

## Política monetária e dívida pública

### Monetary policy and public debt

*Gerson Lima\**

---

#### Resumo

O objetivo deste artigo é mostrar que as operações do Banco Central no mercado aberto não criam nem destroem moeda. Venda de títulos da dívida pública significa tomar moeda emprestada, devolvendo-a mais tarde. O resgate desses títulos cria moeda, mas somente no valor dos respectivos juros. Este texto faz uma releitura do quadro dos fatores condicionantes da base monetária, enfatizando o endividamento público decorrente da política monetária e as conseqüências dos juros em termos de futuras emissões de títulos da dívida e moeda. Embora não esteja identificado a uma linha de pensamento em especial, este trabalho traz uma contribuição, limitada a este detalhe técnico operacional, para o debate sobre os fundamentos da teoria monetária.

**Palavras-chave:** mercado aberto; dívida pública; juros; emissão de moeda.

#### Abstract

This article aims at showing that Brazil's central bank operations in the open market neither issues nor destroys money. Selling bonds means borrowing money which will be given back later on. Redemptions do issue money, but restricted to respective interests. Methodologically, the text is a re-reading of the "Factors affecting the monetary base" table prepared by the central bank. What is new is the emphasis on the public debt which arises from monetary policy, and on the consequences of interest expenditures on future money and debt issuing. Despite identified with no specific economic theory strand, this paper brings about a contribution, limited to this technical operational detail, to the debate on the monetary policy foundations.

**Key words:** open market; public debt; interests; money issuing.

\* Economista e doutor em Economia pela Universidade de Paris. Professor de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Paraná - PUCPR.

gerson@macroambiente.com.br

O autor agradece aos dois pareceristas da Revista da FAE os comentários e críticas a uma versão prévia deste texto e, em especial, ao professor Márcio Domenici Alves Segundo por seu solícito apoio.

## Introdução

O tema abordado neste artigo está diretamente relacionado ao princípio de que a colocação de títulos da dívida pública no mercado aberto corresponde a uma destruição de moeda. A questão surge quando se observa que a dívida implica em pagamento de juros, o que, como qualquer outro gasto do governo federal, causa emissão de moeda. Assim, quando há emissão de títulos, retira-se moeda da economia provisoriamente, mas constrói-se dívida pública. Na maturação do título da dívida, emite-se moeda para pagar os juros. O endividamento público decorrente da política monetária reduz o estoque de moeda num primeiro instante, mas aumenta-o ainda mais num segundo momento.

O Banco Central do Brasil é uma autarquia do governo federal, ou seja, é uma entidade pública. Por isso, e diferentemente do caso dos bancos centrais privados dos países industrializados que predomina nos manuais de economia, ao resgatar um título da dívida pública o governo federal obriga o Banco Central do Brasil a emitir moeda. O registro da emissão e destruição de moeda é feito no “quadro dos fatores condicionantes da base monetária”.

Originalmente, esse quadro foi arquitetado com a finalidade de permitir à política monetária controlar a oferta de moeda, estando de acordo com o princípio de que os fatos geradores da criação de moeda são os gastos do governo. No entanto, no *modus operandi* da política monetária, somam-se o resultado primário do governo e o resultado em transações correntes com as operações financeiras de financiamento do governo federal e das contas com o exterior, respectivamente. Esse procedimento acaba por mostrar hoje um estoque de moeda que, em datas futuras, sofrerá alterações já decretadas mas não anunciadas.

O objetivo principal deste trabalho é mostrar que a política monetária de mercado aberto não cria nem destrói moeda. Para tanto, faz-se uma releitura do sistema operacional do quadro dos fatores condicionantes da base monetária apresentado nos manuais básicos de

macroeconomia e de teoria monetária. Na nova ordem dos fatos, introduz-se o compromisso do endividamento público com o gasto com juros. E, coerentemente com o exposto, elabora-se um novo conceito de moeda, a moeda primária, cuja possível vantagem é a de destacar claramente as causas das variações do estoque de moeda.

Este estudo pretende ser uma contribuição para a crítica da teoria monetária predominante, consolidada no programa de metas de inflação. O artigo, porém, é apenas uma peça acessória e externa à literatura que, quase sempre ligada a Keynes, une nomes importantes como Minsky, Moore, Rousseas, Wray, todos eles referenciados em pesquisas muito interessantes como, por exemplo, a de Meirelles (1998). Este trabalho entra no debate sobre a política monetária apenas para elucidar um detalhe técnico que, espera-se, seja relevante mas, com certeza, apenas um detalhe técnico.

O texto está dividido em duas partes. Na primeira, em que se descreve o mecanismo de criação e destruição de moeda, enfatiza-se a noção de que, no exercício exclusivo da política monetária, não há meio de se contrair de modo definitivo a base monetária. Na segunda parte, apresenta-se uma sugestão de um novo conceito de moeda, cujas variações seriam dadas pelo superávit primário do governo federal, pelo superávit em transações correntes e pelos resultados financeiros do governo federal e do Banco Central nas suas operações tipicamente monetárias. Em uma seção final, apresentam-se algumas observações de conclusão do trabalho.

## 1 Criação e destruição de moeda

### 1.1 A base monetária e os fatores de expansão

De acordo com a teoria monetária exposta nos manuais mais utilizados, é indispensável controlar, de modo autônomo com relação à economia, o estoque de meios de pagamento. Esse controle, por permitir atender em primeiro lugar aos objetivos da política

monetária, seria a condição necessária para que, na seqüência, fossem viabilizados os objetivos da política econômica de modo geral.

Esse princípio tornou-se menos importante quando se consolidaram a teoria e a política monetárias no programa de metas de inflação. O consenso moderno é o de que o único instrumento a ser utilizado no controle da inflação é a taxa de juros. Nesse caso, dada a taxa de juros fixada pelo Banco Central, os bancos aplicam em títulos da dívida pública as reservas resultantes do excesso de oferta em relação ao volume demandado pelos agentes econômicos. Assim, quanto maior a taxa de juros maior quantidade demandada de títulos públicos e, portanto, menor o estoque de meios de pagamento.

Nesse contexto, o estoque de meios de pagamento é definido pelo papel moeda em poder do público mais os depósitos à vista nos bancos comerciais, sendo idêntico ao produto da base monetária pelo multiplicador bancário. Cabe, então, ao Banco Central administrar o multiplicador e a base monetária. Por definição, o multiplicador corresponde ao inverso da soma ponderada das reservas voluntárias e compulsórias, cujos níveis são, na sua maior parte, determinados pelo Banco Central.

Dado que este texto concentra-se na política monetária enquanto administração da base monetária através do mercado aberto, não há nele referências aos instrumentos que regulam o multiplicador. Além disso, há tempos a gestão do multiplicador bancário vem perdendo o seu espaço como instrumento de controle da oferta de moeda, seja por opção teórica, seja porque na prática ele já foi usado ao máximo, seja ainda porque seu uso foi desvirtuado pelo fato de se remunerarem os depósitos compulsórios.<sup>1</sup> O efeito do multiplicador é expandir a base monetária que, por isso, é também chamada de moeda de alto poder de expansão.

A base monetária é formalmente definida pela soma do papel moeda emitido e das reservas bancárias.

O papel moeda emitido mostra o estoque atual de toda a moeda manual fabricada pela Casa da Moeda desde o início dos tempos, líquido das destruições físicas havidas. As reservas bancárias correspondem ao saldo das reservas técnicas dos bancos mas, além disso, elas

[...] podem e devem ser vistas como contas-correntes onde são lançados todos os créditos e débitos oriundos das operações que seus detentores realizam com seus similares, com o Tesouro Nacional e com o próprio Banco Central (ARAÚJO, 2002, p. 26).

---

***Há tempos a gestão  
do multiplicador  
bancário vem perdendo  
o seu espaço como  
instrumento de controle  
da oferta de moeda***

---

Por isso, é pela conta “reservas bancárias” da base monetária que transita toda a moeda escritural emitida ou destruída pelo Banco Central.

Dado o multiplicador, o Banco Central emite ou destrói moeda comprando ou vendendo títulos da dívida pública.

Um dos métodos mais importantes de controle do estoque de moeda é a compra e venda de títulos do governo no mercado aberto (*open market*), isto é, no mercado de títulos do governo (FROYEN, 1999, p. 418).

Quanto à forma da emissão,

[...] quando o Banco Central compra um título e paga com um depósito a favor do banco comercial no próprio Banco Central, ele cria moeda de alto poder de expansão com um simples golpe de caneta (DORNBUSCH e FISCHER, 1990, p. 394).

O instrumento de acompanhamento do processo de criação e destruição de moeda pelo Banco Central é o quadro dos fatores condicionantes da base monetária,

<sup>1</sup> No passivo do balancete do Banco Central, constam como reservas técnicas apenas as reservas da base monetária tradicional. Contudo, de acordo com as regras do início de 2003, estas correspondem a cerca de um quarto do total de reservas compulsórias sobre depósitos à vista, a prazo e cadernetas de poupança. Portanto, cerca de 75% das reservas compulsórias são remuneradas. Ou seja, 75% dos depósitos remunerados são a mesma coisa que títulos da dívida pública que rendem juros.

no qual são lançados contabilmente os fluxos financeiros que levam à expansão ou contração da base monetária. Entendendo-se por “condicionantes” os fatos exógenos ao Banco Central que exigem sua atuação, então os fatores condicionantes seriam apenas dois: o movimento da conta corrente do governo federal junto ao Banco Central, denominado “operações do Tesouro Nacional”, e o resultado das compras e vendas de divisas por parte do Banco Central, chamado “operações do setor externo”.

O principal instrumento do Banco Central para controlar uma eventual redução da base monetária causada pelo Tesouro Nacional ou pelas operações cambiais é a compra de títulos públicos no mercado aberto. E vice-versa, ao colocar títulos públicos no mercado, o Banco Central pode estar retirando base monetária como contrapartida a uma expansão promovida pelo Tesouro Nacional ou pelo movimento de compra e venda de divisas. Por exemplo,

[...] as operações regulares do governo, como a arrecadação de tributos e o pagamento de salários, resultam numa considerável esterilização ou criação de base monetária que o Banco Central é obrigado a incluir em sua programação e compensar adequadamente (BALIÑO, 1994, p.138).

Os valores das compras e vendas de títulos públicos no mercado aberto são lançados, no quadro dos fatores condicionantes da base monetária, em um item denominado “operações com títulos públicos federais”.

Paralelamente àqueles fatores externos, podem-se consolidar as operações com títulos e todos os demais fatores condicionantes da base monetária ainda não citados, posto que sob controle do Banco Central, no item “operações monetárias”. Essas operações monetárias são o resíduo da base monetária quando dela são retiradas as operações do Tesouro Nacional e do setor externo. Na tabela 1, é apresentada a série de variações da base monetária no período 1995-2004, usando essa classificação simplificada.<sup>2</sup>

A tabela 1 mostra que, nos últimos dez anos, as operações do Tesouro Nacional mais as operações do

setor externo levaram a uma contração da oferta de moeda. Por outro lado, as operações monetárias do Banco Central expandiram o estoque de moeda em proporção maior, conduzindo, então, a um aumento líquido de 100 bilhões de reais da base monetária. Poder-se-ia imaginar que, nesse período, o Banco Central, tendo verificado que o Tesouro Nacional e o setor externo causaram uma contração autônoma da base monetária, adotou uma medida compensatória e emitiu moeda por meio da compra de títulos do governo federal que estavam em poder do público.

TABELA 1 - VARIAÇÕES DA BASE MONETÁRIA SEGUNDO OS FATORES DE EXPANSÃO - BRASIL - 1995-2004

PERÍODO	OPERAÇÕES DO TESOURO NACIONAL (A)	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO (B)	OPERAÇÕES DO TESOURO NACIONAL MAIS SETOR EXTERNO (C=A+B)	OPERAÇÕES MONETÁRIAS (D=E-C)	TOTAL DAS OPERAÇÕES (E)
1995	-8,9	33,5	24,5	-15,6	9,0
1996	10,6	19,1	29,7	-33,3	-3,6
1997	-9,0	-16,0	-25,0	46,2	21,3
1998	-25,5	-36,1	-61,6	74,0	12,4
1999	-24,8	-23,7	-48,6	63,3	14,8
2000	-39,1	6,5	-32,6	31,5	-1,1
2001	-16,4	-25,5	-41,8	49,5	7,6
2002	-25,5	-32,9	-58,4	83,3	24,9
2003	-1,2	0,7	-0,5	0,4	-0,1
2004	-48,3	14,6	-33,7	49,3	15,5
TOTAL	-188,0	-59,9	-247,9	348,6	100,7

FORNTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN - Boletim Mensal (Quadros II.1 e II.2)

NOTA: Índice usa do: Deflator Implícito do PIB. Valores em bilhões de reais de 2004.

Note-se todavia que, neste caso, é necessário que o governo tenha, em um momento anterior, vendido esses títulos para o público; ou seja, é indispensável que no momento da compra de títulos para regular a oferta de moeda exista dívida pública. Em outros termos, para que o Banco Central possa emitir moeda por esse instrumento, é preciso que ele retire essa moeda em momentos anteriores.

<sup>2</sup> Essa classificação segue o método introduzido em Lima e Kovalski (2000). No presente texto, avança-se no tema lá tratado para mostrar que a política monetária de mercado aberto não cria nem destrói moeda.

## 1.2 Emissão de moeda com contrapartida real

Um dos fatores condicionantes da base monetária externos ao Banco Central é o gasto fiscal do governo federal, incluído nas operações do Tesouro Nacional. Quando o governo, fazendo *política fiscal*,<sup>3</sup> gasta além do que arrecada em tributos, o Banco Central é *obrigado* a emitir moeda. Neste caso, o Banco Central paga o cheque emitido pelo Tesouro Nacional com moeda escritural que ele mesmo cria: "Governments issue money to buy what they need [...]" (WRAY, 1998, p.9).

O valor do cheque é lançado, no quadro dos fatores condicionantes da base monetária, no item "Tesouro Nacional", com sinal positivo. Simultaneamente, lança-se o mesmo valor com sinal positivo no subitem "reservas bancárias" das "variações da base". Há, assim, um aumento das reservas, mas note-se que o valor creditado ao banco comercial não é, de fato, reserva desse banco e sim apenas um crédito a ser transferido a um de seus clientes. Dessa forma, há um aumento definitivo da base monetária, causado pelo exercício da política fiscal, política esta que, teoricamente, deveria estar fora do controle do Banco Central.

Do mesmo modo, o Banco Central é *obrigado* a emitir moeda quando, em decorrência do sucesso da *política cambial*,<sup>4</sup> as receitas de divisas nas transações correntes do país superam as despesas. Nesse caso, o governo, por intermédio do Banco Central, compra as divisas excedentes e paga com a moeda nacional que ele mesmo cria, sempre "com um simples golpe de caneta". Mais uma vez, o Banco Central faz os lançamentos contábeis apropriados, creditando a conta do banco comercial que entregou as divisas e colocando essas divisas no seu ativo.

O valor das divisas é lançado, no quadro dos fatores condicionantes da base monetária, no item "operações do setor externo", com sinal positivo. Ao mesmo tempo, lança-se o mesmo valor com sinal positivo na coluna "variações da base", como uma expansão das "reservas

bancárias". Observe-se, mais uma vez, que o valor creditado ao banco comercial não é de fato reserva desse banco, mas apenas um crédito a ser transferido ao seu cliente exportador que vendeu as divisas. Há, assim, um aumento definitivo da base monetária, causado pela política cambial, política esta que está fora do controle do Banco Central.

Esses dois fatores condicionantes externos ao Banco Central obrigam a emissão de moeda, em geral como contrapartida a fatos ocorridos do lado real da economia. Normalmente, a política fiscal implica em compras, sejam do governo, dos servidores ou dos aposentados, no setor produtivo nacional. A compra de divisas dentro da política cambial significa que houve produção para exportação. Nos dois casos, deve haver uma expansão da demanda agregada simultaneamente à criação de moeda nova.

## 1.3 Emissão de moeda pela política monetária

O Banco Central pode emitir moeda no exercício da política monetária. Tal emissão pode se dar em operações de socorro a bancos comerciais, mas o principal fato gerador é o pagamento de juros da dívida pública. No aspecto legal da questão, a política monetária concede ao Banco Central poder discricionário suficiente para, a seu critério, aumentar ou reduzir o volume de dinheiro em circulação.

<sup>3</sup> Entende-se aqui política fiscal como sinônimo de expansão da demanda agregada via gastos fiscais, ou de expansão da oferta agregada via corte de impostos, sempre com a finalidade de aumentar a oferta de postos de trabalho. Por extensão, corte de gastos fiscais e elevação de tributos não são política fiscal.

<sup>4</sup> Entende-se aqui política cambial como sinônimo de expansão da demanda agregada, em geral pela desvalorização da moeda nacional. Por extensão, a valorização da moeda nacional mediante investimentos ou empréstimos externos não é política cambial.

Contudo, para que em um dia o Banco Central possa emitir moeda por sua própria iniciativa, pagando os juros dos títulos da dívida pública, é necessário que, neste dia, a dívida já exista; ou seja, o governo deve, antecipadamente à criação de moeda por esse meio, emitir dívida pública. Entretanto, na arquitetura da base monetária, o pagamento dos juros é omitido. Esse gasto fica embutido no valor da compra de títulos públicos, que compõe a coluna “operações monetárias” da tabela 1.

Assim, do mesmo modo que foi descrito anteriormente, o valor da compra dos títulos, com os juros incluídos, é lançado no item “operações com títulos públicos federais”, no quadro dos fatores condicionantes da base monetária, com sinal positivo.<sup>5</sup> Ao mesmo tempo, lança-se o mesmo valor como aumento das “reservas bancárias”. Vale repetir que o valor creditado ao banco comercial não é reserva desse banco, mas um crédito a ser transferido a alguns clientes ou à tesouraria do banco comercial. Há, assim, um aumento definitivo da base monetária, causado pelo gasto com juros da dívida pública.

Do mesmo modo que um gasto fiscal ou a compra de divisas, o gasto do governo com juros obriga a emissão de moeda e, portanto, causa um aumento do seu estoque. Diferentemente daqueles gastos, contudo, a emissão de moeda por conta do pagamento de juros da dívida pública não está associada a um simultâneo crescimento da produção.

#### 1.4 Destruição de moeda

No sentido inverso, para se destruir moeda, o caminho natural é de que sejam feitas as mesmas três operações (fiscal, cambial ou monetária), com o sinal trocado. No caso da política monetária, o Banco Central destrói moeda vendendo títulos da dívida pública de sua carteira. Com isso, toma dinheiro emprestado do público e mantém essa moeda guardada, isto é,

“reservada”, por algum tempo. O Banco Central faz os lançamentos contábeis apropriados, creditando o Tesouro Nacional e debitando a conta do banco comercial que comprou os títulos. Os títulos saem da conta de custódia do Banco Central, enquanto é retirado um valor equivalente da conta do banco comercial.

Assim, a dívida do governo junto ao público aumenta. Apesar disso, o Banco Central não registra essa operação como um empréstimo; isto é, o *modus operandi* da política monetária não leva em conta o fato de que, em uma data futura, será necessário resgatar o título e pagar os respectivos juros. No quadro dos fatores condicionantes da base monetária, o valor da venda dos títulos é lançado no item “operações com títulos públicos federais”, com sinal negativo. Ao mesmo tempo, reduz-se a base monetária lançando-se o mesmo valor negativo na conta “reservas bancárias”. Dado que, em um dia, haverá o resgate do título da dívida pública, a redução da base monetária assim realizada é temporária. Em resumo, essa medida compensatória é provisória e implica em gastos futuros, ou seja, na posterior emissão de moeda.

Além da emissão de dívida, a teoria monetária admite também que as políticas fiscal e cambial podem e devem ser usadas como instrumentos monetários para destruir moeda. Do lado da política fiscal, há destruição de moeda quando o governo gera um superávit primário. Nesse caso, o que prevalece liquidamente, por um certo período, é a receita de impostos. Nos devidos lançamentos contábeis, o Banco Central credita a conta do Tesouro Nacional e debita a conta do banco comercial que fez a remessa do dinheiro arrecadado da população.

O valor do imposto recolhido é creditado pelo Banco Central na conta do Tesouro Nacional, ao tempo em que ele debita a conta do banco que faz o

<sup>5</sup> O procedimento é o mesmo quando da recompra de títulos ou, mais genericamente, do lado da compra na rolagem de títulos da dívida pública feita pelo Banco Central.

recolhimento. No quadro dos fatores condicionantes da base monetária, o valor do imposto é lançado no item "Tesouro Nacional", com sinal negativo. Ao mesmo tempo, lança-se igual valor com sinal negativo na coluna "reservas bancárias" das "variações da base". O valor debitado aos bancos não é parte das reservas de fato, mas uma transferência feita à ordem de clientes. Há, assim, uma redução definitiva da base monetária, creditada ao exercício da política fiscal mas, em geral, patrocinada pela política monetária no uso de um instrumento de natureza fiscal.

A colocação de títulos da dívida pública diretamente pelo Tesouro Nacional no mercado financeiro segue o mesmo procedimento e também contrai a base monetária, atuando como um instrumento auxiliar da política monetária. O Banco Central credita o valor de venda do título na conta do Tesouro Nacional, debita a conta do banco que comprou o título e faz os correspondentes lançamentos no quadro dos fatores condicionantes da base monetária. Ocorre, assim, uma redução da base monetária que, todavia, não é definitiva, pois trata-se de um instrumento de natureza monetária. Os empréstimos que financiam os gastos do governo federal não são receita e, portanto, não têm característica de operação fiscal e não podem contrair a base monetária definitivamente.

O uso monetário da política fiscal pode levar também a uma emissão de moeda. Isso acontece, por exemplo, quando são usados recursos do Tesouro Nacional para socorrer bancos oficiais em dificuldades decorrentes de perdas no mercado financeiro. O valor do socorro, o qual pode se dar na forma de uma aquisição de ações do banco potencialmente insolvente, é lançado no item "Tesouro Nacional", no quadro dos fatores condicionantes da base monetária, com sinal positivo. Ao mesmo tempo, lança-se o mesmo valor com sinal positivo na coluna "reservas bancárias" das "variações da base". Há, assim, um aumento definitivo da base monetária, creditado ao exercício da política

fiscal mas, de fato, causado pela política monetária no uso de um instrumento de natureza fiscal.

Do lado da política cambial, há destruição de moeda quando o País, em lugar de um superávit, tem um déficit em transações correntes. Isso pode ser conseguido, em geral, com o apoio de uma política monetária de taxas de juros elevadas, através da entrada de capitais externos, cujo efeito é valorizar artificialmente a moeda nacional. Dessa forma, promovem-se as importações e penalizam-se as exportações, gerando o déficit. Lançam-se, então, valores negativos na conta "operações do setor externo", reduzindo-se o saldo no item "reservas bancárias". Há, assim, uma redução definitiva da base monetária, creditada ao exercício da política cambial mas, em geral, causada pela política monetária no uso de um instrumento de natureza cambial.

De outro modo, o Banco Central é obrigado a comprar aqueles dólares que entram na forma de capitais externos, ou seja, investimentos, empréstimos e financiamentos, os quais provocam e financiam o déficit em transações correntes. Como anteriormente descrito, o valor das divisas é lançado, com sinal positivo, no quadro dos fatores condicionantes da base monetária, no item "operações do setor externo" e na coluna "reservas bancárias".

Consolidando os movimentos de criação e destruição de moeda pela via da política cambial, tem-se que, no período em que a entrada de capitais externos for insuficiente para cobrir o déficit em transações correntes, na resultante dos dois movimentos haverá uma tendência de constante redução da base monetária. Por outro lado, enquanto a entrada de capitais for maior que o déficit externo, a base monetária tenderá a crescer no decorrer do tempo.

Mas esse ponto tem ainda mais um desdobramento, pois a emissão de moeda pelo Banco Central para comprar o excesso de dólares pode ser seguida de uma colocação de títulos da dívida pública. Com isso, caso a entrada de capitais seja maior que o déficit externo,

a tendência de crescimento da base monetária será acelerada pelo pagamento de juros.

Por último, a operação inversa à criação de moeda por meio do pagamento de juros feito pela política monetária é pouco evidente. De fato, para se destruir moeda fazendo o contrário de gastar com juros, seria preciso receber juros. Seria necessário, dessa forma, que o governo emprestasse dinheiro para o público, que, tendo ou não usado o capital financeiro para produzir e gerar receita, pagaria juros ao governo. Esse pagamento, do mesmo modo que o recolhimento de impostos, destruiria moeda. Entretanto, essa distribuição de créditos para o público seria uma política fiscal e não monetária.

Note-se ainda que, para se destruir moeda por esse caminho, seria necessário que se emitisse, previamente, moeda para emprestar ao público. Da mesma forma que para se emitir moeda pagando juros é preciso antes recolher moeda, antes de se destruir moeda recebendo juros é preciso emitir moeda, mas por outro caminho que não pagando juros. Por essas razões, a política monetária é, por si mesma, incapaz de destruir moeda. O instrumental da política monetária só permite reduzir a base temporariamente, com juros a pagar e, portanto, expandindo a base em proporção maior posteriormente.

---

***A única forma de se reduzir o estoque de moeda definitivamente e sem custo é de natureza não-monetária***

---

No exercício exclusivo da política monetária, não há meio de se contrair de modo definitivo a base monetária, e a tentativa de fazê-lo causa uma posterior emissão de moeda devido aos juros – essa expansão posterior da base monetária é maior do que a contração temporária aparentemente conseguida. A única forma de se reduzir o estoque de moeda definitivamente e sem custo é de natureza não-monetária. Essa saída significa a destruição definitiva de moeda mediante a inversão das políticas fiscal e cambial, ambas teoricamente fora do controle do Banco Central.

## 2 Moeda primária

Alternativamente, ou em conjunto com a base monetária, poderia ser implantado um novo conceito de moeda, no estilo empreendido com a criação da base monetária ampliada.<sup>6</sup> Chamando esse novo conceito de “moeda primária ampliada”, sua emissão e destruição seria composta dos dois itens básicos: a moeda primária e os gastos financeiros do Tesouro Nacional e do Banco Central. A moeda primária seria dada pela diferença entre os gastos e as receitas fiscais somada à diferença entre as entradas e as saídas de divisas em transações correntes. Portanto, a emissão e a destruição de moeda primária seriam dadas pela soma entre o déficit do Tesouro Nacional e o superávit em transações correntes.

A tabela 2 mostra quais seriam as variações do estoque dessa moeda nos últimos dez anos. Do mesmo modo que o procedimento tradicional, a tabela poderia também ser chamada de “quadro dos fatores condicionantes” da oferta de moeda. Por questão de simplicidade, os gastos financeiros referem-se apenas ao pagamento de juros dos títulos da dívida pública fora do Banco Central.

A tabela 2 indica que, no período, foram emitidos mais de 800 bilhões de reais por conta do pagamento de juros da dívida pública federal. Nesta década, a administração da oferta de moeda perdeu muitos graus de liberdade, tendo estado fortemente condicionada pelo fluxo de pagamentos de juros da dívida pública

<sup>6</sup> Tabela II.4 do Boletim Mensal do Banco Central. Esse conceito de moeda, que inclui parte dos (juros pagos pelos) títulos da dívida pública, foi criado pelo Conselho Monetário Nacional em 30 de novembro de 1994 e implantado com dados a partir de agosto do mesmo ano. O Banco Central passou a publicar no seu Boletim Mensal – à semelhança do “Quadro dos fatores condicionantes da base monetária” – um quadro com os fatores condicionantes da base monetária ampliada. Como era de se esperar, esse quadro mostrava que o principal fator de expansão da oferta de moeda era o pagamento de juros da dívida pública (LIMA e KOVALSKI, 2000, p.40). Esse quadro foi descontinuado em junho de 1996.



construída em anos anteriores. Por outro lado, parece proposital o sistemático uso invertido dos instrumentos de política fiscal na geração de superávits com o objetivo de destruir moeda e impedir a expansão da oferta monetária. Por essa via, retirou-se mais da metade da emissão feita pelos juros.

TABELA 2 - VARIAÇÕES DO ESTOQUE DA MOEDA PRIMÁRIA SEGUNDO AS CAUSAS DE EMISSÃO - BRASIL - 1995-2004

PERÍODO	DÉFICIT DO TESOURO NACIONAL (A)	SUPERÁVIT EM TRANSAÇÕES CORRENTES (B)	MOEDA PRIMÁRIA (C=A+B)	GASTOS FINANCEIROS DO TESOURO NACIONAL E DO BANCO CENTRAL (D)	MOEDA PRIMÁRIA AMPLIADA (C+D)
1995	-17,5	-41,0	-58,4	42,1	-16,4
1996	-13,3	-46,9	-60,2	43,7	-16,5
1997	-25,1	-63,8	-88,9	36,3	-52,6
1998	-31,1	-66,6	-97,7	91,7	-6,0
1999	-54,4	-73,5	-127,9	141,8	13,9
2000	-49,4	-68,4	-117,8	80,9	-37,0
2001	-54,2	-73,1	-127,2	91,0	-36,2
2002	-62,4	-20,8	-83,2	147,6	64,3
2003	-76,1	10,5	-65,6	84,6	18,9
2004	-81,6	<sup>(1)</sup> 11,6	-69,9	76,1	6,1
TOTAL	-465,1	-432,0	-897,1	835,8	-61,3

FONTE DOS DADOS BRUTOS DO DÉFICIT PRIMÁRIO DO TESOURO NACIONAL: BACEN - Boletim Mensal, Síntese da Execução Financeira do Tesouro Nacional

FONTE DOS DADOS BRUTOS DO SUPERÁVIT EM TRANSAÇÕES CORRENTES: FIBGE - Sistema de Contas Nacionais

FONTE DOS DADOS BRUTOS DO GASTO COM JUROS: BACEN - Séries temporais, finanças públicas

NOTA: Índice usado: Deflator Implícito do PIB. Valores em bilhões de reais de 2004.

(1) O superávit em transações correntes de 2004 foi estimado pelo saldo em dólares e pela taxa de câmbio informados pelo Boletim do Banco Central.

A política cambial também colaborou para a destruição de moeda, gerando déficits em transações correntes por quase todo o período. Talvez o uso desse instrumento tenha se esgotado em decorrência do crescimento excessivo da dívida externa. Mesmo assim, a contribuição do déficit externo foi da mesma ordem do superávit primário, retirando o equivalente a mais da metade da emissão feita por conta do pagamento de juros da dívida pública.

Consegue-se, assim, uma redução definitiva do saldo da moeda primária ampliada, creditada ao exercício da política fiscal ou cambial mas, na realidade, causada pela política monetária no uso de instrumentos de natureza fiscal ou cambial.<sup>7</sup> Essa forma de contração da oferta de moeda não tem o custo direto do pagamento de juros da política monetária. Entretanto, é possível que haja

um custo elevado para a economia brasileira se o superávit do Tesouro Nacional e o déficit externo provocarem queda na produção, no emprego e até na própria arrecadação de impostos do governo federal.

Essa mecânica monetarista parece estar em linha com a observação de Biasoto (2003, p.65), quando este aponta que:

Sem dúvida, a política fiscal seguirá sendo a variável de ajuste, por via do superávit primário, para as tensões macroeconômicas que o ordenamento da mobilidade de capitais, taxas de câmbio flexíveis e juros elevados produzem. Por decorrência, o Estado seguirá paralisado frente a soberania dos mercados.

A tentativa de se praticar política monetária causa um gasto com juros. Como a política monetária não gera receita própria, *ceteris paribus* as políticas fiscal e cambial, esses juros serão pagos ou com a simples emissão de base monetária ou com o aumento da dívida pública, em geral com os dois. Se, apesar dessa impossibilidade operacional, adota-se a política monetária como instrumento de controle da oferta de moeda, a dívida pública poderá seguir uma trajetória explosiva.

A solução derivada da teoria monetária para evitar a trajetória explosiva da dívida pública é o superávit primário, ou seja, a destruição de moeda pelo uso da política fiscal como se esta fosse um instrumento monetário. Como mostra a tabela 2, isto é o que vem sendo feito, pelo menos nos últimos dez anos, em decorrência do endividamento de períodos anteriores.

A diferença entre as tabelas 1 e 2 é que, naquela, aos fluxos reais são somadas as emissões e os resgates de dívida, tanto interna quanto externa. Além disso, segundo a tabela 2 teria havido uma contração da oferta de moeda, quando a tabela 1 mostra uma expansão de 100 bilhões de reais de 2004. A discrepância deve-se à ausência, na tabela 2, de outros

<sup>7</sup> Em Lima e Kovalski (2000), demonstra-se que o controle da base monetária, na década de 1990, foi obtido pelo ajuste fiscal e déficit em transações correntes, pois a política monetária contribuiu para uma forte expansão da base.

gastos financeiros que não os juros da dívida pública fora do Banco Central. Incluídos esses outros gastos financeiros, os resultados finais deveriam ser iguais.

A conceituação e o procedimento tradicional de mensuração da base monetária podem induzir o analista econômico a um viés de interpretação e de decisão, pois transfere para um futuro não informado o momento em que a oferta de moeda será alterada em consequência de medidas atuais de contenção da base monetária.

## Conclusão

A pesquisa, a curiosidade e a discussão sobre a moeda parecem ser tão antigas quanto o próprio homem. Modernamente, a julgar pela definição de moeda geralmente aceita, o fato gerador da criação de moeda continua sendo o gasto do governo. Dois tipos de gastos estão associados à expansão da produção: o déficit primário do governo federal e o superávit em transações correntes. No sentido inverso, os resultados opostos, ou seja, o superávit fiscal e o déficit em transações correntes, destroem moeda.

Há ainda um gasto do governo que, embora não diretamente associado à expansão da produção, também cria moeda: o gasto financeiro. Contudo, não é possível destruir a moeda gerada pelo gasto financeiro por meio de medidas na área monetária, pois o governo não consegue gerar receita financeira sem que, previamente, tenha feito algum tipo de política fiscal.

A teoria monetária não segue esses princípios e adota um modelo no qual se estabelece que a emissão de moeda se dá pela compra de títulos públicos. Na realidade, porém, para comprar títulos do governo,

este deve, antes, vender seus títulos para o público. Evidentemente, ele não compra títulos da dívida pública em uma atitude original; o que faz é resgatar títulos antes emitidos. Em consequência, ao resgatar títulos públicos, o Banco Central não faz uma emissão original de moeda, mas sim uma devolução da moeda antes recolhida do mercado. Por isso, a moeda assim emitida é somente a parcela referente aos juros desses títulos. O fato gerador da emissão de moeda através da política monetária é a prévia emissão de títulos, isto é, o prévio saque no sistema financeiro.

Assim, a política monetária não retira, por ela mesma, moeda de circulação de modo definitivo, mas apenas toma emprestada a moeda e a devolve no futuro. Visto de outro ângulo, os bancos aplicam moeda em títulos do governo. Dado que o governo não aplica essa moeda emprestada, a dívida pública é uma reserva de moeda, socializada no custo e privatizada na remuneração.

Parece, portanto, ser oportuna a sugestão do conceito de "moeda primária", composta pelo déficit primário do Tesouro Nacional e o superávit em transações correntes. Essa moeda estaria diretamente associada ao lado real da economia. Mantido o equilíbrio das contas externas, os temidos efeitos negativos de eventuais excessos de emissão, derivados de excessos de gastos do governo, poderiam então ser evitados sem incorrer-se em gastos com juros. Para tanto, poderia ser feita uma espécie de ajuste fiscal, isto é, remanejar verbas dentro do orçamento aprovado pelo Congresso Nacional. Dessa forma, o orçamento do governo seria também utilizado, como de fato o é hoje, como instrumento de controle da oferta de moeda.

- Recebido em: 21/07/2005
- Aprovado em: 08/02/2006

## Referências

- ARAÚJO, C. H. V. Mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto no Brasil - aspectos históricos e operacionais. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, n.12, jan. 2002. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 30 jun. 2005.
- BALIÑO, T. J. **A política monetária, a dívida pública e a independência do Banco Central**: aspectos institucionais. Trabalho apresentado ao Seminário Políticas para o Crescimento: a experiência da América Latina. (Promovido pelo Fundo Monetário Internacional, Banco Central do Brasil e Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro). Mangaratiba, RJ, mar. 1994.
- BIASOTO JR., G. As dúvidas da sustentabilidade. **Boletim Política Econômica em Foco**, Campinas, n.2, p.54-65, set./dez. 2003.
- DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. **Macroeconomics**. New York: McGraw-Hill, 1990.
- FROYEN, R. T. **Macroeconomia**. São Paulo: Saraiva, 1999.
- LIMA, G.; KOVALSKI, S. A recessão econômica pode ser um instrumento da política monetária. **Revista da FAE**, Curitiba, v.3, n.2, p.31-43, maio/ago. 2000.
- MEIRELLES, A. J. A. **Moeda e produção**. Campinas: Mercado das Letras, 1998.
- WRAY, L. R. Modern money. **Working Paper #252**. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Sep. 1998. Disponível em: <[www.levy.org](http://www.levy.org)>. Acesso em: 30 jun. 2005.

### Sites consultados:

[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)

