	27
5. Mercados Financeiros.....	30
5.1. Mercado de Títulos Públicos.....	32
6. Conclusão.....	37
7. Referências.....	42

1. Introdução

Este trabalho busca analisar como a autoridade monetária e a autoridade fiscal operam a política econômica de um país por meio da aplicação dos títulos públicos, bem como investigar as dicotomias teóricas entre a ortodoxia e a heterodoxia direcionada à teoria monetária e apurar a atuação do Estado nos instrumentos de estabilidade econômica, a política monetária e a política fiscal, apresentando a experiência brasileira como material empírico do presente estudo. O fio condutor que dá a economia a bifurcação estudada no pensamento econômico será a Lei de Say, frase atribuída a Jean-Baptiste Say, que diz: “A oferta cria sua própria demanda”, e a Teoria Quantitativa da Moeda - TQM, expressa pela equação, $Mv=Py$, onde ambas são aceitas pela ortodoxia e rejeitadas pela heterodoxia.

A importância deste estudo reside na necessidade de compreender como os títulos públicos são utilizados tanto para o cumprimento dos objetivos da política monetária quanto para o financiamento da política fiscal. Assim, do ponto de vista da autoridade monetária, destaca-se o papel dos títulos nas operações de mercado aberto, instrumento essencial para o alcance das metas operacionais e intermediárias, já sob a ótica da autoridade fiscal, ressalta-se a importância da emissão primária de títulos como mecanismo de financiamento do endividamento público, componente vinculado a dívida pública.

O título público, definido como um recurso de financiamento do governo, é o método mais usual para operar-se em política monetária, utilizado para alcançar a taxa de juros estipulada pela autoridade monetária, pois quando há compras de títulos, há injeção de moeda em circulação e, conseqüentemente, redução da taxa de juros, por outro lado, caso haja venda de títulos públicos, há redução monetária e aumento da taxa de juros. A dívida pública, definida como o estoque de obrigações financeiras assumidas pelo Estado, permite à autoridade fiscal, distribuir, ao longo do tempo, os custos de projetos públicos ou à correção de desequilíbrios orçamentários, pois, por meio da emissão de títulos públicos, torna-se possível que diferentes gerações contribuam para o financiamento e pagamento dessa dívida.

No Brasil, a autoridade monetária, na figura do Banco Central - Bacen, e a autoridade fiscal, na figura da Secretaria do Tesouro Nacional - STN, relacionam-se, na emissão e negociação de títulos públicos, pois somente o Tesouro Nacional possui a prerrogativa de emissão de títulos públicos federais, cabendo ao Banco Central somente a atuação no mercado aberto, ambas as instituições atuam de forma coordenada na condução da política econômica, contando com o suporte dos *Dealers*, instituições financeiras autorizadas a operar diretamente

com o Banco Central e o Tesouro Nacional, os quais desempenham um papel estratégico nas negociações no mercado de títulos públicos.

A estruturação dos capítulos a respeito do objeto supracitado ocorrerá da seguinte maneira:

Primeiramente, reuniram-se os argumentos das escolas neoclássicas, pós-keynesianas e marxistas, abordando os argumentos de discordância e concordância para com a Lei de Say e da TQM, como também para a prática de entesouramento e a dicotomia ou inter-relação entre o real e o monetário. Segundamente, serão abordadas as perspectivas novos-clássicas, para a ortodoxia, e pós-keynesiana, para a heterodoxia, no que tange a política monetária, e como a autoridade monetária de maneira geral ou orientada às peculiaridades do Brasil, atua sobre os instrumentos de política monetária, destacando-se entre eles, os títulos públicos. Ademais, no terceiro capítulo, discorre-se sobre a política fiscal e a dívida pública, apresentando as noções de arrecadação, gasto e emissão dos títulos públicos, e sobre a abordagem ortodoxa e heterodoxa para o controle e redução da dívida pública, evidenciando o panorama brasileiro e os efeitos *crowding in* e *crowding out*. No quarto capítulo, se expõe o mercado financeiro e as classificações que delimitam-o no mercado de títulos públicos, este por sua vez apresenta como ocorre as operações de compra e venda primárias para as pessoas físicas, via Tesouro Direto, para as instituições financeiras, fundos e seguradoras, via Leilões da dívida pública, e para os não residentes do país, além de catalogar os diferentes tipos de títulos no Brasil. Por fim, são associadas algumas conclusões sobre o tema.

2. Teoria Monetária

A compreensão sobre o que é a moeda e as suas funções são necessárias para o estudo da teoria monetária, peça inicial para o estudo deste trabalho que iniciará destrinchando as vertentes da economia, para, posteriormente, investigar as aplicações dos títulos públicos nos instrumentos de estabilidade econômica, utilizando a experiência brasileira como referência nas negociações de compra e venda de títulos da dívida pública nos mercados primários e secundários.

Pela definição descrita no livro *Economia Monetária e Financeira - Teoria e Política* de Fernando Cardim et al. (2015), a moeda é compreendida como um objeto concebido para sanar uma necessidade social decorrente da divisão do trabalho. Assim, a moeda torna-se um intermediário de trocas, uma das funções da moeda, separando as transações comerciais em operações de compra e venda, permitindo um sistema de trocas indiretas em contraponto ao sistema de trocas diretas em que compra e venda ocorrem simultaneamente.

Os autores do livro também apresentam as funções de meio de pagamentos, unidade de conta e reserva de valor que, respectivamente, permite que vendas e compras sejam feitas em datas diferentes, padronizar os contratos e dá ao detentor da moeda a possibilidade de retê-la por longos períodos sem qualquer custo.

A definição de moeda e suas funções passam por interpretações diferentes de acordo com a vertente econômica adotada, acarretando também em divergências sobre a exogeneidade ou endogeneidade da moeda e a neutralidade ou não neutralidade dela. Estas discussões foram concebidas pela economia há séculos e persistem até os dias de hoje, com embates seminais realizados entre bulionistas e antibulionistas ou entre a Currency School e Banking School, ambos ocorridos durante o século XIX, de Marx e Ricardo e de Keynes contra os neoclássicos.

2.1. Vertentes Econômicas

Dado ao exposto, as diferentes interpretações sobre a Ciência Econômica acarretam na subdivisão do campo de estudo em duas vertentes econômicas. Segundo Mollo (2002), as vertentes no estudo da economia diferenciam-se entre ortodoxia e heterodoxia, devido às discordâncias em relação a aceitação e interpretação da Lei de Say e da Teoria Quantitativa da Moeda - TQM, sendo a ortodoxia¹, considerada como a vertente *mainstream*, isto é, a corrente dominante, representada, pelos neoclássicos, novos clássicos e novos keynesianos, e, por sua vez, a heterodoxia² representada pelos marxistas e pós-keynesianos.

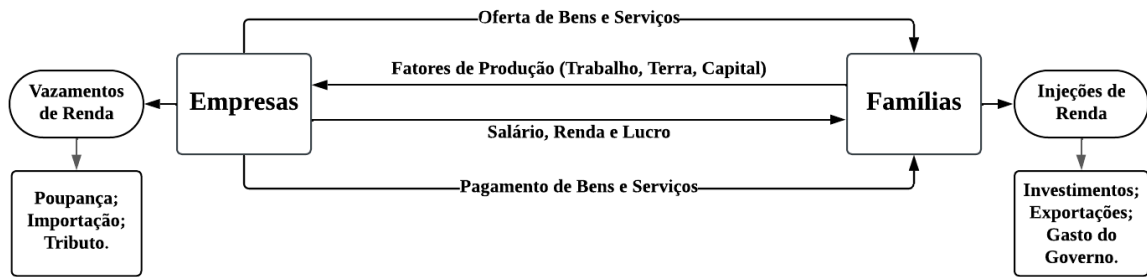
2.1.1. Ortodoxia

A Lei de Say, teoria basilar do pensamento ortodoxo formulada por Jean-Baptiste Say, garante que toda oferta gera sua própria demanda, em outras palavras, esta lei afirma que o processo de produção de bens e serviços também gera os salários, as rendas e os lucros, que são utilizados para remunerar os bens e serviços produzidos (MOLLO, 2002).

¹ Há outros exemplos de escolas ortodoxas na história do pensamento econômico, como, por exemplo, os economistas clássicos. Adam Smith e David Ricardo fazem parte desta escola (Hunt, 1982).

² Há outros exemplos de escolas heterodoxas na história do pensamento econômico, como, por exemplo, a Economia Institucionalista de Clarence E. Ayres. (Hunt, 1982)

Figura 1 - Representação da Lei de Say



Elaboração: Própria

A representação acima da Lei de Say, semelhante ao fluxo circular da renda, segue o mesmo raciocínio supracitado, acrescentando a relação de remuneração dos fatores de produção, no qual o salário remunera o trabalho, a renda é oriunda da posse de terras e o capital promove o lucro, que, por conseguinte, serão utilizados como pagamento dos bens e serviços. Além disso, há os vazamentos e injeções de renda, desvios que não alteram a relação de equilíbrio da Lei de Say, pois são compensados entre si.

Prosseguindo a análise, Maria de Lourdes Mollo em "*Lecturas de Economia*" (2002), denota que na ortodoxia, há uma postura considerada irracional e que caso fosse aceita interromperia o fluxo circular da renda, o entesouramento. Segundo Mollo, o entesouramento, pela perspectiva ortodoxa, não é compreendido como um dos destinos da poupança, ou seja, o agente poupador poderia emprestar, investir, mas não irá entesourar a moeda, devido ao Mercado de Fundos de Empréstimos³, em que ao emprestar ou investir ganharia uma remuneração futura maior baseada no juros.

Desta forma, sem o entesouramento a moeda não causa problemas no funcionamento econômico e por definição seria neutra, não afetando a economia real, como também torna a velocidade da circulação de moeda constante, estável ou previsível, ou seja controlável pela autoridade monetária, dando a moeda a característica de exógena.

Estas conclusões em torno da Lei de Say alcançam outra teoria, a Teoria Quantitativa da Moeda - TQM, expressa pela equação, $Mv = Py$, onde M é a moeda, v a velocidade da circulação de moeda, P é o nível geral de preços e y é a produção real da economia. Neste sentido, a crença da moeda não afetar a economia real, e da velocidade da circulação ser controlável, determina que um aumento em M causaria, como resposta, um aumento no nível geral de preços, isto é, do nível inflacionário, esta é a conclusão dos ortodoxos em torno da

³ São exemplos de Mercado de Fundos de Empréstimos: O mercado de títulos, o mercado de ações, os bancos e os fundos mútuos. (Mankiw, 2013).

TQM, a inflação é causada por excesso de moeda e por ser controlada pela autoridade monetária esta instituição é a responsável pela inflação, sendo a atuação da autoridade monetária na emissão de moeda desnecessária e nociva para a economia.

Portanto, como o monetário não afeta o real, pois a moeda não afeta a produção, cria-se, para os ortodoxos, a dicotomia entre o real e o monetário. Esta dicotomia, em outras palavras, é justificada porque os economistas neoclássicos analisam a moeda como mero meio de troca, inserida em uma economia de troca direta com a utilidade indireta de adquirir bens (MOLLO, 2003), que possuem equivalência entre si sem qualquer interferência da moeda.

Todavia, em resposta a revolução keynesiana, que será destrinchada a seguir, a ideia de exogeneidade e neutralidade da moeda foram repaginadas, restringindo-se somente ao longo prazo, “vale destacar que, sob o ponto de vista ortodoxo, a moeda pode afetar temporariamente o produto real antes que os efeitos da variação da quantidade em circulação afetem o nível de preços.” (FREDDO e AMADO, 2016, p.40). As escolas do pensamento econômico ortodoxo que reconhecem a possibilidade de a moeda provocar desvios no curto prazo podem ser organizadas, em ordem decrescente conforme a relevância atribuída à moeda, da seguinte forma: escola Monetarista, Novo-Keynesiana e Novo-Clássica.

2.1.2. Heterodoxia

Partindo para a análise heterodoxa da economia, esta vertente econômica tem por característica a negação da Lei de Say e a rejeição dos pressupostos e conclusões da Teoria Quantitativa da Moeda, alegando que há motivos para o entesouramento, classificando-o como racional.

A heterodoxia ainda difere-se da ortodoxia por enxergar uma inter-relação entre o real e o monetário (MOLLO, 1994), pois para estes economistas com a existência do entesouramento a velocidade da circulação de moeda não pode ser controlada, e, conseqüentemente, a moeda perde o pressuposto de exogeneidade. A não neutralidade aparece na análise heterodoxia como forma de compensar a equação apresentada, $Mv = Py$, pois como nem toda manipulação em M é respondida igualmente em P , o monetário, ou seja, a moeda passa a impactar a economia real.

A defesa da existência do entesouramento e da inter-relação entre o real e o monetário será exposta neste trabalho de duas maneiras distintas. A primeira abordará a defesa de John Keynes, precursor da escola pós-keynesiana, e a segunda irá expor o pensamento de Karl Marx, precursor da escola marxista.

Os escritos da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, publicado em 1936 por John Maynard Keynes, discorre sobre duas vertentes de decisões, a primeira delas, a propensão a consumir, relaciona-se com a parte da renda que cada indivíduo consumirá no presente e reservará para o futuro. A segunda decisão é em relação a parte reservada para o futuro, isto é, em qual forma o indivíduo conservará o poder de comando sobre o consumo futuro, em forma líquida imediata ou deixando a mercê da situação futura do mercado, em outras palavras, a segunda decisão mede o grau de preferência pela liquidez do indivíduo.

Ainda sobre o tema de preferência pela liquidez, o economista irá relacionar este conceito com o entesouramento ao aproximar ambos, o teórico chega a determinada conclusão por meio de uma pequena adequação do termo.

“O conceito de entesouramento pode ser considerado uma primeira aproximação do conceito de preferência pela liquidez. De fato, se substituíssemos “entesouramento” por “propensão a entesourar”, chegaríamos, substancialmente, ao mesmo resultado.”
(KEYNES, 1996, p. 179)

Neste sentido, o autor define uma condição necessária para a existência da propensão a entesourar moeda como meio de conservação de riqueza, a existência da incerteza quanto ao futuro da taxa de juros. Esta condição necessária, relaciona-se com três motivos também definidos pelo economista, relacionando-se em um grau maior com o último motivo apresentado.

(i) O motivo-transação, que pode ser subdividido em motivo-renda, em que o recurso líquido é conservado para garantir a transição entre o recebimento e o desembolso da renda, e em motivos-negócio, para assegurar o intervalo entre o momento em que começam as despesas e o do recebimento do produto das vendas. (ii) No motivo-precaução, com o intuito de assegurar os indivíduos em contingências inesperadas, em oportunidades imprevistas e no momento de honrar uma obrigação estipulada em dinheiro. (iii) Por último, o motivo-especulação, que manifesta o propósito de adquirir lucros por conhecer melhor que o mercado o que trará o futuro.

Este último motivo, aproxima-se da pergunta de pesquisa deste trabalho, a aplicação dos títulos da dívida pública na política econômica, e da relação da preferência pela liquidez com a taxa de juros, pois, ainda nas palavras do economista, enquanto os motivos transação e precaução são satisfeitos por um volume de moeda oriundo da atividade geral do sistema econômico e do nível da renda, o motivo-especulação varia de acordo com a taxa de juros. A relação de ambos ocorre no sistema bancário, pois quando há compras de títulos, há injeção

de moeda em circulação e, conseqüentemente, redução da taxa de juros, por outro lado, caso haja venda de títulos públicos, há redução monetária e aumento da taxa de juros.

Prosseguindo para a análise sobre a inter-relação entre a economia real e a economia monetária, no pensamento Keynesiano, o precursor da teoria retorna a análise da preferência pela liquidez, relacionando-a com o investimento e a taxa de juros (MOLLO, 2003), sendo o primeiro, caso realizado, um gerador de rendas e este último determinado pela oferta e demanda de moeda, distinguindo-se do pensamento neoclássico que enxerga a taxa de juros baseada em preferências intertemporais e tecnologia.

“A taxa de juros é, para Keynes, um fenômeno monetário, no sentido de que decorre da preferência pela liquidez, da demanda de moeda como reserva de valor. Tal demanda embute alto grau de subjetividade dos agentes, pois decorre da necessidade destes de obter garantias contra a incerteza que envolve a economia. Interferindo no investimento, essa taxa de juros monetária faz a ponte entre as esferas monetária e real, eliminando assim a dicotomia entre o real e o monetário, característica do pensamento neoclássico.” (MOLLO, 2003, p.472).

Desta forma, finalizada a exposição a respeito do entesouramento e da inter-relação entre o real por parte do pensamento keynesiano, apresenta-se a visão marxista que também defende ambas implicações.

Na principal obra de Karl Marx, O Capital, o autor, ao discorrer sobre a possibilidade de entesouramento apresenta dois motivos que justificam sua análise, porque para o economista, “a mercadoria é vendida não para comprar mercadoria, mas para substituir a forma-mercadoria pela forma-dinheiro.”(MARX, 2013, p.158), validando socialmente a mercadoria produzida na esfera privada, este motivo é denominado de contradição privado-social. O segundo motivo, trata-se do poder social intrínseco da moeda “o dinheiro é desprovido de limites, quer dizer, ele é o representante universal da riqueza material, pois pode ser imediatamente convertido em qualquer mercadoria.” (MARX, 2013, p.159), ou seja, podendo ser convertido em qualquer mercadoria, o dinheiro garante a existência do indivíduo no regime capitalista.

Estes motivos evidenciam a possibilidade de entesouramento, pois demonstram que o dinheiro passa a ser valorizado não apenas como meio de troca, mas como fim em si mesmo. Isso ocorre porque a contradição entre a produção privada e a necessidade de validação social da mercadoria no mercado exige a realização da mercadoria na forma dinheiro, forma que confere legitimidade social ao trabalho realizado. Além disso, o poder social da moeda se

expressa na sua capacidade de representar a riqueza de forma universal, tornando-se um meio de acesso potencial a todas as demais mercadorias.

Dessa forma, o entesouramento surge como uma tendência inerente ao próprio movimento do capital, visto que o dinheiro é retido sem a intenção imediata de realizar novas trocas, mas justamente por seu poder e validação social. Esta retenção, ainda que interrompa momentaneamente a circulação expressa na lógica capitalista de valorização do valor, ainda torna o entesouramento uma expressão possível e necessária do próprio funcionamento do capital.

Por último, mas não menos importante, a inter-relação da economia monetária e da economia real em Marx dispensa as análises sobre a taxa de juros, uma notável diferença com o pensamento de Keynes. Para a teoria marxista, a economia é detonada como produtora de mercadoria (MOLLO, 2003), e dado a existência da contradição privado-social, a economia capitalista produtora de mercadoria é também uma economia monetária.

Portanto, devido ao processo de produção e circulação de valor do sistema capitalista, (D - M ... P ... M' - D'), em que as fases de circulação D - M e M' - D', começam e terminam, respectivamente, com a moeda, equivalente geral do dinheiro, não é possível pensar em uma economia capitalista sem o monetário afetando o real, pois o mesmo encontra-se em ambas esferas de circulação do sistema.

3. Política Monetária

De modo geral, a Política Monetária é um instrumento de Política Econômica utilizado pela autoridade monetária no controle da liquidez, atuando como contracionista quando há uma redução da liquidez e expansionista caso haja um aumento de liquidez, influenciando o comportamento da economia de forma sutil e tênue.

Segundo a definição empregada na rede de comunicação do Senado Federal⁴, a política monetária é o conjunto de decisões por meio das quais os governos e suas instituições, na figura dos bancos centrais, controlam a oferta de moeda na economia. O controle de liquidez ocorre através da principal variável operacional utilizada por esta política, a taxa básica de juros de curto prazo, que acaba direta ou indiretamente afetando todos os setores da economia. A elevação da taxa básica de juros tende a desencorajar a atividade econômica e é geralmente utilizada em situações de alta da inflação, já em contextos de

⁴ Fonte: <https://www12.senado.leg.br/manualdecomunicacao/guia-de-economia/politica-monetaria>.

recessão, costuma-se adotar uma política monetária expansionista, equivalente à redução da taxa básica de juros.

Nos Capítulos 7 a 10 de Fernando Cardim et al. (2015), discutem os aspectos teóricos da política monetária pós-keynesiana, monetarista e novo-clássica. Ademais, nos capítulos 12 a 14, os autores denotam a operacionalidade da Política Monetária, destacando os objetivos e instrumentos, bem como a formação da taxa de juros

Neste sentido, utilizando a argumentação dos autores, este tópico terá como objetivo apresentar as interpretações e percalços da Política Monetária na visão novo-clássica, para a vertente ortodoxa, e na visão pós-keynesiana, para a vertente heterodoxa, incluindo algumas observações a respeito do tema na ótica novo-keynesiana e marxista. Em seguida, haverá uma abordagem a respeito da operacionalidade da política monetária, com o intuito de ressaltar as particularidades deste instrumento de estabilidade econômica.

3.1. Novos-Clássicos

Os teóricos do novo-classicismo⁵ diferem das teorias monetaristas de Friedman, basicamente em relação às expectativas, pois para a corrente monetarista, as expectativas seriam adaptativas, isto é, utilizam exclusivamente das informações oriundas do passado, já para os novos clássicos⁶, o *backward-looking*, olhar para trás, e o *forward-looking*, olhar para o futuro, são necessários para a construção das expectativas dos agentes, dando origem à hipótese de expectativas racionais.

Neste sentido, ao introduzir o conceito de expectativas racionais, Robert Lucas, argumenta que os agentes antecipam os efeitos das políticas monetárias, modificando o resultado esperado, pois “ao se afirmar que as expectativas são racionais supõe-se que todo e qualquer agente possui o mesmo modo de entender a economia e que tal modo corresponde à verdadeira forma de operação da economia.” (CARDIM et al., 2015, p.128).

Isso torna ineficazes as intervenções previstas nestes modelos que usam as expectativas racionais, já que os resultados esperados são alterados pela própria antecipação dos agentes, comprometendo o impacto das políticas monetárias para alterar variáveis reais, como por exemplo, o nível de emprego e o produto. Ademais, como consequência das expectativas racionais, a teoria novo-clássica surge com outra hipótese que corrobora com o modelo de ineficácia da política monetária, a existência de uma taxa natural de desemprego.

⁵ Os Novos-Keynesianos também são adeptos da hipótese de expectativas racionais por parte dos agentes. Contudo, diferenciam-se dos Novo-Clássicos, porque para eles há uma falha no ajuste imediato dos preços e dos salários no equilíbrio da oferta e da demanda, atrasando a resposta do mercado em relação à alguma alteração macroeconômica, ou seja, o mercado torna-se auto-regulado somente no longo prazo. (Mankiw, 1990).

⁶ Estes são representados por Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace. (Fernando Cardim et al., 2015).

A função oferta de Lucas, nome dado a este estudo, conclui que U_t , taxa corrente de desemprego, será sempre igual à U_n , taxa natural de desemprego, se os agentes conhecerem a regra de variação do estoque monetário e se não houver nenhum choque de demanda. Pois devido às expectativas racionais, “as decisões de políticas monetárias expansionistas conhecidas pelos agentes não provocam qualquer aumento no nível de emprego e do produto real – causam simplesmente aumento do nível geral de preços equivalente ao aumento do estoque de moeda.” (CARDIM et al., 2015, p.131).

Entretanto, apresentado um viés de contraponto, os autores apresentam as ideias de Sargent e Wallace (1981) sobre a eficácia da política monetária de surpresa, que diferentemente do pensamento keynesiano, que será apresentado a seguir, nesta visão somente as políticas monetárias que causam surpresa aos agentes poderiam provocar efeitos reais na economia, porque haveria decepção das expectativas de variação do estoque monetário e, conseqüentemente, de variação do nível de preços, pois no modelo novo-clássico, os agentes privados erram só quando são surpreendidos, sendo a surpresa fruto da introdução de novas variáveis no mundo real ou da alteração inesperada da magnitude de variáveis já existentes.

A eficácia da política monetária de surpresa estaria presente somente no curto prazo, já que transcorrido o período necessário para o entendimento da verdadeira operação econômica, a produção voltaria ao patamar original e a taxa de desemprego corrente igualaria-se à taxa natural.

Portanto, os efeitos desta decisão de política monetária expansionista de surpresa, restringiriam-se, no longo prazo, ao aumento do nível de preços da economia. Desta forma, a escola das expectativas racionais sugere que o governo deve evitar a implementação de qualquer política monetária que não esteja pautada por regras plenamente conhecidas, pois mesmo que haja a possibilidade de afetar as variáveis reais através do uso da política monetária, a realização de políticas de surpresa criam um ambiente de incertezas e desconfianças em relação ao comportamento do governo.

“Sendo assim, muitos adeptos da economia novo-clássica se dedicaram nos últimos anos à elaboração de propostas de organização do Banco Central e de condução da política monetária capazes de reduzir os estímulos à implementação de políticas de surpresa monetária. As mais importantes propostas são a criação de bancos centrais independentes e a utilização de metas de inflação como objetivo da política monetária.”(CARDIM et al., 2015, p.135).

3.2. Pós-Keynesiano

Direcionado para a análise da heterodoxia⁷, Cardim et al. (2015) afirmam que os pós-keynesianos consideram a política monetária capaz de alterar o emprego e o produto real, ideia contrária ao pensamento novo-classicista explicado acima, já que para Keynes a moeda não é neutra nem no curto nem no longo prazo. Assim, discorrendo mais sobre a política monetária keynesiana, são apresentados três instrumentos que a autoridade monetária possui para atingir seus objetivos.

“As autoridades monetárias têm à sua disposição três instrumentos para atingir seus objetivos: (a) a fixação compulsória de reservas bancárias; (b) a determinação da taxa de juros das operações de redesconto (e empréstimos de liquidez); e (c) as operações de compra e venda de títulos públicos.” (CARDIM et al., 2015, p.90).

Desta forma, os dois primeiros meios afetam a capacidade de os bancos comerciais de conceder crédito de curto prazo, possibilitando que as empresas consigam resgatar moeda através de empréstimos para sanar quaisquer necessidades de recursos imediatos, como o pagamento de salários e/ou a compra de insumos.

Esta necessidade de antecipação de receita por parte das firmas ocorre ao considerar que os fundos acumulados por essas empresas estão alocados em ativos financeiros que raramente oferecem a possibilidade de resgate no exato momento em que os recursos são necessários. Por sua vez, os bancos oferecem financiamento bancário, porque este tipo de empréstimo é altamente líquido, já que as firmas conseguem transformar rapidamente as mercadorias produzidas em dinheiro.

O último instrumento das autoridades monetárias, as operações de compra e venda de títulos públicos, afetam as decisões empresariais de investimento, pois dado que os investidores levam em consideração a rentabilidade esperada e a liquidez de um ativo, em um cenário de rentabilidade maior dos títulos públicos, em relação aos ativos ilíquidos, isto é, os ativos de capital, os detentores de recursos monetários optam pelos títulos públicos e, conseqüentemente, não irão realizar investimentos. Neste sentido, e parafraseando o que fora discorrido sobre a teoria monetária keynesiana, quando há compras de títulos, há injeção de

⁷ Sobre a política monetária marxista, é preciso salientar que Karl Marx não tratou diretamente sobre este tema, concentrando-se na análise do sistema capitalista, bem como na relação do sistema na esfera de produção, pois Marx, diferentemente dos teóricos novos-clássicos e de Keynes, antecedeu a consolidação deste tema. Há também uma distinção a respeito da teoria do dinheiro marxista e os ideais da política monetária, descritos neste presente trabalho, enquanto a teoria de Marx refere à natureza e função do dinheiro no capitalismo, a segunda se refere às ações do Estado ou de instituições para gerenciar a oferta de moeda e as taxas de juros. (SOUZA, Ana Livia Rodrigues de et al., 2023)

moeda em circulação e, conseqüentemente, redução da taxa de juros, por outro lado, caso haja venda de títulos públicos, há redução monetária e aumento da taxa de juros.

Contudo, para esta visão, as medidas que aumentam a oferta de fundos de empréstimos não necessariamente incentivam as empresas a buscarem crédito, isso acontece porque os agentes privados só mudariam seus portfólios para ativos ilíquidos se tivessem um motivo para tal, “uma máquina somente é adquirida quando o seu rendimento esperado é superior à taxa de juros, de tal forma que a sua iliquidez relativa seja compensada pela sua eficiência marginal do capital” (CARDIM et. al, 2015, p.90). Além disso, Keynes considerava essa política monetária, que promove a redução da taxa de juros, limitada, dado que somente funcionaria até o ponto em que não houvesse mais empresas com demanda reprimida por crédito para investimento.

Logo, as autoridades monetárias precisam de uma política que não apenas forneça fundos à economia, mas que também desperte o interesse dos agentes em tornar seus portfólios mais ilíquidos e rentáveis. Deste modo, o texto avança ao conceber a ideia de que há duas esferas de circulação da moeda na economia monetária⁸, a esfera industrial, onde a moeda realiza a função de meio de troca, fazendo o intermédio da compra e venda de bens e serviços e a esfera financeira, onde a moeda torna-se um ativo, movimentando os ativos financeiros.

Assim, o objetivo da política monetária pós-keynesiana é orientar os detentores de moeda ao investimento, para que a moeda saia da esfera financeira e entre na esfera industrial, passando de moeda-ativo para moeda meio de troca.

“Então, recomenda-se aumentar o estoque monetário da circulação financeira por meio de operações de mercado aberto para reduzir a taxa de juros dos ativos líquidos com o objetivo de estimular estratégias privadas de recomposição de portfólios. Em outras palavras, deve-se estimular a composição de portfólios que contenham itens comercializados na circulação industrial, que não são líquidos, mas que podem render lucros compensadores em relação aos juros oferecidos pelos ativos líquidos da circulação financeira.” (CARDIM et al., 2015, p.92).

Por fim, a análise pós-keynesiana da política monetária também apresenta cenários em que ela é eficaz ou ineficaz, devido às decisões por parte das firmas e indivíduos e dos bancos, de reter moeda ou comprar papéis financeiros, e exclusivamente do público não bancário de

⁸ Os autores, Fernando Cardim et al. (2015), utilizam, no desenvolvimento deste trecho, as escritas pertencentes ao Tratado da Moeda de Keynes.

comprar ativos de capital. A depender da postura escolhida pelo agente o resultado poderá ser pleno, nulo ou incerto em relação ao efeito no produto real.

Na hipótese de os agentes gerais e particulares entesourassem a moeda, haveria efeito nulo sobre o produto, já que os recursos não passariam da circulação financeira para a circulação industrial. Para a segunda opção os efeitos variaram em relação ao tipo de mercado ao qual o ativo financeiro seria comprado, caso a compra ocorresse no mercado secundário, o efeito seria nulo, se ocorresse no balcão de firmas não financeiras, o efeito seria pleno e se ocorresse no balcão de firmas financeiras, o efeito seria incerto. A última opção, neste caso restrita para as firmas e para os indivíduos, o resultado seria pleno, pois os recursos injetados pelas autoridades monetárias migrariam da circulação financeira para a circulação industrial.

A relação descrita neste parágrafo está representada na imagem a seguir:

Figura 2 - Os Efeitos da Política Monetária e as Decisões de Portfólio⁹

Opções Três Vias	Comportamento Decisões de Portfólio	Efeito sobre o Produto
1 ^a →	retenção de moeda	nulo
2 ^a →	aquisição de ativos financeiros em mercados secundários	nulo
	aquisição de ativos financeiros em mercados primários de firmas não financeiras	pleno
	aquisição de ativos financeiros de firmas financeiras em mercados primários	incerto
3 ^a →	aquisição de ativos ilíquidos	pleno

Fonte: Economia Monetária e Financeira - Teoria e Política / Elaboração: Fernando Cardim et al.

3.3. Operacionalidade da Política Monetária

Por fins didáticos, Fernando Cardim et al. (2015) divide a estrutura da política monetária em objetivos, metas e instrumentos, ressaltando que a atuação dentro desta estrutura analítica para o alcance de resultados e na escolha de variáveis operacionais, por parte da autoridade monetária, depende do referencial teórico adotado. O Novo Consenso Macroeconômico - NCM, que implica no Regime de Metas de Inflação - RMI, a Curva de Phillips, descrita como um *trade-off* manipulável entre inflação e desemprego, ou a hipótese da taxa natural de desemprego, são bons exemplos desta dicotomia, dado que a aceitação ou rejeição destes temas influenciam na condução da política monetária, pois evidencia a interpretação de que esta tem capacidade de afetar a longo prazo as variáveis reais da

⁹ Fonte: CARDIM et al., Fernando et al. Economia Monetária e Financeira - Teoria e Política. 3^a. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2015, p.93.

economia, como os níveis de produto e de emprego, ou se afeta apenas as variáveis nominais, como a inflação.

Em linhas gerais, desconsiderando o objeto de controvérsias teóricas da política monetária, além do alcance da estabilidade de preços, considerado o objetivo principal de diversos bancos centrais, esta política potencialmente pode promover alterações no nível de emprego, no crescimento econômico, na estabilidade da taxa de câmbio, na prevenção de falências bancárias, na manutenção da saúde do sistema financeiro e na manutenção da confiança dos investidores estrangeiros, dependendo do modo como será conduzida.

Sobre as metas da política monetária, divide-se em metas intermediárias e metas operacionais. As metas intermediárias servem para informar ao Banco Central se a política realizada será eficaz ou ineficaz, porque como a atuação desta política sobre a economia leva tempo para se concretizar, isto é, há um período de tempo em que a autoridade monetária não prediz a temporalidade do impacto efetivo de suas ações, é importante analisar o que ocorre entre o momento da decisão política e o cumprimento ou não dos seus objetivos.

Usualmente, há duas metas intermediárias, a taxa de juros de longo prazo e os agregados monetários, medidas de volume de moeda ou de crédito bancário, ambas metas intermediárias dão a autoridade monetária a noção de custos e disponibilidade de créditos, custo de oportunidade do dinheiro e o nível dos gastos dos agentes, indicadores que influenciam e corroboram com os objetivos finais dos bancos centrais, sintetizando os possíveis resultados, já que os objetivos não podem ser afetados diretamente pela política monetária, fornecendo ao banco central informações imediatas e contínuas para verificar se os instrumentos estão tendo o impacto desejado e permitindo aferir se as ações da política está na direção de uma política expansionista ou contracionista.

A determinação da taxa de juros básica de curto prazo e o controle das reservas bancárias agregadas são as metas operacionais, variáveis que correspondem ao resultado direto da operacionalização de um instrumento de política monetária, estando vinculada às metas intermediárias e aos instrumentos de política. Segundo Cardim et al. (2015), a autoridade monetária não consegue controlar simultaneamente a taxa básica de juros e o volume de reservas bancárias, pois ao intervir em uma dessas variáveis, a outra passa a funcionar como variável de ajuste.

Nesse sentido, embora alguns bancos centrais ainda adotem estratégias voltadas ao controle dos agregados monetários, visto que o mercado de reservas bancárias assemelha-se a uma conta-corrente de um pessoa física para os bancos, possibilitando o recebimento de débitos e créditos das demais instituições financeiras, do Tesouro Nacional e do Banco

Central. Na prática, a condução cotidiana da política monetária ocorre por meio da fixação da taxa de juros de curto prazo, que se configura como a verdadeira meta operacional.

As autoridades monetárias, como o *Federal Reserve System* - FED e Banco Central - Bacen, são as instituições responsáveis pela política monetária, que atuam, respectivamente, através do *Federal Open Market Committee* – FOMC, para o caso estadunidense, na definição de metas para as taxas de juros dos fundos federais e do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil - COPOM, para o caso brasileiro, na fixação de metas para a taxa de juros Selic¹⁰. Ambos os comitês reúnem-se oito vezes ao ano e fundamentam a tomada de decisão sobre a taxa de juros básica por meio de uma análise das condições econômicas e monetárias do país e do exterior, um tipo de regra pode ser utilizada pelas instituições para determinar a taxa de juros de curto prazo é a Regra de Taylor¹¹.

Por fim, o terceiro e último elemento que compõem a estrutura de política monetária são os instrumentos, métodos utilizados na implementação desta política que afetam diretamente as variáveis operacionais, com o objetivo de obter as metas intermediárias desejadas. Como apresentado na seção a respeito da teoria pós-keynesiana da política monetária, os recolhimentos compulsórios, o redesconto de liquidez e as operações de mercado aberto, são exemplos de instrumentos de política monetária.

Os recolhimentos compulsórios, conforme Fernando Cardim et al. (2015), são depósitos que cada banco é obrigado legalmente a manter no banco central em reservas bancárias, tais depósitos são realizados em espécie, reservas bancárias, ou em títulos indicados pelo Banco Central, calculados como um percentual sobre os depósitos à vista, a prazo e de poupança realizados pelo público ao bancos.

Antes da crise imobiliária de 2008¹², havia uma tendência global de reduzir ou eliminar a prática de recolhimento compulsório, sob o argumento de que este instrumento prejudica a competitividade bancária e, devido aos novos tipos de depósitos não sujeitos a recolhimento compulsório. No entanto, este preterimento ao método, precisa ser acompanhado por outra medida que promova uma melhor gestão das reservas bancárias, já que a ausência do recolhimento compulsório pode aumentar a volatilidade da taxa básica de juros, em razão da maior instabilidade na demanda por reservas.

¹⁰ O nome da taxa Selic vem da sigla do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, que é uma infraestrutura do mercado financeiro administrada pelo BC. Nesses sistema são depositados e transacionados títulos públicos federais. (Brasil, Bacen)

¹¹ Formulada pelo economista estadunidense John Taylor em 1993, a Regra de Taylor relaciona a taxa de juros básica com desvios da inflação, hiato do produto e a taxa de juros real. (Fernando Cardim et al., 2015)

¹² Crise financeira internacional cuja raiz se encontra na crise do financiamento imobiliário *subprime* nos Estados Unidos, em 2007. (Fernando Cardim et al., 2015).

De qualquer forma, o recolhimento compulsório cumpre funções essenciais, como o fornecimento de liquidez ao sistema bancário, reduzindo a probabilidade de pânico financeiros, o controle de crédito, dado as condições em que é concedido, e a estabilização da demanda por reservas bancárias, ao tornar mais fácil e estável o gerenciamento de liquidez por parte dos bancos. Todavia, o recolhimento compulsório ainda é deixado de segundo plano pelas autoridades monetárias, pois a política monetária tende a efetuar o controle da taxa de juros no mercado monetário ao invés do controle de agregados monetários, instrumento no qual o recolhimento compulsório é utilizado.

O próximo instrumento de política monetária discorrido por Cardim et al. (2015), são as operações de redesconto que representam empréstimos do Banco Central aos bancos, na modalidade de empréstimos com garantias, que oferecem crédito rotativo contra garantias¹³ até um limite predefinido pelo autoridade monetária, e de redesconto, no qual o Banco Central adquire títulos elegíveis, frequentemente títulos da dívida pública, a uma taxa de juros previamente estipulada.

Esta modalidade de empréstimo é concedida pelo Banco Central sob a forma de crédito em reservas bancárias e demandada pelas instituições financeiras para suprir necessidades episódicas de liquidez, pois enquanto as autoridades monetárias utilizam múltiplas linhas de financiamento, criando um teto e um piso de taxas de juros que delimitam as flutuações no mercado de reservas, a iniciativa da tomada de reservas parte das instituições bancárias, refletindo a demanda por liquidez. Porém, o Banco Central possui capacidade de influenciar a demanda por assistência de liquidez, para cima ou para baixo, usando diversas ferramentas, como limitar o acesso ao crédito, ajustar a taxa de redesconto ou dos limites operacionais e restringir os títulos aceitos.

O último instrumento de política monetária e o cerne deste presente trabalho, são as operações de mercado aberto, isto é, as operações de compra e venda de títulos públicos por parte da autoridade monetária. Considerado o instrumento mais eficaz para a realização do gerenciamento de liquidez, as operações de *open market* evitam a volatilidade na taxa de juros de curto prazo, já que opera diretamente sobre as reservas bancárias, sendo comum a intervenção diária neste mercado, com a finalidade de amortecer as pressões sobre a taxa de juros.

Além da agilidade e flexibilidade em reduzir a volatilidade na taxa de juros, permitindo o ajuste fino da liquidez, as operações de mercado aberto são justificadas como o

¹³ Modalidade de crédito que utiliza um patrimônio como segurança para o pagamento da dívida. Crédito com Garantia ou Empréstimo com Garantia. (Fernando Cardim et al., 2015).

instrumento mais utilizado pelos bancos centrais, pois em consequência da tendência mundial de redução dos recolhimentos compulsórios, o mercado aberto torna-se o instrumento ideal para controlar o aumento da instabilidade de demanda por reservas provocada por esta redução nos recolhimentos, provocando uma redução de maturidade das intervenções, aumentando a frequência das operações.

Essas operações no mercado aberto afetam o volume de reservas bancárias dado às ações de venda e resgate, se a venda de títulos são maiores que os resgates de títulos, num determinado dia, as reservas se contraem, caso contrário as reservas se expandem. As operações são realizadas em leilões competitivos, em que o trajeto da política monetária é enviado por intermédio da divulgação da taxa de juros pela qual foram negociados os títulos ou reservas entre o Banco Central e o mercado, sem afetar o preço dos títulos utilizados como garantias, sendo fundamental para os títulos públicos a existência de um baixo risco e um mercado secundário¹⁴ de revenda bastante organizado dando maior liquidez para o ativo.

Figura 3 - Estrutura da Política Monetária¹⁵



Fonte: Economia Monetária e Financeira - Teoria e Política / Elaboração: Fernando Cardim et al.

Paralelamente à utilização dos instrumentos de política monetária, o Banco Central no objetivo de direcionar a economia para a meta operacional, a taxa de juros de curto prazo, deve atentar-se ao nível de liquidez do mercado interbancário, onde bancos e outras instituições financeiras negociam entre si, para decidir quanto adicionar ou retirar as reservas bancárias existentes neste mercado através das operações de mercado aberto. Realizando previsões quanto às variações autônomas na quantidade de reserva, não decorrentes das ações diretas do Banco Central, como a variação dos ativos externos líquidos e dos empréstimos ao governo, papel-moeda em circulação e em poder do público e depósitos do Tesouro Nacional no Banco Central, para determinar o nível de reservas que garantam a estabilidade da taxa de juros.

¹⁴ Abordado nos tópicos seguintes, o mercado secundário configura-se como um mercado de renegociação, que neste caso propõe-se a renegociar títulos, permitindo a venda antecipada destes papéis a outros agentes. O mercado aberto, é, segundo esta definição, um mercado secundário, pois renegocia títulos previamente emitidos pelo Tesouro Nacional, contudo, o Banco Central possui a prerrogativa de solicitar ao Tesouro a emissão primária de títulos para operar em política monetária, caso necessário. Fonte: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/noticias/tesouro-nacional-emite-r-40-bilhoes-em-titulos-para-o-banco-central>.

¹⁵ Fonte: CARDIM et al., Fernando et al. Economia Monetária e Financeira - Teoria e Política. 3ª. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2015, p.93.

Dessa forma, ao buscar neutralizar os efeitos das variações autônomas no mercado de reservas bancárias, o Banco Central estima diariamente o impacto desses fatores, a fim de atuar no mercado aberto de maneira mais eficaz no controle da liquidez. No Brasil, as operações no mercado aberto, entre a autoridade monetária, na figura do Banco Central, e as instituições financeiras são cursadas no âmbito do Sistema Especial de Liquidação e Custódia - SELIC.

Elucidado por Fernando Cardim et al. (2015), o SELIC é um sistema para registro, custódia e liquidação de transações com títulos públicos federais e depósitos interfinanceiros, criado em 1979, pelo Banco Central do Brasil e pela Associação Brasileira dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, o sistema tem por finalidade dar mais transparência e segurança às negociações com títulos públicos federais. Em contrapartida, a taxa de juros Selic¹⁶ é a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia para títulos federais, calculada através da movimentação de compra/recompra e venda/revenda das operações compromissadas, a taxas prefixadas.

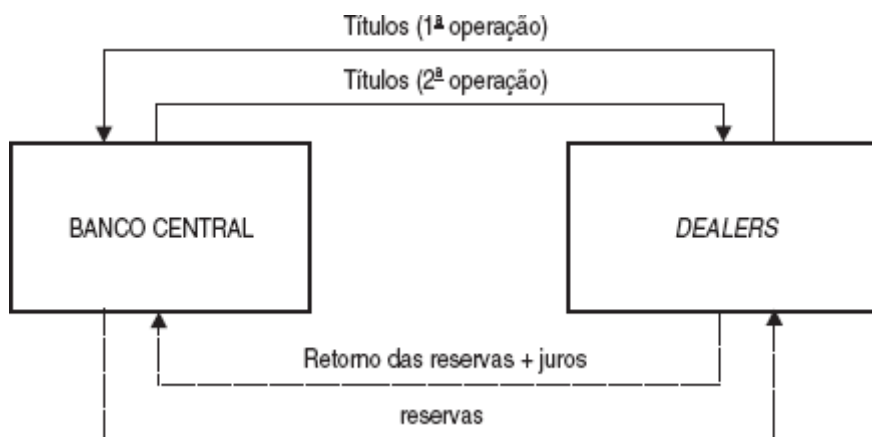
“Entram no cálculo da taxa as operações compromissadas de um dia ou, tecnicamente, “as operações de compra e venda de títulos federais com compromisso de revenda assumido pelo comprador conjugado com compromisso de recompra assumido pelo vendedor para liquidação no dia útil subsequente.” [...] A taxa Selic é então calculada pela razão do somatório dos valores financeiros da recompra/revenda e da compra/venda das operações compromissadas, feitos os ajustes de suavização.” (CARDIM et al., 2015, p.199).

O controle de liquidez através das operações compromissadas¹⁷, que ocorrem através dos chamados leilões de compromissadas, consistem na compra e venda de títulos com compromisso de recompra, em detalhes, o vendedor, na figura do Banco Central, efetua a venda de títulos a um comprador, na figura de um *Dealer*, recebendo a transferência das reservas bancárias como pagamento, durante esta operação, o vendedor compromete-se a recomprar este mesmo títulos em uma data futura e por um preço e taxa de juros previamente acordado, ou seja, há uma negociação de reservas bancárias com os títulos como garantia de pagamento. A taxa de juros das operações compromissadas geralmente diverge da taxa de juros do título negociado como garantia, sendo que o detentor original do título, o vendedor inicial, não perde o direito de receber os juros pagos pelo próprio título mesmo que esteja temporariamente vendido.

¹⁶ Fonte: Circular no 2.900, de 24 de junho de 1999.

¹⁷ As operações compromissadas são conhecidas na literatura internacional como *repurchase agreements*, na tradução, acordos de recompra. (Fernando Cardim et al., 2015)

Figura 4 - Operações Compromissadas de Venda¹⁸



Fonte: Economia Monetária e Financeira - Teoria e Política / Elaboração: Fernando Cardim et al.¹⁹

Há também, no controle de liquidez, os leilões informais de dinheiro e os leilões informais de títulos, o primeiro deles procede da oferta de moeda com a exigência de títulos como garantia pela autoridade monetária, com a recompra dos títulos realizada na data subsequente ao da realização da operação. O segundo deles, os leilões informais de títulos, são operações consideradas definitivas, pois não envolvem acordo de recompra e revenda, o Banco Central vende às instituições títulos já emitidos que estão em sua carteira que passam a compor a carteira da instituição compradora, método utilizado quando o Banco Central opta por uma intervenção mais permanente na economia.

O passo inicial neste leilão é a divulgação da postura da autoridade monetária, como doadora ou tomadora de moeda, seguido, respectivamente, da proposta de taxa de juros e da quantidade de títulos solicitados pelas instituições participantes, com um prazo mais flexível na definição das quantidades para promover a articulação das instituições participantes, *dealers*²⁰, com o mercado, possibilitando a participação indireta de outros agentes financeiros. A apuração do Banco Central, concentra-se em determinar uma taxa de juros de corte, tendo preferência por uma taxa de juros maior em cenários de doador de reservas e por uma menor em cenários de tomador de reservas.

¹⁸ **Títulos - 1ª Operação:** O Banco Central, vendedor inicial, entrega títulos aos dealers; **Reservas:** Em troca, os dealers entregam reservas, dinheiro, ao Banco Central; **Títulos - 2ª Operação:** Na data combinada, os dealers devolvem os títulos ao Banco Central; **Retorno das Reservas + Juros:** O Banco Central, por sua vez, devolve as reservas originais aos dealers, acrescidas de juros. (Fernando Cardim et al., 2015)

¹⁹ Fonte: CARDIM et al., Fernando et al. Economia Monetária e Financeira - Teoria e Política. 3ª. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2015, p.196.

²⁰ Nas atuações através de leilões informais, o Banco Central opera somente com as instituições credenciadas como dealers. (Fernando Cardim et al., 2015, p.198)

Os leilões informais de dinheiros são mais utilizados em detrimento dos leilões informais de títulos, porque ao serem definitivos, os leilões informais de títulos, podem causar excesso ou escassez de reservas, tornando mais frequentes as atuações do Banco Central na correção deste desequilíbrio que por sua vez aumentam a volatilidade da taxa de juros, tornando o Banco Central *oversold*²¹, com escassez de reservas no mercado, e *undersold*²², com excesso de reservas no mercado, gerando, respectivamente, uma pressão por uma menor rentabilidade do título por um maior preço nas vendas e por uma maior rentabilidade do título por preços menores, por parte das instituições financeiras.

Na política monetária brasileira, os agentes financeiros participantes das operações compromissadas, leilões de compromissadas, e nos leilões informais são os *Dealers*, instituições financeiras autorizadas a negociar diretamente com o Tesouro e Banco Central como importantes formadores de mercado, encarregados de transmitir os efeitos das ações da autoridade para as demais instituições, sendo admitidas até 12 instituições financeiras no grupo dos *dealer* de acordo com as normas impostas pela Secretaria do Tesouro Nacional - STN e pelo Banco Central.

Periodicamente, a cada seis meses, as 12 instituições financeiras, composta por nove bancos e três corretoras ou distribuidoras, são avaliadas em detrimento do desempenho semestral que considera as operações definitivas e compromissadas com o mercado e ofertas públicas para as instituições candidatas a *dealers*, para as instituições credenciadas, além desses critérios anteriores, são avaliados as operações compromissadas e definitivas com a Departamento de Mercado Aberto - DEMAB e o relacionamento com o DEMAB e com a Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública - CODIP.

“Estas instituições são responsáveis por atuar como braços do BC junto às outras instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BC, estendendo o alcance dos leilões informais e das ações de ajuste fino de liquidez a todo o mercado. Os dealers acabam por atuar não exclusivamente em favor próprio, sendo importantes formadores de mercado para as operações cursadas pelo BC.”
(CARDIM et al., 2015, p.196).

Atualmente, os bancos públicos como a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil, bancos privados como Bradesco, Santander e Itaú, e corretoras como a XP Investimento são alguns exemplos de instituições que compõem o grupo dos *dealers*.

²¹ Quando o Banco Central vende mais títulos que o necessário, aumentando a oferta de títulos no mercado, elevando a taxa de juros e reduzindo a quantidade de moeda em circulação.

²² Quando o Banco Central compra mais títulos que o necessário, reduzindo a oferta de títulos no mercado, diminuindo a taxa de juros e aumentando a quantidade de moeda em circulação.

Figura 5 - Dealers (10/02/2025 - 31/07/2025)

INSTITUIÇÕES CREDENCIADAS A OPERAR COM O DEMAB	
Período de Avaliação: 10/2/2025 a 31/7/2025	
Nome da Instituição	
BANCO BRADESCO S.A.	
BANCO BTG PACTUAL S.A.	
BANCO DO BRASIL S.A.	
BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL	
BANCO SAFRA S.A.	
BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	
BANCO VOTORANTIM S.A.	
BGC LIQUIDEZ DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL	
ITAÚ UNIBANCO S.A.	
RENASCENÇA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	
XP INVESTIMENTOS CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	

Referência Legal:
Resolução BCB nº 180, de 19/1/2022, e Instrução Normativa BCB nº 451, de 29/1/2024.

Fonte: Banco Central / Elaboração: Banco Central.²³

4. Política Fiscal

A frequente definição de política fiscal, expressa nas redes de comunicação do Senado Federal²⁴ e do Tesouro Nacional²⁵ brasileiro, definem-a como um instrumento fundamental para a estabilização macroeconômica, na redistribuição da renda e na alocação de recursos, tendo como ações o controle sobre o gasto público e arrecadação tributária do país. Esmiuçando este assunto, as funções desta política consistem no fomento do crescimento econômico, redução do desemprego, estabilidade de preços, distribuição equitativa da renda e no fornecimento eficiente de bens e serviços públicos.

Para mais, sobre as direções que a política fiscal incorpora acerca das ações de gasto público e arrecadação tributária, quando há operações que promove o aumento dos gastos públicos ou redução da tributação em relação ao Produto Interno Bruto - PIB, a política fiscal é expansionista, porque tendem a gerar crescimento econômico, caso contrário, quando há redução dos gastos públicos ou aumento da tributação, relativos ao PIB, a política fiscal é contracionista, porque tende a contrair a economia.

Segundo Cardim et al. (2015), o processo de formulação da política fiscal geralmente é caracterizado por lentidão e conflitos, uma vez que envolve complexas negociações políticas entre os poderes Executivo e Legislativo. Essa dinâmica reforça os desafios e embates relacionados ao uso da política fiscal como instrumento de estabilidade econômica, sobretudo

²³Fonte:

https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww4.bcb.gov.br%2FPom%2Fdemab%2Fdealers%2Fperiodo_100225_310725.asp%3Fidpai%3D

²⁴ Fonte: <https://www12.senado.leg.br/manualdecomunicacao/guia-de-economia/politica-fiscal>

²⁵ Fonte: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/estatisticas-fiscais-e-planejamento/sobre-politica-fiscal>

diante da necessidade de respostas ágeis e coordenadas frente às oscilações do ciclo econômico.

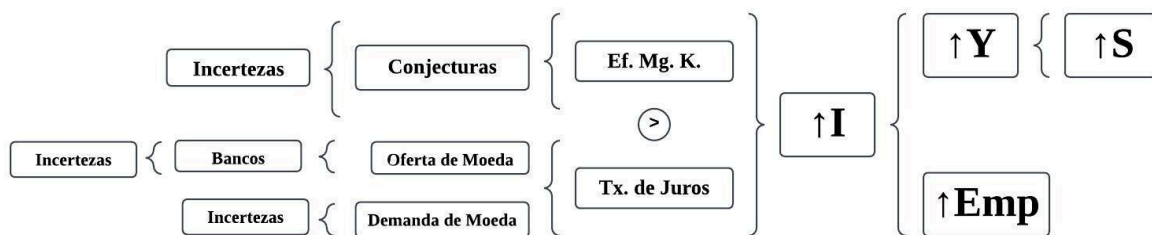
Neste presente tópico, considerando o exposto, não será abordado de forma direta como advém a estabilidade econômica pela política fiscal, e sim sobre a relação deste instrumento com os efeitos *crowding in* e *crowding out* que explicam a elevação presente dívida pública brasileira, definida como o estoque de obrigações financeiras assumidas pelo Estado. Em complemento à análise, será abordado também a série histórica da dívida pública brasileira e a dicotomia entre ortodoxos e heterodoxos no controle da relação dívida/PIB.

4.1. *Crowding In e Crowding Out*

Esta seção tem como propósito retomar e aprofundar a compreensão das discussões acerca da Teoria Monetária e da Política Monetária, no âmbito das abordagens ortodoxas e heterodoxas, incorporando a perspectiva fiscal, que, conforme já mencionado, abrange o controle dos gastos públicos e da arrecadação tributária.

Em primeiro lugar, tratando novamente da teoria construída por John Keynes, é possível citar os economistas de orientação heterodoxa como Keynes (1936 e 1987), Mollo (2003) e Cardim et al. (2015), para esmiuçar com maior apreço a importância do investimento para o pensamento pós-keynesiano.

Figura 6 - Circuito Finance, Investimento, Poupança, Funding



Elaboração: Própria

Este circuito, desenvolvido mediante os ideais pós-keynesianos, demonstra que nesta teoria a decisão mais importante na economia para é o investimento (I), por causa do efeito multiplicador no produto (Y) e no emprego (Emp). A definição keynesiana de não neutralidade da moeda, abordada no primeiro tópico deste trabalho, também pode ser compreendida por este esquema, pois devido ao fato de que a decisão de investir, por parte da iniciativa privada, depende da eficiência marginal do capital (Ef. Mg. K.) ser maior (>) que a taxa de juros (Tx. de Juros), e como a taxa de juros é definida pelos níveis de oferta e

demanda de moeda, isto é, uma taxa de juros monetária, a moeda tem um impacto na economia real por meio do investimento, sendo também uma moeda não neutra.

Este esquema acima exprime ainda mais significados, porque estabelece a incerteza keynesiana, variável incalculável, como pilar da economia, que além de definir as conjecturas necessárias que alteram eficiência marginal do capital, também modificam a atuação dos bancos na oferta de moeda, e na percepção do público em relação a demanda, sendo, como já definido, condição necessária para a existência da propensão a entesourar. O governo investe para reduzir a incerteza na economia e não a partir da incerteza, não havendo, portanto, busca pelo lucro, e sim, havendo a busca por estimular o investimento, aperfeiçoando as conjunturas econômicas ao mitigar as incertezas.

O *finance*, parte do nome deste circuito, refere-se ao crédito bancário de curto prazo voltado ao início dos projetos de investimento, viabilizando o investimento privado antes da disponibilidade da poupança como *funding*. A poupança, discorre sobre um dos dois conjuntos de decisões previamente abordados, a propensão a consumir e a propensão a poupar, sendo ambas ligada a renda do indivíduo e a última ligada a forma no qual o indivíduo conservará o poder de comando sobre o consumo futuro, com a poupança tornando-se *funding* somente se a preferência pela liquidez for baixa e igualando-se ao investimento no longo prazo.

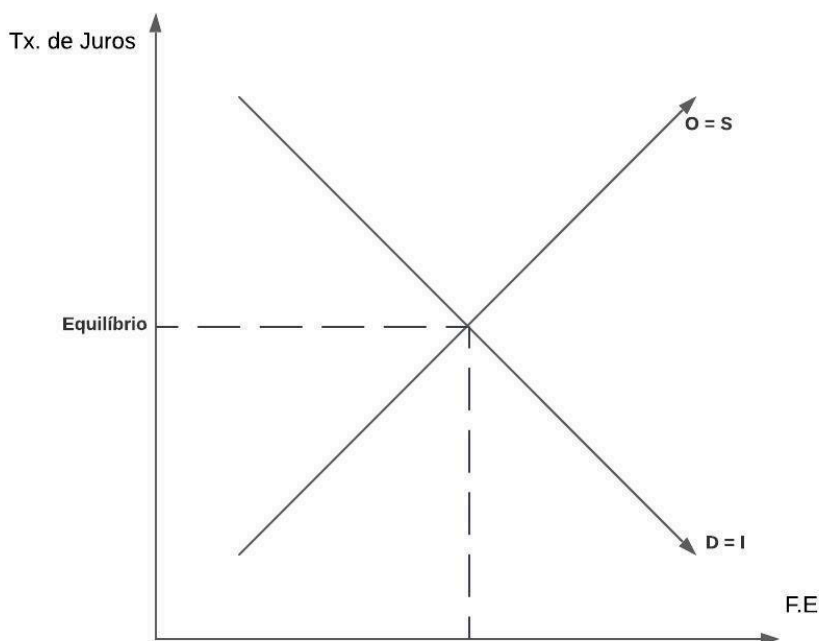
A respeito das Políticas Econômicas, o ideal keynesiano defende que a autoridade monetária e a autoridade fiscal, isto é o Estado, são extremamente necessárias, pois em Política Monetária, a autoridade monetária atua como controlador da economia devido a incerteza, seja, reduzindo a taxa de juros para um nível menor que a eficiência marginal do capital, permitindo o investimento na iniciativa privada. E na Política Fiscal, a autoridade fiscal produz o efeito *crowding in*²⁶, realizando investimentos públicos para melhorar o cenário econômico e posteriormente favorecendo o investimento na iniciativa privada.

Em segundo lugar, tratando novamente da interpretação ortodoxa, esta vertente ao considerar irracional a prática do entesouramento, por causa da existência do Mercado de Fundos de Empréstimo, fica em conformidade com os pressupostos teóricos dessa abordagem, a Lei de Say a TQM. O equilíbrio do Mercado de Fundo de Empréstimo se dá quando a oferta e demanda por fundos emprestáveis estão iguais, sendo ambas dependentes da mesma variável, a taxa de juros, a oferta de forma inversa e a demanda de forma direta. Além disso, a oferta de fundos (o) é igual a poupança (s) dado que não há entesouramento, ou seja, a

²⁶ Na tradução livre: efeito de estímulo. Ocorre quando o aumento dos gastos públicos leva a um aumento no investimento privado.

poupança, toda a renda não gasta, é oferecida ao mercado de fundos de empréstimo, a demanda de fundos (d), por sua vez, é igual ao investimento (i), em razão desta relação inversa com a taxa de juros, isto é, a taxa de juros de equilíbrio. Neste sentido, se os mercados forem deixados livres, teremos a relação de $S = I$, poupança igual ao investimento, com os bancos sendo meros intermediários.

Figura 7 - Mercado de Fundos de Empréstimo



Elaboração: Própria

Nesta linha de argumentação, Mollo (2002 e 2003), Belluzzo e Bastos (2015), Freddo e Amado, (2016) e Dweck e Teixeira (2019) em uma análise do pensamento econômico, argumentam que para a ortodoxia, quando o governo realiza gastos públicos, há um aumento de emissão monetária ou aumento da dívida, essas práticas aumentam a taxa de juros que inibe o investimento privado, gerando um *crowding out*²⁷. É possível notar este raciocínio ao analisar a Figura 7, quando a taxa de juros aumenta, a demanda por fundos emprestáveis reduz, pois esta está relacionada de forma inversa à taxa de juros.

Desta forma, a Política Fiscal para a ortodoxia é inflacionária quando o governo realiza investimentos, com a emissão de moeda causando impacto na economia real somente no curto prazo, pois como já supracitado, esses efeitos transitórios na economia variam de

²⁷ Na tradução livre: efeito de expulsão. Ocorre quando um aumento dos gastos públicos leva a uma redução nos investimentos privados.

acordo com cada escola do pensamento, em ordem decrescente conforme a relevância atribuída à moeda, a escola Monetarista, Novo-Keynesiana e Novo-Clássica.

4.2. Dívida Pública

Segundo o Tesouro Nacional, órgão subordinado ao Ministério da Fazenda, quando não há equilíbrio entre as receitas e despesas públicas, por exemplo, a arrecadação é menor que o gasto, o Governo Federal possui duas alternativas para evitar o endividamento, a redução do gasto público, com cortes no investimento ou em serviços básicos, e a elevação dos impostos, aumentando a arrecadação tributária. Contudo, ambas as alternativas não são integralmente positivas, implicando em um sacrifício para a sociedade, sendo assim, a dívida pública, isto é, o endividamento, torna-se uma alternativa plausível para o país.

Este empréstimo, possui o objetivo de distribuir os custos dos investimentos públicos ao longo do tempo, viabilizando projetos e distribuindo os custos envolvidos entre os beneficiados, permitindo que todas as gerações favorecidas contribuam com o pagamento dos projetos públicos²⁸. Deste modo, a arrecadação tributária deve suprir as dívidas de custeio do governo, para que os empréstimos sejam direcionados somente para os investimentos do país, mantendo a dívida bem administrada e dentro da capacidade de pagamento do governo.

O pagamento da dívida pública necessita de um bom controle do juro sobre a dívida e da existência de superávits primários, estes elementos compõem as interpretações das vertentes econômicas em relação ao modo que a dívida pública deve ser administrada e reduzida, de acordo com Fabio Giambiagi em Tudo Sobre o Déficit Público (2021), esta dívida pública é considerada como dívida interna, pois o setor público brasileiro tornou-se credor líquido em 2006, ao possuir mais reservas internacionais do que dívida externa.

“O setor público tem três grandes ativos. O mais antigo é representado pelas reservas internacionais, que, na prática, na estatística oficial da dívida já são descontadas da dívida externa bruta do setor público. Como o governo acumulou reservas, o setor público, na prática, tornou-se credor líquido — ou seja, a dívida externa líquida passou a ser negativa — desde o ano de 2006, quando o volume de reservas internacionais em poder do Banco Central ultrapassou a dívida externa bruta do setor público.” (GIAMBIAGI, 2021, p.66).

No livro Tudo Sobre o Déficit Público (2021), da autoria de Fabio Giambiagi, o autor apresenta os erros e acertos políticos dos três poderes que inseriram o Brasil em uma

²⁸ O pagamento da dívida pública, majoritariamente, financiado por meio dos títulos públicos, o restante é custeado por contratos, firmados principalmente com organismos multilaterais. Fonte: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/perguntas-frequentes/divida-publica/conceitos-basicos>.

encruzilhada fiscal e discorre sobre algumas alternativas para reduzir este problema no Brasil. Ademais, alicerçando-se na teoria e política monetária ortodoxa, Giambiagi aponta 3 motivos para o enorme gasto público federal, com exceção das transferências a estados e municípios, o primeiro motivo é o gasto com pessoal, o segundo os benefícios previdenciários do INSS e, por último, uma miríade de todo tipo de gastos englobados na rubrica geral de outras despesas.

Em contraponto à posição ortodoxa de Giambiagi, a heterodoxia apresenta o pagamento de juros sobre a dívida pública como uma parcela significativa do gasto público federal. Utilizando do pensamento econômico pós-keynesiano, Lopes e Mollo (2011) argumentam que uma redução na taxa de juros diminui a dívida pública e impulsiona o crescimento do PIB, dado ao barateamento do crédito e a superioridade da eficiência marginal do capital em relação a queda na taxa de juros.

Esmiuçando essa dicotomia em relação à dívida pública, é importante ressaltar que a despesa de juros advém do pagamento dos títulos públicos, assunto que será destrinchado na próxima seção. Neste sentido, Giambiagi (2021) alega que dentre os títulos públicos, as Letras Financeiras do Tesouro - LFT, mais conhecida como Tesouro Selic, é o único título diretamente ligado à taxa de juros básica da economia, com os demais títulos tendendo à Selic com uma maior defasagem, esta defasagem resulta em uma queda na despesa de juros mais lenta, dado que haja uma redução na taxa de juros.

Logo, a ortodoxia defende que com o governo controlando os gastos fiscais e o viés inflacionário²⁹, haverá um superávit primário que aumentará a confiança do mercado na capacidade de o governo no pagamento da dívida mobiliária e, por isso, exigirá menores taxas de juros para torná-las atrativas, sendo o superávit fiscal o responsável pela redução na relação dívida/PIB, visão oposta a heterodoxia.

O receituário heterodoxo defende, pois, ao contrário da ortodoxia, que o caminho virtuoso para o controle da relação dívida/PIB não é o aumento “ex ante” do superávit primário do governo, mas, sim, o aumento “ex post” promovido pelo crescimento econômico” (LOPES e MOLLO, 2011, p.71).

A diferença entre as vertentes econômicas no que tange os instrumentos de estabilidade ficam mais nítidas ao analisar que na ortodoxia a política monetária é ineficaz para alterar variáveis reais no longo prazo³⁰, as conclusões deste pensamento apoiam a de

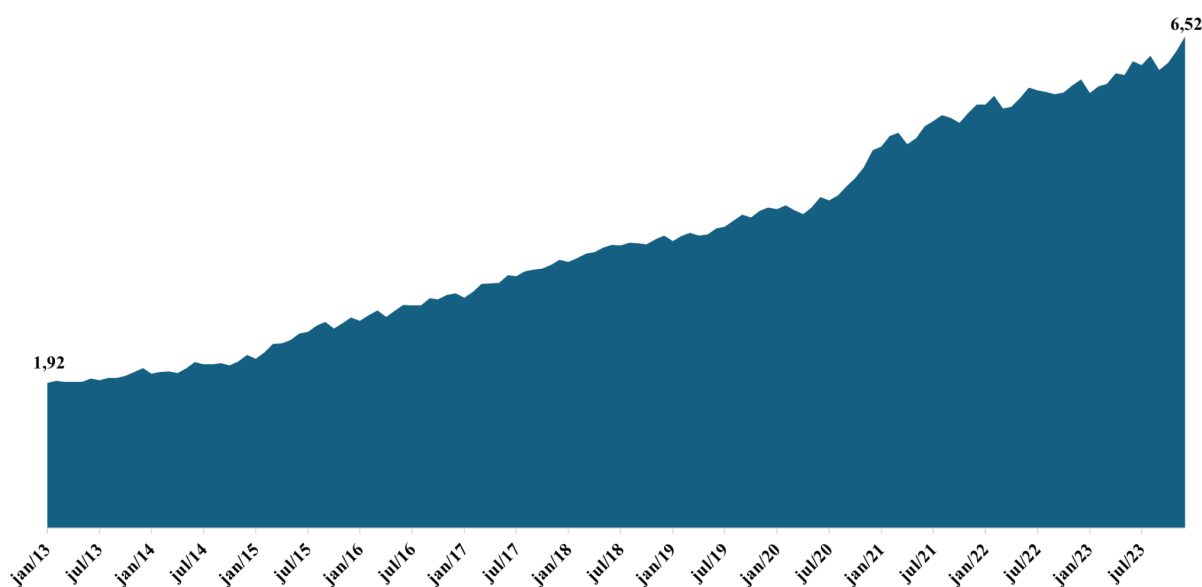
²⁹ Conclusão que advém da Lei de Say e Teoria Quantitativa da Moeda, definidas no capítulo de Teoria Monetária.

³⁰ Conclusão que advém da Teoria Novo-Clássica, definida no capítulo sobre Política Monetária.

dominância fiscal da política monetária, com o superávit fiscal consistindo na condição *sine qua non* para o controle da relação dívida/PIB. Por outro lado, como para a heterodoxia o contrário é defendido, em outras palavras, a política monetária afeta as variáveis reais e com a taxa de juros sendo condição *sine qua non* para o controle da relação dívida/PIB, há uma dominância monetária da política fiscal.

Todavia, apesar de todo o debate em torno do tema, o pagamento da dívida pública não se dá, na prática, por meio de superávits fiscais, redução dos juros da dívida ou aumento da arrecadação tributária e receitas financeiras³¹. A principal forma de amortização da dívida é por meio da chamada rolagem da dívida, processo que consiste no refinanciamento contínuo feito pelo governo, que emite novos títulos públicos no mercado para quitar aqueles que estão vencendo, em outras palavras, uma dívida antiga é substituída por uma nova.

Gráfico 1 - Dívida Pública Federal em Poder do Público (R\$ tri)



Fonte: Tesouro Nacional Transparente / Elaboração: Própria

O gráfico acima demonstra a evolução da Dívida Pública Federal em Poder do Público entre o período de janeiro de 2013 a dezembro de 2023, demonstrando que durante este mais de 10 anos, a dívida pública aumentou expressamente. A DPF em Poder do Público, valor apresentado pelo gráfico, é o somatório da Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi e da Dívida Pública Federal Externa - DPFe, sendo a primeira excessivamente maior em

³¹ Atualmente, no Brasil, a taxa de juros básica da economia encontra-se na meta de 15% e com ausência de superávits primários. Fonte: <https://www.bcb.gov.br/> & <https://www.tesourotransparente.gov.br/>.

valores monetários, fora do cálculo da dívida em poder do público está a DPMFi em poder do Banco Central, utilizada para operar as políticas discutidas neste presente trabalho.

A justificativa ortodoxa e heterodoxa sobre a enorme expansão da dívida pública está expressa no significado dos efeitos *crowding in* e *crowding out*. A ortodoxia evidencia que a Dívida Pública aumenta, devido a ausência de uma postura por parte do governo que reduza o gasto público, burlando, seja o teto de gastos, seja o arcabouço fiscal, que ao aumentar a taxa de juros inibe o investimento privado, gerando um *crowding out*. Já para a heterodoxia, quanto mais o governo foca em controlar a dívida pública mediante restrição, mas a dívida irá aumentar, pois para os pós-keynesianos caso não haja ênfase nos gastos, especialmente nos investimentos públicos, não haverá o efeito multiplicador da renda e do emprego, ausência do efeito *crowding in*, sendo necessário o refinanciamento da dívida para custear a dívida.

5. Mercados Financeiros

Conforme Fernando Cardim et. al. no livro Economia Monetária e Financeira - Teoria e Política (2015), os Mercados Financeiros englobam as transações de recursos financeiros transferidos de agentes superavitários, aqueles com gasto inferior à renda, para agentes deficitários, aqueles com gasto superior à renda, estas transações ocorrem em diversos segmentos do sistema financeiro distinguindo os ativos negociados pelo risco, retorno, complexidade, regulamentos, garantias e transparência. Por esta razão, ao se introduzir na análise das operações dos mercados financeiros, é fundamental reconhecer os vários tipos de mercados existentes.

“Podemos reconhecer essas diferenças, grosso modo, de várias maneiras. Se distinguirmos os mercados pela natureza da transação financeira e do contrato resultante, encontraremos mercados de crédito, por um lado, e mercados de títulos por outro. Outra distinção, baseada na identidade dos seus participantes, opõe mercados primários a mercados secundários. Uma terceira dicotomia separa mercados públicos e mercados privados e se refere à disponibilidade da informação envolvida na transação e nas restrições à participação de qualquer parte interessada. Ainda outra oposição relevante é aquela que se baseia no papel exercido pelas instituições financeiras, e contrasta o que se chama de intermediação financeira à desintermediação financeira. Finalmente, atualmente há mercados onde se transacionam recursos financeiros e outros em que são negociados riscos, opondo mercados de recursos a mercados de riscos.” (CARDIM et al., 2015, p.223).

O Mercado de Títulos Públicos, objeto da próxima seção, é classificado em relação ao que tange a natureza das transações financeiras como um mercado de títulos, pois salvo o

nome, este mercado diferencia-se do mercado de crédito devido à ausência de regras individuais que relacionam somente as demandas específicas dos tomadores e dos emprestadores³², pautando-se por regras mais genéricas.

Além disso, o mercado de títulos é subdividido³³ em títulos de propriedade, em que o agente superavitário se torna sócio do agente deficitário, recebendo como remuneração uma parcela do lucro do empreendimento, e títulos da dívida, em que o agente não se torna sócio, sendo remunerado por uma taxa de juros. Assim, por definição, o cerne deste trabalho enquadra-se como um mercado de títulos da dívida.

Sobre a identidade dos participantes, tem-se o mercado primário, baseado em emissões iniciais, e o mercado secundário, baseado em renegociações. No mercado de títulos da dívida ambos os mercados são existentes e importantes, pois é no mercado primário que ocorre o financiamento entre a unidade deficitária, o Governo, e a unidade superavitária, o investidor, já o mercado secundário, ao permitir negociações, isto é, a venda antecipadas dos títulos, promove um aumento na liquidez desses títulos.

A dicotomia entre mercados públicos e privados não se refere à relação entre o Governo e Iniciativa Privada, e sim sobre o acesso à informação e pluralidade de participantes durante a operação, “Mercados públicos são aqueles cujas condições de operação permitem a qualquer participante potencial usufruir, em princípio, das mesmas vantagens que qualquer outro participante.”(CARDIM et al., 2015, p.225).

O Tesouro Direto e os Leilões Primários Formais, assuntos abordados mais à frente, e as Operações de Mercado Aberto, são exemplos de mercados públicos, pois no caso do Tesouro Direto todos os investidores acessam os mesmos títulos, com taxas, preços e prazos iguais, e os Leilões ocorrem através de ofertas públicas de compra, ou seja, as condições são amplamente conhecidas. Contudo, dentro do mercado interbancário, as relações bilaterais com títulos entre os bancos, são classificadas como privadas, não são acessíveis a todos os participantes.

Na ótica da instituição financeira, os Mercados Financeiros são divididos em relações intermediadas, o investidor não tem contato direto com o tomador final, e relações desintermediadas, o investidor tem contato direto com o tomador final. A intermediação financeira acontece quando a instituição financeira capta recursos com o público e empresta por conta própria, já a desintermediação financeira acontece quando a instituição apenas

³² Como as taxas de juros, prazos e garantias. (Fernando Cardim et al., 2015)

³³ Os papéis de maturidade mais longa, sujeitos a variações de valor de mercado em relação a seu valor de face, são transacionados no mercado de capitais, que, por sua vez, se desdobra nos mercados de dívidas e de ações. (Fernando Cardim et al., 2015, p.225)

intermedeia a negociação, sem assumir obrigações próprias, o Mercado de Títulos Públicos classifica-se como desintermediado, pois as corretoras e bancos inseridos nas operações atuam apenas como canais de acesso ao emissor, que neste caso é o Governo.

Os mercados de recursos e de riscos são descritos por Fernando Cardim et al (2015), respectivamente, como um mercado em que recursos são negociados por agentes superavitários para agentes deficitários e como um mercado em que os riscos dessas operações são transacionados entre instituições financeiras. Dado que o mercado de títulos públicos é um mecanismo de financiamento dos déficit do Governo e pelo baixo risco embutidos nos títulos, devido à existência do mercado secundário e do emissor ser o Governo Federal, este mercado é definido como de recursos.

A seguir, será retomada a definição dos títulos públicos, com ênfase nas operações de compra e venda realizadas por meio do Tesouro Direto, voltado às pessoas físicas residentes, Leilões da Dívida Pública, destinados a instituições financeiras credenciadas no SELIC, instituições que também conectam os títulos as instituições não credenciadas, e aos não residentes, sejam pessoas físicas, instituições, fundos ou seguradoras. Essa seção relaciona-se com os demais tópicos do trabalho ao explicar como se efetua a emissão, a compra e a venda primária de títulos públicos, mecanismo de financiamento do endividamento público, componente vinculado à dívida pública. Similarmente serão apresentados e explicados os diferentes tipos de remuneração associados aos títulos públicos emitidos pelo governo brasileiro, destacando as particularidades de cada modalidade e suas diferenças quanto ao acesso e às condições ofertadas ao público em geral e às instituições.

5.1. Mercado de Títulos Públicos

Em poucas palavras, os Títulos Públicos são uma promessa de pagamento pela qual o governo se compromete a pagar o valor recebido em uma data futura acrescido de juros, “os títulos públicos podem ser entendidos como um instrumento que o governo utiliza para se financiar. Ao mesmo tempo, do ponto de vista do investidor, a compra destes se assemelha a um empréstimo feito ao governo.” (DANA e LONGUINI, p.15, 2015).

O investimento em títulos públicos possui uma rentabilidade inferior aos títulos privados e ações, porque, conforme Cardim et al. (2015), está exposto a menos riscos que estes setores, ou seja, no mercado financeiro o risco é inversamente proporcional à rentabilidade como forma de compensação da posse do título em período de maturação. Além disso, com um mercado secundário organizado, os títulos da dívida pública dão ao aplicador a

possibilidade de vendê-los a terceiros antes da maturidade, ajudando a reduzir o risco e consequentemente a rentabilidade necessária para tornar o título atrativo.

Sobre a remuneração dos títulos públicos em uma visão voltada para o Brasil, os autores ainda ressaltam que os títulos da dívida pública brasileira tendem períodos curtos de maturação, pois no caso de serem longos períodos, carregarem cláusulas de remuneração que embutem algum tipo de indexação a preços, a taxas de juros de curto prazo, como a taxa SELIC.

No Brasil, um dos métodos de compra e venda de títulos públicos é o Tesouro Direto, um programa do Tesouro Nacional em parceria com a B3 - Brasil, Bolsa e Balcão que detém o objetivo de democratizar o acesso aos títulos públicos federais para pessoas físicas. O investimento no Tesouro Direto é classificado como em renda fixa, isto é, um investimento onde as condições de rentabilidade são previamente conhecidas, contudo, os preços e taxas dos títulos públicos ainda possuem variações ao longo do tempo.

Nesse contexto, o Tesouro Direto se destaca não apenas pela transparência típica dos investimentos em renda fixa, mas também pela alta liquidez, permitindo o resgate em qualquer momento a preço de mercado. Além disso, esta aplicação é considerada o investimento mais seguro do país por ser garantido pelo Tesouro Nacional, acessível, pois não exige valor mínimo para aplicação e pode ser operada de forma totalmente digital.

Samy Dana e Miguel Longuini (2015) apresentam cinco títulos³⁴ disponíveis no mercado primário e as respectivas formas de rentabilidade desses títulos³⁵, ressaltando também informações sobre os impostos incididos sobre o rendimento dos títulos, o Imposto sobre Operações Financeiras - IOF e o Imposto de Renda - IR, e sobre a data de vencimento do título, isto é, quando o valor nominal, o principal, é pago pelo governo ao investidor fazendo com que o título deixe de existir³⁶.

Direcionado para investimentos de curto prazo, o Tesouro Selic é único título público que pode ser resgatado antes do vencimento sem sofrer os efeitos da marcação a mercado,³⁷

³⁴ Os novos investimentos, Educa+ e Renda+, não serão destrinchados a seguir, pois são direcionados para casos específicos, o primeiro para custeio financeiro de educação e o segundo como forma de aposentadoria.

Fonte: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/tipos-de-tesouro.htm>.

³⁵ A rentabilidade dos títulos de renda fixa, baseados na taxa de juros, influenciam a rentabilidade do mercado financeiro como um todo ao tornarem-se menos ou mais atrativos.

Fonte: <https://www.infomoney.com.br/guias/taxa-selic/>.

³⁶ Todo título público é acompanhado do termo “20XX”, período correspondente ao ano de vencimento do título, quando ocorre o pagamento do principal. (DANA e LONGUINI, 2015).

³⁷ A Marcação a Mercado - MaM é um mecanismo de atualização do preço do título relacionado com as expectativas quanto ao comportamento da taxa de juros da economia e o prazo do título adquirido, não reagindo diretamente no Tesouro Selic, pois ele já possui rentabilidade vinculada à taxa Selic. Fonte: <https://www.tesourodireto.com.br/mercado-de-titulos-publicos.htm>.

restrito somente à oferta e demanda do título no período, esta aplicação possui o pagamento somente na data de vencimento e rentabilidade diária vinculada à taxa Selic, a taxa de juros básica da economia, definido, conseqüentemente, como um título pós-fixado. Em sequência, tem-se o Tesouro Prefixado, como o nome já diz, é um título prefixado, com rentabilidade definida no momento da compra, ou seja, já possui uma taxa de juros previamente definida, e semelhante ao Tesouro Selic, o resgate do investimento ocorre somente na data de vencimento.

Já o Tesouro Prefixado com Juros Semestrais é idêntico à aplicação apresentada anteriormente, exceto que além do principal na data de vencimento, este título possui cupons de juros que vencem semestralmente, valor depositado ao investidor duas vezes ao ano que pode ser resgatado ou reinvestido. Os dois últimos títulos apresentados pelos autores do livro, são o Tesouro IPCA+ e o Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais, ambos possuem rentabilidade vinculada à variação no IPCA, isto é, uma rentabilidade acima da inflação, com a única diferença no resgate do investimento, pois no Tesouro IPCA+ ocorre somente no vencimento do título e no Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais, há o resgate do principal e dos cupons semestrais.

“O Tesouro Direto é uma excelente alternativa de investimento pois oferece títulos com diferentes tipos de rentabilidade (prefixada, ligada à variação da inflação ou à variação da taxa de juros básica da economia - Selic), diferentes prazos de vencimento e também diferentes fluxos de remuneração.” (BRASIL, Tesouro Direto).

Contudo, os detentores de títulos federais não restringem-se somente aos investidores do Tesouro Direto, na realidade, segundo Giambiagi (2021), diretamente, os maiores detentores da dívida pública mobiliária federal, são as instituições financeiras. Entretanto, existem outros agentes que possuem grandes volumes de títulos públicos, como os fundos de investimento e o segmento de previdência, em ambos os casos, indiretamente, o proprietário do título é o indivíduo, porém formalmente o título é comprado pelo fundo ou pela previdência, pois ao dirigir-se a um fundo ou a uma previdência aberta ou fechada, na ponta da aplicação terá os títulos públicos.

Além destes três agentes, tem-se os títulos públicos na mão de não residentes, isto é pessoas físicas e jurídicas e fundos de outros países, o Governo, representado pelos grandes fundos na qual a entidade administra, por exemplo, Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS, as seguradoras, ou seja, as aplicações dessas empresas de seguro, e por fim, a conta

outros, referente a uma miríade de aplicadores, em outras palavras, as pessoas físicas com aplicações individuais no Tesouro Direto.

Tabela 1 - Detentores de títulos federais (%)

Composição	% (Julho, 2020)
Instituições financeiras	26,5
Fundos de investimento	26,4
Previdência	24,8
Não residentes	9,0
Governo	3,9
Seguradoras	3,9
Outros	5,5
Total	100,0

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional / Elaboração: Fabio Giambiagi

Estes detentores, com exceção das pessoas físicas nacionais que compram pelo Tesouro Direto, operam no mercado de títulos públicos de forma diferente, geralmente em volumes muito maiores e por meio de canais mais complexos, como nos leilões da dívida pública e por regulamentação específica no caso de investidores não residentes.

Os leilões da dívida pública são realizados pelo Tesouro Nacional³⁸ com o objetivo de emitir títulos públicos para financiar a Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi, pois como já discutido anteriormente, esses recursos podem ser utilizados para cobrir o déficit orçamentário, refinanciar a própria dívida ou atender possíveis projetos públicos. Assim, de maneira semelhante às operações voltadas à política monetária³⁹, os leilões primários permitem exclusivamente a participação de instituições financeiras habilitadas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC, os *dealers*.

Considerando as diretrizes contidas no Plano Anual de Financiamento - PAF, principal guia de referência sobre os rumos da gestão da dívida pública a cada ano, o Tesouro Nacional

³⁸ No Brasil, até 2001, o Banco Central estava autorizado a emitir títulos para serem utilizados em leilões formais. A partir da edição da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar no 101, de 4 de maio de 2000), o Banco perdeu essa autorização, cabendo ao Tesouro Nacional a prerrogativa de emissão de títulos públicos federais. (CARDIM et al., 2015, p.198).

³⁹ Em comparação com os demais leilões apresentados neste trabalho, o leilão da dívida possui um papel inferior no gerenciamento diário da liquidez do mercado, voltando-se mais para a função de sinalização da taxa de juros. (Fernando Cardim et al., 2015)

divulga, trimestralmente, o cronograma de leilões primários, como também as datas, tipo de leilão, os títulos negociados e as respectivas datas de vencimento. Vale salientar, que os títulos negociados no Tesouro Direto são os mesmos negociados em Leilões, porém em escalas e com nomes diferentes.

Tabela 2 - Tipos de Títulos Públicos

Sigla - Leilões	Nome - Leilões	Tesouro Direto
LFT	Letra Financeira do Tesouro	Tesouro Selic
LTN	Letra do Tesouro Nacional	Tesouro Prefixado
NTN-F	Nota do Tesouro Nacional, série F	Tesouro Prefixado com Juros Semestrais
NTN-B Principal	Nota do Tesouro Nacional Principal, série B	Tesouro IPCA+
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional, série B	Tesouro IPCA + com Juros Semestrais

Fonte: Em Busca do Tesouro Direto; Claudenir Vieira / Elaboração: Própria

De acordo com o Comunicado do Tesouro Nacional - Leilões de Títulos 2025⁴⁰, as terças-feiras serão oferecidas, de forma alternada, as NTN-B, com prazos de 3, 5, 7, 10, 25 e 40 anos, na primeira semana serão os títulos com vencimentos de 3, 7 e 25 anos, e na seguinte, os de 5, 10 e 40 anos, as LFT com prazos de 3 e 6 anos serão ofertadas todas as semanas em conjunto com as NTN-B. Já às quintas-feiras as LTN com prazos de 24, 48 e 72 meses ofertados semanalmente, enquanto as de 6 e 12 meses serão ofertadas de forma alternada, uma a cada semana, juntamente as LTN serão ofertadas semanalmente as NTN-F, com vencimentos de 7 e 10 ano.

A compra desta nova oferta de títulos no mercado inicia-se com um anúncio eletrônico para todas as instituições habilitadas a participar, constando os tipos de títulos que serão ofertados e as respectivas quantidades, o tipo de leilão, discriminatório/preço múltiplo ou preço uniforme, e as quantidades mínimas de cotação. Nos leilões discriminatórios, as instituições financeiras e demais participantes credenciados, podem apresentar mais de uma proposta de compra dos títulos, discriminando em cada uma delas a quantidade demandada e o respectivo preço de compra do título, com apuração feita em ordem decrescente de preço, onde a proposta com maior preço tem toda sua demanda atendida em termos de quantidade.

⁴⁰ Fonte: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_COMUNICADO:3067

Já nos leilões de preço uniforme, como o nome diz, todos os participantes do leilão pagam um preço uniforme, igual ao preço da última proposta vencedora na apuração, com as propostas também são relacionadas por ordem decrescente de preço. Assim, ao oferecerem um preço mais elevado que o preço vencedor, a instituição têm seu pedido em termos de quantidade integralmente atendidas, mas caso ofereça preço igual a última proposta vencedora, terá as quantidades parcialmente atendidas.

Por sua vez, os investidores estrangeiros, não residentes, sejam eles pessoas físicas ou jurídicas, fundos e outras entidades de investimento, seguem a regulamentação da Resolução Conjunta nº 13, emitida pelo Banco Central - Bacen e pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, que revoga a Resolução nº 4.373 do Bacen. Desta forma, para atuarem no mercado de títulos públicos brasileiro esses investidores precisam possuir no mínimo um representante autorizado pelo BC, obter registro na CVM e possuir no mínimo um custodiante autorizado pela CVM, este último não é obrigatório para o investidor não residente pessoa física.

Portanto, no Brasil, a compra direta de títulos públicos do governo, seja via Tesouro Direto ou leilões, é restrita à pessoa física nacional e às instituições *dealers*, respectivamente. Assim, os demais investidores, como outras instituições financeiras não *dealers*, fundos de investimento e seguradoras nacionais, além de não residentes, estes últimos, desde que cumpram a regulamentação específica, adquirem esses títulos através dos *dealers*, que realizam a função estipulada pela autoridade monetária, transmitir os efeitos das ações do Banco Central e Tesouro Nacional para as demais instituições.

6. Conclusão

Este estudo concentrou-se em analisar o papel dos títulos públicos nas operações de política monetária e fiscal, explorando o debate entre as correntes de pensamento econômico ortodoxa e heterodoxa que permeiam essas questões, utilizando a experiência da economia brasileira como exemplo empírico.

A abordagem teórica empregue possibilitou o entendimento sobre as diferentes interpretações da economia, com a aceitação da Lei de Say e da Teoria Quantitativa da Moeda - TQM, havendo, por parte da ortodoxia neoclássica, a negação do entesouramento, em função do ganho de juros no Mercado de Fundos de Empréstimos, e a concepção da dicotomia entre o real e o monetário, já que o monetário não afeta o real.

A heterodoxia keynesiana rejeita tanto a Lei de Say quanto a TQM, aceitando a prática do entesouramento em razão da preferência pela liquidez, oriunda da incerteza inerente a economia, a dicotomia entre o real e o monetário torna-se inter-relação, justificada pela taxa

de juros monetária interferir nas decisões de investimento. A heterodoxia de Marx também rejeita os pressupostos defendidos pela ortodoxia, porém argumenta de forma distinta sobre a defesa do entesouramento e da inter-relação entre o real e o monetário, pois para Marx o entesouramento é factível em consequência da contradição privado-social e do poder social do dinheiro, já a inter-relação é defendida através do processo de produção e circulação do capitalismo.

Adentrando no território da política monetária, o presente trabalho, inicialmente, relaciona-se com o pensamento econômico discorrido anteriormente, apresentando as definições novo-clássicas, corrente ortodoxa concebida em contraponto a revolução keynesiana, que considera a política monetária ineficaz na alteração de variáveis reais em virtude da hipótese das expectativas racionais e, a teoria pós-keynesiana, teóricos que seguem os escritos empregues nos rascunhos da Teoria Geral de Keynes, defendendo, no curto e no longo prazo, o impacto no emprego e no produto real por intervenção da política monetária.

Concluindo, através do panorama geral que expande a atuação da política monetária não somente na estabilidade de preços, como também no controle do nível de emprego e no crescimento econômico, uma das aplicações dos títulos públicos na economia. Assim, dada a concepção estrutural da política monetária, fragmentada em objetivos, metas e instrumentos, os recolhimentos compulsórios, as operações de redesconto e o mercado aberto, são meios ao qual a autoridade monetária alcança as metas e objetivos estabelecidos, tendo o mercado aberto, um dos três instrumentos da política monetária, compreendido como as operações de compra e venda de títulos públicos por parte da autoridade monetária, destacando-se entre os demais instrumentos, pois opera diretamente sobre as reservas bancárias, possibilitando o ajuste fino da taxa de juros diariamente.

A experiência brasileira, neste presente trabalho, aparece com o objetivo de demonstrar de forma prática como um país opera em política monetária, evidenciando de maneira mais detalhada, as operações de mercado aberto, em que encontra-se o cerne desta pesquisa, os títulos públicos. Desta forma, entende-se que o Banco Central do Brasil, realiza o controle e a definição da taxa de juros básica da economia brasileira, a taxa Selic, através das operações ocorridas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia - SELIC, tendo como apoio instituições credenciadas desses sistemas, os *dealers*, instituições autorizadas a negociar diretamente com o Tesouro Nacional e o Banco Central, e encarregados de transmitir os efeitos das ações da autoridade para as demais instituições.

Acerca da política fiscal, este estudo constatou que, por meio da gestão dos gastos públicos e da arrecadação tributária, é possível promover, de forma mais direta, o crescimento

econômico, a redução do desemprego, a estabilidade de preços, a distribuição mais equitativa da renda e a oferta eficiente de bens e serviços públicos, cabendo, a autoridade fiscal, ao identificar um desequilíbrio entre receitas e despesas, caracterizado por uma arrecadação inferior aos gastos ou diante da necessidade de implementar um projeto público, recorrer ao endividamento como instrumento de financiamento.

Este endividamento realizado pelo governo é o que constitui a dívida pública, empréstimo que permite a diluição dos custos auferidos ao longo do tempo, proporcionando que todas as gerações contribuam com o pagamento da dívida. Neste sentido, é no pagamento da dívida que dicotomia econômica aparece, pois considerando que o pagamento da dívida pública necessita de um bom controle do juro sobre a dívida e da existência de superávits primários, ambos elementos apresentados são alvos do embate entre ortodoxos e heterodoxos.

O embate entre as vertentes também evidencia os efeitos conhecidos como *crowding in* e *crowding out*. Para a heterodoxia, prevalece o *crowding in*, uma vez que o investimento é considerado a principal decisão econômica, capaz de gerar um efeito multiplicador sobre a renda e o produto, incentivando o investimento privado, já para a ortodoxia, predomina a visão do *crowding out*, segundo a qual o aumento dos gastos públicos promove a retração do investimento privado, dado que, nessa perspectiva, a política fiscal tende a ser inflacionária.

Na perspectiva ortodoxa, como já discorrido, a política monetária é considerada ineficaz no controle de variáveis reais da economia, compreendendo, conseqüentemente, que o controle da dívida pública depende essencialmente da contenção dos gastos fiscais e do combate à inflação, levando, caso bem implementando, na geração de superávits primários, proporcionando em uma maior confiança do mercado na capacidade de pagamento do governo, reduzindo os riscos e permitindo a cobrança de taxas de juros menores para o financiamento da dívida, sendo os superávits fiscais, portanto, a condição *sine qua non* para o controle da relação dívida/PIB.

Já na visão heterodoxa, que reconhece a eficácia da política monetária sobre variáveis reais, compreende-se que o controle da dívida pública passa pela redução do pagamento de juros sobre a dívida, que representa parcela significativa dos gastos públicos, pois a queda na taxa de juros não apenas reduz o custo da dívida como também impulsiona o crescimento do PIB, dado ao barateamento do crédito e a superioridade da eficiência marginal do capital em relação a queda na taxa de juros, tornando a redução da taxa de juros a condição *sine qua non* para o controle da relação dívida/PIB.

Novamente, o caso brasileiro direciona o presente trabalho a um consenso da realidade, ao demonstrar que apesar de todo o debate em torno do tema, o pagamento da

dívida pública não se dá, na prática, por meio de superávits fiscais, redução dos juros da dívida ou aumento da arrecadação tributária e receitas financeiras, apresentando que a principal forma de amortização da dívida, isto é, da dívida interna dado que o Brasil, tornou-se credor líquido, possuindo mais reservas internacionais do que dívida externa, é por meio da chamada rolagem da dívida, processo que consiste no refinanciamento contínuo feito pelo governo, que emite novos títulos públicos no mercado para quitar aqueles que estão vencendo, em outras palavras, uma dívida antiga é substituída por uma nova.

Em seguida, com o objetivo de auxiliar no entendimento sobre os títulos públicos, é discutido sobre o Mercado Financeiro, ramo da economia que engloba as transações de recursos financeiros transferidos de agentes superavitários para agentes deficitários. Assim, como o pagamento da dívida pública consiste em uma transação de recursos financeiros, com o governo atuando como a unidade deficitária, o mercado de títulos públicos, forma majoritária de financiamento da dívida pública, faz parte do Mercado Financeiro.

O mercado de títulos públicos, classifica-se como um mercado de títulos, pois, salvo o nome, este mercado é pautado por regras genéricas entre os tomadores e emprestadores, com os títulos da dívida permitindo que o investidor não se torna sócio do empreendimento, sendo remunerado por uma taxa de juros estabelecida. Este ambiente também apresenta mercados primários, baseado em emissões iniciais, e mercados secundários, baseado em renegociações, ambos com relações mercados, predominantemente, públicos, cujas condições de operação são iguais qualquer outro participante, com operações desintermediadas, para a ótica financeira, e voltadas ao recurso monetário.

No mercado brasileiro, este financiamento primário ocorre por meio do Tesouro Direto, programa do Tesouro Nacional e da B3, garantindo o acesso aos títulos públicos federais para pessoas físicas, e nos leilões da dívida pública, realizados pela autoridade monetária juntamente com os *dealers*, que renegociam com outras instituições financeiras não *dealers*, como os fundos de investimento e seguradoras nacionais, e também, caso sigam uma regulamentação específica para operar no mercado de títulos públicos brasileiro, com os não residentes, sejam eles pessoas físicas, pessoas jurídicas, instituições financeiras ou fundos.

Portanto, esta análise conclui que os títulos públicos são de extrema importância para a aplicação das políticas econômicas, pois operam tanto no controle da taxa de juros para a política monetária quanto no financiamento da dívida pública para a política fiscal. Além disso, a oposição entre as vertentes econômicas se reflete nos dois instrumentos de estabilidade econômica abordados, a política fiscal e a política monetária, demonstrando como as diferentes visões de mundo compreendem esta parte da economia, com a experiência

brasileira revelando a predominância de uma abordagem mais geral, que considera parte das teorias no operacional, que no Brasil ocorre no Sistema Especial de Liquidação e Custódia - SELIC e nos leilões da dívida pública, na qual os *dealers* exercem um papel relevante ao atuarem como intermediários estratégicos no suporte às autoridades, contribuindo tanto na implementação do financiamento fiscal quanto na condução da política monetária.

7. Referências

BACEN. **Relação de Dealers**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww4.bcb.gov.br%2FPortals%2Fdemab%2Fdealers%2Fperiodo_100225_310725.asp%3Fidpai%3D. Acesso em: 20 jul. 2025.

BACEN. **Resolução Conjunta nº 13 de 3/12/2024**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20Conjunta&numero=13>. Acesso em: 20 jul. 2025.

BACEN. **Resolução CMN nº 4.373 de 29/9/2014 (REVOGADO)**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=4373>. Acesso em: 14 jul. 2025.

BACEN. **Taxa Selic**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Acesso em: 17 jul. 2022.

CARDIM, Fernando et al. (2000) **Economia Monetária e Financeira - Teoria e Política**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2015.

CARVALHO, Fernando. **Economia Monetária e Financeira - Teoria e Política**. 3. ed. Rio de Janeiro: GEN Atlas, 2015. E-book. p.190. ISBN 9788595154896. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788595154896/>. Acesso em: 19 jul. 2025.

DOLLE, Camilla. FERREIRA, Luiz. RODRIGUES, Mayara. **Tudo que você precisa saber sobre leilões do Tesouro**. 29 abr. 2021. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/renda-fixa/relatorios/tudo-que-voce-precisa-saber-sobre-leiloes-do-tesouro/>. Acesso em: 20 jul. 2025.

DWECK, Esther. TEIXEIRA, Rodrigo Alves. **A POLÍTICA FISCAL DO GOVERNO DILMA E A CRISE ECONÔMICA**. In: Anais do Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Anais...Campinas(SP) IE-UNICAMP, 2019. Disponível em: <https://www.even3.com.br/anais/akb/53521-A-POLITICA-FISCAL-DO-GOVERNO-DILMA-E-A-CRISE-ECONOMICA>. Acesso em: 25/07/2025

FILHO, Eduardo Augusto de Lima Maldonado. SILVA, Giliad de Souza. **Teorias marxistas da inflação: uma revisão crítica**. Nova Economia: v.27, n.2, p.21-49, 2017.

FREDDO, Daniela. AMADO, Adriana. **Estado, moeda e regulação: como a concepção sobre a moeda afeta o papel do Estado na regulação econômica**. Cadernos do Desenvolvimento, Rio de Janeiro: v. 11, n. 18, pp.33-53, jan.-jun. 2016.

GIAMBIAGI, Fabio. **Tudo Sobre o Déficit Público**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Alta Books, 2021.

HUNT, E. K. **História do Pensamento Econômico**, Ed. Campus, Rio de Janeiro, 1982

INFOMONEY. **Taxa Selic: O que é, para que serve e como influencia seus investimentos.** 11 dez. 2024. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/taxa-selic/>. Acesso em: 21 jul. 2025.

KEYNES, J. (1936) **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.** Os Economistas, Tradução de Mário R. da Cruz. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

KEYNES, J. M. - “**Teorias ex-ante da Taxa de Juros**”, em *Literatura Econômica*, 9 (2): 165-172.

KEYNES, J.M. - “**Teorias Alternativas da Taxa de Juros**”, em *Literatura Econômica*, 9(2): 147-158, 1987

LOPES, Mariana de Lourdes Moreira. MOLLO, M. L. **O debate sobre a redução do déficit fiscal no Brasil: uma crítica pós-keynesiana.** Nova Economia: Belo Horizonte: 21 (1)_67-103, 2011.

MAIS RETORNO. **Crowding In.** 07 ago 2020. Disponível em: <https://maisretorno.com/portal/termos/c/crowding-in>. Acesso em: 26 jul. 2025.

MANKIWI, N.G. - “**Um curso rápido de revisão de macroeconomia**”, em *Journal of Economic Literature*, vol. XXVIII (dec/1990), p. 1645-1669, traduzido por T. S. Afanasieff e M. G. Rodriguez, revisto por V. Bastos.

MANKIWI, N G. (2001) **Princípios de macroeconomia.** 3. ed. Porto Alegre: +A Educação - Cengage Learning Brasil, 2013.

MANKIWI, N G. **Princípios de macroeconomia.** 3. ed. Porto Alegre: +A Educação - Cengage Learning Brasil, 2024. E-book. p.1. ISBN 9786555583717. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786555583717/>. Acesso em: 19 jul. 2025.

MARX, K., (1867) **O Capital - Livro I.** 1ª. ed. São Paulo: Boitempo, 2013.

MOLLO, M, L. **As Controvérsias Monetárias do Século XIX.** Ensaios FEE, Porto Alegre, 1994.

MOLLO, M. L. “**Ley de Say**”, Guerrero, D. (Coord.), *Lecturas de Economía*, Madrid, Ed. Sinesis, 2002.

MOLLO, M. L. “**Moeda, Taxa de Juros e Preferência pela Liquidez em Marx e Keynes**”, G.T.Lima e J. Sicsú (Org.), *Macroeconomia do Emprego e da Renda – Keynes e o Pós-Keynesianismo*, Barueri, Manole, 2003.

NUBANK. **Taxa Selic baixa: é bom ou ruim para meu dinheiro?.** 17 jun. 2020. Disponível em: <https://blog.nubank.com.br/taxa-selic-baixa-e-bom-ou-ruim/>. Acesso em: 21 jul. 2025.

Ohlin, B. - “**Teorias Alternativas da Taxa de Juros - réplica**”, em *Literatura Econômica*, 9 (2): 159-164. 1987.

REIS, Tiago. **Crowding out: entenda como o governo causa esse efeito econômico**. 10 mar. 2019. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/crowding-out/>. Acesso em: 26 jul. 2025.

SARGENT, T. & WALLACE, N. **Rational Expectations and the Theory of Economic Policy**. In: Lucas, R. & Sargent, T.(eds). Rational Expectations and Econometric Practice, Minneapolis: University of Minnesota Press, 1981.

SAMY, Dana. LONGUINI, Miguel. **Em Busca do Tesouro Direto**, 2ª. ed. São Paulo: Benvirá, 2015.

SENADO FEDERAL. Manual de Comunicação da Secom. **Política Fiscal**. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/manualdecomunicacao/guia-de-economia/politica-fiscal>. Acesso em: 07 jul. 2025.

SENADO FEDERAL. Manual de Comunicação da Secom. **Política Monetária**. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/manualdecomunicacao/guia-de-economia/politica-monetaria>. Acesso em: 26 jul. 2025.

SOUZA, Ana Livia Rodrigues et al. **Teoria do dinheiro em Marx: relevâncias e contribuições teóricas**. In: SEMANA UNIVERSITÁRIA DA URCA, 8., 2023, Crato. Anais [...]. Crato: URCA, 2023.

T2 EDUCAÇÃO. **Como a Política Fiscal do Brasil afeta o mercado e a economia**. Youtube, 23 set. 2024. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=hMdlufWhuwA>. Acesso em: 09 jul. 2025

T2 EDUCAÇÃO. **É assim que a TAXA SELIC impacta a ECONOMIA**. Youtube, 16 set. 2024. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=MWIPn_unyBE. Acesso em: 09 jul. 2025.

T2 EDUCAÇÃO. **O que é Open Market? Entenda o papel do Banco Central**. Youtube, 30 set. 2024. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=uSMLV5VheMI>. Acesso em: 09 jul. 2025.

TESOURO DIRETO. **Conheça todos os títulos do Tesouro Direto**. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/tipos-de-tesouro.htm>. Acesso em: 17 jun. 2025.

TESOURO DIRETO. **Como funciona o Mercado de Títulos?**. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/mercado-de-titulos-publicos.htm>. Acesso em: 17 jun. 2025.

TESOURO NACIONAL. **Dealers**. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/mercado-interno/dealers>. Acesso em: 09 jul. 2025.

TESOURO NACIONAL. **Sobre Política Fiscal**. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/estatisticas-fiscais-e-planejamento/sobre-politica-fiscal>. Acesso em: 07 jul. 2025.

TESOURO NACIONAL. **Estatísticas e Relatórios da Dívida Pública Federal**. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/divida-publica-federal/estatisticas-e-relatorios-da-divida-publica-federal>. Acesso em: 03 jul. 2025.

TESOURO NACIONAL. **Leilões da Dívida Pública**. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/mercado-interno/leiloes-da-divida-publica>. Acesso em: 20 jul. 2025.

TESOURO NACIONAL. **Comunicado do Tesouro Nacional - Leilões de Títulos 2025**. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_COMUNICADO:3067. Acesso em: 20 jul. 2025.

TESOURO NACIONAL. **Série Conheça a Dívida Pública - O que é Dívida Pública**. Youtube, 18 out. 2017. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=8XyOSz-ben0>. Acesso em: 03 jul 2025.

TESOURO NACIONAL. **Série Conheça a Dívida Pública - Quanto Custa**. Youtube, 23 out. 2017. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=KtK_dWabkpw. Acesso em: 03 jul 2025.

TESOURO NACIONAL. **Série Conheça a Dívida Pública - Quem Financia a Dívida Pública**. Youtube, 25 out. 2017. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=mAO2UNvSD5I>. Acesso em: 03 jul 2025.

TESOURO NACIONAL. **Série Conheça a Dívida Pública - Como o Governo Paga a Dívida Parte 1**. Youtube, 30 out. 2017. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=rT1qhReYkLc>. Acesso em: 03 jul 2025.

TESOURO NACIONAL. **Série Conheça a Dívida Pública - Como o Governo Paga a Dívida Parte 2**. Youtube, 01 nov. 2017. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=-RtWYASRHLQ>. Acesso em: 03 jul 2025.

TESOURO NACIONAL. **Série Conheça a Dívida Pública - Quem Administra**. Youtube, 06 nov. 2017. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=kg3BozDy9_8. Acesso em: 03 jul 2025.

TESOURO NACIONAL. **Conceitos Básicos**. 31 jul. 2014. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/perguntas-frequentes/divida-publica/conceitos-basicos>. Acesso em: 21 jul. 2025.

TESOURO NACIONAL. **Tesouro Nacional emite R\$ 40 bilhões em títulos para o Banco Central**. 02 mai. 2016. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/noticias/tesouro-nacional-emite-r-40-bilhoes-em-titulos-para-o-banco-central>. Acesso em: 21 jul. 2025.

TESOURO NACIONAL TRANSPARENTE. **Tesouro Nacional Transparente**. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/>. Acesso em: 13 jul. 2025.

TESOURO NACIONAL TRANSPARENTE. **Leilões e Emissões Externas**. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/divida-publica-federal/leiloes-e-emissoes-externas>. Acesso em: 13 jul. 2025.

TOPINVEST EDUCAÇÃO FINANCEIRA. **Dealers do Tesouro Nacional**. Youtube, 08 abr. 2021. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=lcX2VE8dSvs>. Acesso em: 09 jul. 2025.

VIEIRA, Claudenir. Vou Me Certificar. **Títulos públicos: diferença entre títulos no Leilão, Open Market e Tesouro Direto**. Youtube, 20 nov. 2020. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=LH9m3tSk7aQ>. Acesso em: 09 jul. 2025.