

# A Recessão Econômica pode ser um Instrumento da Política Monetária?

Gerson Lima\*  
Sandra Kovalski\*\*

---

## Resumo

A recomendação da teoria monetária de que o déficit nominal do governo deve sempre ser financiado pela emissão de títulos implica mais gastos com juros. Quando a sociedade rejeita na prática o ajuste fiscal teoricamente requerido para pagar juros, a insistência em se fazer novas dívidas torna a emissão de moeda um fato consumado. Nessa situação, as políticas fiscal e cambial podem ser transformadas em simples instrumentos da política monetária, exigindo-se delas a missão de contrair a oferta de moeda. Neste trabalho demonstra-se que no Brasil, no período 1980-1998, a contribuição conjunta das políticas fiscal e cambial se deu no sentido da contração da base, de sorte que foi a própria política monetária que provocou a expansão da oferta de moeda durante essa longa experiência.

**Palavras-chave:** política monetária, juros, ajuste fiscal, oferta de moeda.

## Abstract

Monetary theory statement that governmental nominal deficits must always be financed through public debt brings about interest expenditure. If the society rejects in practice to perform the theoretical corresponding fiscal adjustment money issuing will be just a mathematical consequence. Fiscal and exchange rate policies may therefore be transformed into monetary policy's tools playing then the role of contracting money supply. This paper presents an empirical research on the Brazilian case in the period from 1980 up to 1998. In this long-lasting experience joint performance of fiscal and exchange rate policies was a net contribution to contracting monetary base. Main conclusion stressed is that it was the monetary policy itself that ironically caused the monetary supply expansion then observed.

**Key words:** monetary policy, interests, budget adjustment, money supply.

---

\*Economista, Doutor em Economia pela Universidade de Paris. Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR). E-mail: limag@netpar.com.br

\*\*Economista, analista do Tribunal Regional Eleitoral do Paraná.

## Introdução

Os custos sociais da política monetária têm sido pouco enfatizados na literatura especializada, havendo uma manifesta preferência por tratar dos supostos benefícios que ela assegura ao cidadão. O mais importante componente deste custo é, provavelmente, a renúncia que a sociedade é obrigada a fazer em termos das vantagens que ela poderia obter com uma política econômica que enfatizasse os efeitos expansivos da produção e do emprego através tanto da política fiscal quanto da política cambial. Um outro aspecto a ser questionado é a efetividade do *modus operandi* da política monetária, o de controlar a oferta de moeda, visando a sua finalidade assumida de combater a inflação.

Este artigo propõe-se a testar a hipótese de que a política monetária pode não conseguir comportar-se de acordo com sua vocação teórica maior, que é a de controlar a emissão primária de moeda. O objetivo específico deste trabalho é analisar o comportamento da base monetária brasileira nas duas últimas décadas através de seus fatores condicionantes, agrupados em três categorias: política fiscal, política cambial e política monetária. Mostra-se que, apesar de a base ter se mantido quase constante em termos do PIB, as políticas fiscal e cambial contribuíram para a **contração** da base monetária e, portanto, da oferta de moeda. Essa constatação contraria a natureza dos instrumentos de política econômica, na medida em que se poderia teoricamente esperar que, em condições normais, tanto os gastos fiscais do governo quanto o sucesso das exportações do Brasil contribuiriam para a **expansão** e não para a retração da base. Complementando, evidencia-se empiricamente que a política monetária, ao invés de controlar, de fato contribuiu para a expansão da base monetária brasileira.

No primeiro item faz-se um resumo do mecanismo de geração de oferta de moeda, comentando-se a dificuldade associada à definição prática do que seja “moeda”. No item seguinte resumem-se os mecanismos através dos quais as três políticas – fiscal, cambial e monetária – influenciam a base monetária e a oferta de moeda.

O terceiro item contém uma análise da dívida pública, em que se destaca que a política monetária pode exigir a implantação do ajuste fiscal mas que, se este for impossível, a emissão de moeda torna-se um fato matematicamente consumado. Esse tópico explora a fraqueza associada à falta de objetividade na conceituação da “moeda”, trazendo uma primeira evidência do peso da política monetária. Mostra-se aqui que o estoque de moeda, medido pelo conceito de base monetária ampliada, aumentou principalmente em consequência do pagamento de juros dos títulos públicos e, secundariamente, em função de outros compromissos da própria política monetária. O quarto item apresenta o ponto central da argumentação do trabalho, em que é analisada a evolução da base monetária brasileira no período de 1980 a 1998, destacando-se as contribuições de cada um dos três principais componentes da política econômica: as políticas fiscal, cambial e monetária. Constata-se que as políticas fiscal e cambial teriam teoricamente contribuído para uma redução do estoque de moeda na economia, redução esta que não houve porque a política monetária teve um efeito líquido de expandir a oferta. A principal conclusão deste trabalho é que, na prática, a política monetária tem provocado a expansão da base monetária, apesar de se ter reduzido as políticas fiscal e cambial a meros instrumentos da política monetária.

## 1 A Oferta de Moeda

Para que o estudo da política monetária faça sentido, é necessário assumir a hipótese de que, apesar de ter uma componente endógena, a oferta de moeda é em parte controlada pelas autoridades monetárias. Na sua versão mais simples, a oferta de moeda é dada pelo estoque de meio de pagamento (M) que, por definição, é constituído da soma de todo o papel-moeda que está em poder das pessoas (PMPP) e dos depósitos à vista (DV) do público junto aos bancos comerciais:

$$M = \text{PMPP} + \text{DV}$$

Por construção, o estoque de meios de pagamento (M) é um múltiplo (K) da base monetária (Base), ou seja:

$$M = K \times \text{Base}$$

onde (K) é o multiplicador da base monetária (Base), por sua vez formalmente definida com sendo a soma do papel-moeda que está em poder do público e no caixa dos bancos comerciais (PME) e das reservas (RB) que os bancos comerciais têm de manter junto ao Bacen:

$$\text{Base} = \text{PME} + \text{RB}$$

O multiplicador (K) da base monetária, que evidentemente tem que ser igual à razão entre o estoque de meios de pagamento e a base monetária (M/Base), pode ser decomposto da seguinte forma:

$$K = 1 / [C + D (CX + RB)]$$

onde **C** é a reserva de dinheiro que as pessoas têm sempre no bolso, medida como proporção do total de meios de pagamento (ou seja, PMPP/M), **D** é o volume dos depósitos à vista nos bancos comerciais, também em relação ao total de meios de pagamento (isto é, DV/M), **CX** é a reserva de dinheiro dos bancos nos seus caixas, ou seja, o dinheiro que os bancos têm para atender os saques dos seus clientes, e **RB** é a reserva que os bancos mantêm depositada no Banco Central, voluntária ou compulsoriamente. Tanto **CX** quanto **RB** são proporções dos depósitos à vista **DV**.

O Banco Central estima e publica mensalmente o valor do multiplicador dos meios de pagamento no Brasil e dos seus três componentes principais: a reserva **C** mantida pelas pessoas para seus pequenos gastos,<sup>1</sup> as reservas voluntárias dos bancos comerciais (CX) e as reservas compulsórias dos bancos junto ao Banco Central (RB). O multiplicador é, pois, composto pelo inverso das reservas mantidas pelo público, pelas reservas que os bancos decidem voluntariamente manter e pelas reservas que o Banco Central impõe compulsoriamente aos bancos.

Pode-se então deduzir que, quanto maiores forem as reservas mantidas pelo sistema bancário e pelo público, menor será o efeito do multiplicador. Assim, para reduzir os meios de pagamento, basta que a Autoridade Monetária imponha ao sistema bancário uma reserva maior. Ao lado de instrumentos mais específicos e de menor alcance, há dois que são preferidos para essa finalidade:

- **depósito compulsório:** quando o Conselho Monetário Nacional decide obrigar os bancos comerciais a aumentar seus depósitos junto ao Banco Central (**RB**), reduz-se o efeito do multiplicador bancário, restringindo a expansão dos meios de pagamento. O inverso acontece com a redução da taxa de recolhimento, isto é, com a liberação de compulsórios antes recolhidos;
- **redesconto ou empréstimo de liquidez:** ocorre quando as instituições bancárias apresentam furos de caixa e necessitam do auxílio do Banco Central para cobri-los. Quando há interesse do Bacen em reduzir os meios de pagamento, ele aumenta as taxas de juros do redesconto, reduz os prazos de resgate e restringe o tipo de títulos redescontáveis. O inverso acontece se há interesse em aumentar os meios de pagamento.

O controle do multiplicador é feito através de normas do Banco Central, cuja elaboração e efetiva distribuição aos agentes do sistema financeiro demandam algum tempo. Uma vez que a norma foi divulgada, torna-se indispensável implantar um procedimento de fiscalização para verificar e garantir o seu cumprimento. Por outro lado, há limites para a utilização desses instrumentos, os quais, uma vez atingidos, tornariam o controle inoperante. Por exemplo, é impossível exigir que o compulsório sobre depósitos à vista seja de 100%, por mais que alguns dias. Além disso, os bancos e outros agentes financeiros têm exercido, na prática, uma certa criatividade na interpretação

<sup>1</sup>O coeficiente **D** é apenas um complementar de **C**. Esses dados constam do Boletim Mensal do Bacen e podem ser encontrados no seu *site*.

da norma do Banco Central, sempre com o objetivo de tentar reduzir o custo operacional implícito que essa norma impõe.

Pode haver, como ilustrado por essas considerações, argumentos para que o Banco Central tenha uma forte preferência por controlar a base, ao invés do multiplicador, mesmo que isto implique custo maior para o contribuinte, na forma de juros da dívida pública. O **controle da base monetária** é feito por meio das **operações de mercado aberto**, o que permite ao Banco Central intervir no volume ofertado de moeda, seja a curto, médio ou longo prazos. O principal movimento do mercado aberto é a *Colocação de Títulos* do Tesouro Nacional, quando então o Bacen vende títulos da dívida pública na tentativa de reduzir os meios de pagamento através da redução da base.

Com relação à taxa de juros, a contração da base tem o mesmo efeito de uma diminuição do multiplicador, por exemplo, através da elevação dos compulsórios: o aumento da taxa de juros. Todavia, a colocação de títulos, além de não assegurar que a moeda fique de fato fora de circulação, tem um custo maior para a sociedade, pois tal procedimento aumenta a dívida pública e, conseqüentemente, cresce o gasto do Tesouro Nacional com o pagamento dos respectivos juros.

No sentido inverso, o Bacen pode eventualmente aumentar a liquidez do mercado, reduzir a taxa de juros e cortar os gastos do Tesouro com juros da dívida pública. Para tanto, o Bacen pode fazer o *Resgate de Títulos* do Tesouro Nacional. Note-se que, para poder resgatar, é necessário que esses títulos tenham sido colocados no mercado *antes*. Em geral, o Banco Central primeiro absorve um certo volume de moeda do mercado, para depois devolver uma parte desse volume ao mercado.

O Bacen também se propõe a administrar a base monetária porque ela sofre a influência de cinco **fatores condicionantes**, que agem no sentido de expandir ou contrair a base, sendo que dois deles estão fora do controle do Banco Central. O conjunto de todos os fatores condicionantes da base monetária, apresentados na ordem em que estão colocados no quadro 1 do Boletim Mensal do Banco Central (também disponível no *site* do Bacen), é o seguinte:

1. **Operações do Tesouro Nacional.** Referem-se ao movimento da conta corrente do Tesouro Nacional junto ao Bacen, basicamente com o crédito da receita tributária da União e o débito dos gastos fiscais do governo federal. O gasto do governo expande a base enquanto o recolhimento de impostos a contrai.
2. **Operações com títulos públicos federais,** sejam para administrar a dívida pública ou para tentar controlar a liquidez do mercado. A venda de títulos contrai, enquanto a compra de títulos antes vendidos “descontrai” a base.
3. **Operações do setor externo.** Referem-se à compra e venda de divisas por conta do movimento de entrada (receita de exportação e entrada de capitais externos para qualquer finalidade) e saída (importação e renda líquida enviada ao exterior, incluindo os juros da dívida externa) de divisas, em geral dólares. Na entrada de dólares, o Banco Central os troca por reais, expandindo assim a base. Se os agentes querem remeter dólares para o exterior, é necessário comprá-los do Bacen, pagando com reais que, por isso, saem de circulação e, assim, a base monetária é contraída.
4. **Assistência financeira de liquidez.** Destinada a atender às necessidades de caixa dos bancos comerciais. Quando o Bacen concede empréstimo, ou seja, quando socorre um banco, há emissão de moeda e, portanto, a base se expande. Quando o banco comercial se recupera e devolve o empréstimo ao Banco Central, a base se contrai.
5. **Depósitos das instituições financeiras.** Quando as instituições depositam dinheiro em suas contas junto ao Banco Central, a base se contrai porque sai moeda de circulação. No caso inverso, quando o Bacen libera os depósitos dessas instituições, há uma expansão da base. Esses depósitos compreendem:

- a) compulsórios sobre depósitos judiciais e sobre fianças, depósitos vinculados ao Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, depósitos sobre insuficiência de aplicação em crédito rural, recolhimento do Proagro, depósitos de instituições financeiras (Resolução nº 1.718 de 29.5.90), depósitos vinculados a operações ativas e passivas, sobre adiantamentos, empréstimos, financiamentos, créditos, depósitos a prazo e DER;
- b) fundos de investimento;
- c) DVR (depósitos voluntários remunerados).

O Banco Central tem controle quase que total sobre três desses fatores: as operações com títulos públicos federais, a assistência financeira de liquidez e os depósitos das instituições financeiras. Entretanto, os dois outros, as operações do Tesouro Nacional e do setor externo, são fatores não-monetários e estão fora da área de decisão do Bacen. Nos termos da política monetária, a base pode ser mantida inalterada se os recursos não-monetários forem exatamente suficientes para atender às exigências líquidas das aplicações. Se esses recursos forem insuficientes, isto é, se sofrerem uma variação líquida menor que a sofrida pelas aplicações, a base monetária terá de ser expandida; no caso inverso (da variação líquida dos recursos não-monetários ser maior que a variação líquida das aplicações), a base monetária será contraída.

Isso significa que, se uma expansão da base provocada pelos fatores condicionantes de natureza monetária (o resgate de títulos da dívida pública emitidos antes e que agora inclui os respectivos juros, a assistência de liquidez e a liberação de depósitos das instituições financeiras) não for compensada por uma retração permitida pelos fatores não-monetários (recolhimento de impostos na conta do Tesouro e remessa líquida de dólares para o exterior), então haverá expansão líquida da base.

Em resumo, o Banco Central tenta controlar o estoque de meios de pagamento administrando a base e legislando sobre o multiplicador. Entretanto, apesar dessa lógica formal na definição e, principalmente, no controle dos meios de

pagamento, falta consenso sobre o que é “moeda” enquanto meio de pagamento e reserva de valor. Portanto, a definição de “oferta de moeda” é controversa. Essa controvérsia constitui um dos mais importantes problemas da economia e um desafio aos pesquisadores. Tornou-se clássico denominar os meios de pagamento definidos como antes (papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista, ou seja, o multiplicador vezes a base monetária) de M1 e criar outros conceitos, à discricção de cada país. O Banco Central do Brasil adota, além do M1, outros quatro conceitos de moeda: M2 – que inclui, além dos ativos monetários que integram o conceito M1, os títulos federais, estaduais e municipais em poder do público, com exclusão dos pertencentes às carteiras das instituições financeiras e do Fundo de Aplicações Financeiras (FAF); M3 – que soma ao M2 os depósitos de poupança mantidos pelo público na Caixa Econômica Federal, caixas econômicas estaduais, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo; M4 – que adiciona ao M3 os depósitos a prazo, letras de câmbio e letras hipotecárias, exceto aqueles em poder do Fundo de Aplicações Financeiras (FAF).

Esses agregados monetários são também denominados de “quase-moeda”, pois a liquidez da maioria deles é inferior a 100%, isto é, eles não seriam moeda em sentido estrito. O Bacen não aplica a esses agregados quase-monetários quaisquer fatores de ponderação que traduziriam os seus respectivos graus de liquidez.

A falta de pesquisas empíricas recentes e permanentes que dêem suporte à definição dos fatores é apontada como a razão de sua não-utilização. Assim, são utilizados, na definição dos conceitos mais abrangentes, os saldos totais dos ativos financeiros escolhidos. (LOPES e ROSSETTI, 1992, p.104).

Possivelmente buscando ultrapassar essa restrição, quando da criação do Plano Real foi proposta, e mais tarde implantada, uma quarta definição de moeda, além dos conceitos já descritos anteriormente. Trata-se do “conceito ampliado de base monetária”. Também chamada de “base ampliada”, essa moeda é composta da soma da base monetária tradicional com os depósitos compulsórios em espécie (incluindo-

se aí os compulsórios *remunerados*) e os títulos públicos federais do Tesouro Nacional e do Bacen (ambos corrigidos pelo perfil do papel). Com esse conceito ampliado, os fatores condicionantes dos meios de pagamento passam a incluir o juros pagos pelo Bacen tanto para os títulos quanto para os compulsórios.

Radicalizando, todo o passivo do Banco Central poderia ser definido como moeda. Menos radical parece ser comumente aceito que o passivo monetário seja aceito como expressão contábil de todo o estoque moeda em circulação. Apesar disso, enfatiza-se na prática da política monetária o controle apenas da base e do multiplicador, deixando-se solto o passivo monetário. Conforme ilustrado pelo balancete esquemático apresentado a seguir, o passivo monetário – linha (5) – é composto da base monetária tradicional – linha (3) – que é igual à soma do papel-moeda emitido – linha (1) – com as reservas das instituições financeiras, ou seja, o saldo dos depósitos dos bancos comerciais – linha (2) – e dos “títulos de responsabilidade própria do Bacen”, por exemplo as Letras do Banco Central (LBC), as Notas do Banco Central (NBC) etc. – linha (4).

Esses títulos do próprio Bacen são emitidos, em sua quase totalidade, com o objetivo de enxugar o que o Banco Central considera conjuntamente como excesso de liquidez do mercado. Para isso, o Bacen vende títulos aos bancos comerciais e debita a conta “reservas das instituições financeiras”, reduzindo assim o saldo dos bancos comerciais e, portanto, a base monetária. Aparentemente, o Bacen teria reduzido a oferta de moeda com essa operação. Contudo, esses títulos um dia vencem e devem então ser pagos. Isso força o Bacen a emitir moeda para resgatar os títulos. Nesse momento, o Bacen pode considerar que há então um excesso de liquidez e novamente colocar títulos de sua responsabilidade no mercado. Isso pode criar um processo circular e crescente, de modo que, adotando-se um sentido mais amplo para a noção de moeda, observa-se que esses títulos podem ser, de fato, moeda, em especial quando o prazo de vencimento desses títulos for suficientemente curto.

ESTRUTURA DO BALANCETE DO BANCO CENTRAL

ATIVO	PASSIVO
Mercado Aberto	(1) Papel Moeda Emitido
Títulos do Tesouro	+ (2) Reservas das Instituições Financeiras
Crédito a Instituições Financeiras	= (3) Base Monetária (= 1+2)
Outros	+ (4) Títulos de Responsabilidade Própria (LBC)
Haveres Externos	= (5) Passivo Monetário (= 3+4)
	Depósitos de Instituições Financeiras
	Conta Tesouro
	Outros
	Obrigações Externas

## 2 Efeitos Monetários das Políticas Fiscal e Cambial

### 2.1 Política Fiscal

Tendo como instrumentos os gastos e a receita tributária, a política fiscal consiste em tentar expandir a atividade econômica com o objetivo de criar mais empregos. Os gastos fiscais do governo expandem a demanda

agregada enquanto os impostos, ou melhor, a redução seletiva de alguns impostos, ou diminui os custos das empresas (permitindo preços menores para os consumidores), ou aumenta a renda disponível das famílias. Os gastos fiscais, por definição, são aqueles referentes à aquisição de bens de consumo e de investimento, aos subsídios às empresas e aos pagamentos de transferência por assistência social e aposentadoria. Também por definição os gastos

fiscais não incluem o pagamento de juros da dívida pública. A consequência da política fiscal em termos monetários é expressa pelo componente denominado de **operações do Tesouro Nacional** dos fatores condicionantes da base monetária.

Alguns autores consideram também o efeito reverso da política fiscal, isto é, um possível efeito de contrair a produção e gerar desemprego. Por exemplo, pode-se encontrar a afirmativa de que a política fiscal “se integra às políticas monetária e cambial à medida em que diminui os meios de pagamento através do recolhimento de impostos” (FORTUNA, 1995, p.44). Outros autores não discriminam os gastos com juros, considerando que, se a receita tributária não for suficiente também para o pagamento dos juros, terá havido um déficit *fiscal*.

## 2.2 Política Cambial

A política cambial tem como campo de atuação o relacionamento do país com o exterior, em termos econômicos, comerciais e financeiros. Os instrumentos típicos são a taxa de câmbio e o controle dos movimentos de capitais externos. A influência da política cambial sobre o lado monetário da economia está incorporada no item **operações do setor externo**, que compõe o conjunto de fatores condicionantes da base monetária. Esse item se refere à compra e venda de divisas, em geral dólares, por parte do Banco Central que, por isso, emite e recolhe moeda, respectivamente.

Quando a entrada de divisas supera a saída, ou seja, quando há superávit no Balanço de Pagamentos, o Bacen emite moeda porque suas compras de dólares é maior do que suas vendas. Nesse caso expande-se a base monetária. Caso contrário, isto é, quando ocorre um déficit no Balanço de Pagamentos, a base monetária é contraída. A saída de divisas ocorre por conta das importações, dos investimentos e aplicações financeiras feitos por residentes do Brasil em outros países e por remessa de renda para o exterior, em especial o pagamento de juros da dívida externa. Por outro lado, a entrada de divisas se deve à receita de exportação, à renda recebida do exterior, aos investimentos estrangeiros no Brasil e também à simples entrada de capital financeiro para aplicação no mercado financeiro.

## 2.3 Efeito Monetário Composto

A política monetária completa o quadro dos instrumentos de política econômica, tendo como objetivo o controle da oferta da moeda ou das taxas de juros. Para tanto, além do multiplicador e de outros instrumentos mais pontuais, o Banco Central é o órgão gestor da Autoridade Monetária para controlar a base monetária através de três fatores condicionantes: as **operações com títulos públicos federais**, a **assistência financeira de liquidez** e os **depósitos das instituições financeiras**.

QUADRO RESUMO

NATUREZA DA POLÍTICA	FATOR CONDICIONANTE DA BASE
Fiscal	Operações do Tesouro Nacional (não inclui operações com títulos)
Cambial	Operações do setor externo (compra e venda de divisas)
Monetária	Operações com títulos públicos federais Assistência financeira de liquidez Depósitos das instituições financeiras

### 3 Déficit e Dívida Pública

#### 3.1 O Déficit Nominal e o Ajuste Fiscal

Para que haja inflação, é necessário que haja criação constante de meios de pagamento, ou seja, emissão constante de moeda, tenha ou não havido uma contrapartida real (fiscal ou cambial) para essa emissão. O governo é o principal ofertante de moeda, através do Banco Central, mas a expansão da base monetária, ou seja, a emissão de moeda, só se dá por duas razões básicas: o superávit no Balanço de Pagamentos e o déficit nas contas do governo.

O superávit no Balanço de Pagamentos poderia se dar pelo sucesso na política de exportações para criar empregos para os brasileiros, mas também pode ser o resultado de uma entrada líquida de capitais acima da necessidade de financiamento do déficit em transações correntes. Por outro lado, o déficit do governo pode ser primário (fiscal) ou nominal (total). O déficit primário (DP) ocorre quando os gastos fiscais do governo superam suas receitas:

$$DP = GF - T$$

onde (GF) são gastos fiscais e (T) são as receitas do governo. Em ambos os casos, superávit em transações correntes e déficit primário nas contas do governo, e com certeza só nestes casos, a emissão de moeda está ligada a uma contrapartida real, ou seja, a um aumento na produção e no nível de emprego. A respeito, é oportuno observar que “O déficit primário é o conceito mais indicado quando se analisa a dinâmica da dívida pública”. (ROSSI, 1992, p. 9).

Já o déficit nominal total (DT) ocorre quando os gastos fiscais do governo somados aos gastos com juros (GJ) superam suas receitas:

$$DT = GJ + GF - T$$

Se o déficit do governo está associado ao pagamento de juros da dívida pública, pode não haver contrapartida real na economia. Isso ocorre, por exemplo, quando a dívida é feita apenas para tentar enxugar um excesso de liquidez de mercado causado pelo pagamento de juros da

dívida anterior. Além desses dois tipos de déficits, é usual definirem-se outros dois: o déficit estrutural, obtido após descontar os desvios do PIB em relação à sua tendência histórica; e o déficit operacional, que é o déficit nominal convencional menos o componente inflacionário das despesas com os juros da dívida.

O déficit nominal total do governo pode ser financiado pela emissão de títulos e de moeda, além da venda de ativos e de outras soluções “heterodoxas”. A política monetária prefere a emissão de títulos, pois argumenta que a emissão de moeda leva a um aumento nos preços e, conseqüentemente, à inflação. Entretanto, a emissão de títulos só faria sentido se o governo possuísse recursos orçamentários suficientes para resgatá-los, ou seja, um superávit primário suficiente para pagar os juros da dívida. Quando não houver condições estruturais para se obter esse superávit, o governo tentará implantar um ajuste fiscal, mesmo que este traga um efeito recessivo. Caso a emissão de títulos seja feita quando não houver recursos orçamentários para o pagamento dos respectivos juros, ocorrerá um processo de endividamento interno, para o qual recomenda-se estabelecer um limite em termos relativos do PIB nominal.

Para que a dívida interna fique estabilizada em relação ao PIB, é necessário que numa certa data seja obtido um superávit primário, pois só assim seria evitada a emissão de moeda para pagamento dos juros que, segundo a antiga teoria quantitativa da moeda, seria puramente inflacionária. Alcançada essa estabilidade, o governo não precisaria mais buscar recursos para cobrir seu déficit nominal.

Entretanto, o que se observa no Brasil nos últimos 20 anos é que o governo não tem conseguido gerar o superávit fiscal necessário e que a taxa de juros real tem sido maior que a taxa de crescimento da economia, o que leva a uma explosão da razão dívida/PIB que, no limite, poderia ser resolvida com a insolvência do governo ou com a monetização da dívida. Ou seja, se se pretende assegurar a estabilidade dinâmica da dívida, mas o ajuste fiscal não consegue gerar um superávit suficiente para pagar os respectivos juros, é necessário que se emita moeda para cobrir a diferença. Este é o tema do próximo item.

### 3.2 O Déficit Nominal e a Emissão de Moeda

Na sua maior parte, os títulos da dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional são colocados junto ao Banco Central, pois se o Tesouro Nacional optasse por vendê-los todos ao público explodiria a taxa de juros. A esses títulos o Bacen acrescenta aqueles que são de sua responsabilidade própria, aumentando assim a dívida pública. No processo de rolagem da dívida feito pelo Banco Central, pode surgir a chamada *moeda transitória* (LIMA, 1998, p. 65), pois os títulos terão de ser resgatados e novos títulos serão emitidos e vendidos. Há entre o resgate e a venda um intervalo de tempo em que a moeda fica à disposição do público.

Para retirar do mercado o dinheiro inflacionário e para evitar ferir a Constituição financiando diretamente o Tesouro Nacional, o Bacen ou emite títulos seus ou então utiliza títulos do Tesouro Nacional prestes a vencer, ou os que acabou de receber dele, mas prometendo ao público que irá recomprá-los em curto prazo. Devido à intermediação e aos outros objetivos do Banco Central, a rolagem da dívida pode acabar tornando-se um exercício de curtíssimo prazo.

Os detentores primários dos títulos da dívida são os bancos comerciais, que utilizam a certeza do recebimento dos respectivos juros, em moeda, para oferecer a seus clientes boas alternativas de aplicação como os fundos de curto prazo, que são títulos durante a noite e moeda durante o dia. A remuneração desses fundos é assegurada pelos juros da dívida interna pagos pelo governo federal. Assim, tudo acontece como se em todas as manhãs o governo liquidasse uma parte de sua dívida com a emissão de moeda e voltasse a tomar emprestado ao fim do dia. O governo assegura assim uma remuneração não desprezível ao capital financeiro, mas, dependendo do montante demandado por parte do Bacen, pode-se ultrapassar a disponibilidade de capital financeiro e atingir até mesmo o estoque de moeda transacional das empresas e do público em geral. Nesse processo, a oferta monetária pode crescer constantemente e com ela a demanda agregada nominal poderia estar sendo “turbinada” e, conseqüentemente, a inflação.

O prazo de vencimento dos títulos é determinado pela necessidade de financiamento do governo. Quanto maior e mais urgente essa necessidade, maior será a pressão sobre a taxa de juros, pressão esta que é amenizada ao diminuir o prazo dos títulos. Por outro lado, isso aumentará a velocidade de criação de moeda transitória. Entretanto, não somente os fundos de curto prazo (títulos com vencimento diário) apresentam o fenômeno de monetização transitória, como este pode ocorrer com qualquer prazo de vencimento dos títulos da dívida pública.

Observa-se assim que a recomendação tradicional no sentido de se emitirem títulos, ao invés de moeda para financiar o déficit operacional do governo, choca-se com uma perspectiva dinâmica do problema. Caso o governo não tenha recursos tributários para pagar os juros de sua dívida, estes serão de fato pagos com emissão líquida de moeda. Após a colocação do primeiro lote de títulos, as emissões seguintes corresponderão à diferença entre o valor de captação e o valor de resgate dos títulos.

Essa emissão de moeda é sempre feita para pagar os juros da dívida pública construída em nome da política monetária de enxugar liquidez. Portanto, ela se destina basicamente a remunerar o capital financeiro, gerando assim uma renda que na sua quase totalidade *não* será gasta em compras de bens de consumo. Dessa forma, o estoque de capital financeiro aumenta. Por outro lado, a emissão de moeda só inflaciona os preços dos bens de consumo quando se atinge o estágio de remunerar moeda transacional, como aconteceu no Governo Sarney.

Um estoque de capital financeiro crescente significa uma expansão constante da demanda de ativos. Se neste íterim a oferta de ativos não crescer, os preços dos ativos subirão. Por exemplo, se a oferta de novas ações não cresce, digamos porque as empresas deixaram de encontrar razões para investir na produção, a bolsa de valores dispara. Curiosamente, se os preços dos bens de consumo aumentam, diz-se que está havendo uma inflação maléfica, mas quando a bolsa sobe diz-se que está havendo uma valorização benéfica. Bolsa em alta não é vista como inflação mas, ironicamente, como

sinal de uma economia forte. Se bem que radical, seria interessante analisar a hipótese de se incluir o índice Bovespa entre os produtos e serviços componentes dos índices que medem a inflação no Brasil.

Apenas o Tesouro Nacional colaborou para a redução da base monetária, mas mesmo ele acabou, no primeiro semestre de 1996, por contribuir para o aumento da base. Tratou-se, todavia, de uma contribuição apenas aparente, pois na realidade o gasto foi um socorro do Tesouro Nacional ao Banco do Brasil, cujo balanço registraria então um prejuízo vultoso. Como essa medida, assim como a entrada de capitais voláteis, a emissão de títulos (que leva ao pagamento de juros) e a assistência de liquidez são próprias da política monetária, chega-se à conclusão de que foi a própria política monetária que provocou a expansão do estoque de moeda nesse período. Não se pode considerar como surpresa a decisão do Banco Central de suspender a publicação dos fatores condicionantes da base monetária ampliada, resumidos no quadro a seguir.

Esse processo de criação de moeda para pagar juros da dívida aparece claramente quando se analisam os fatores condicionantes da base monetária ampliada no período do Plano Real, apresentados no quadro 1. Comparando-se com o estoque existente no final do mês de agosto de 1994, a expansão de R\$ 83 bilhões até maio de 1996 significa um aumento de 109% na base monetária ampliada, mas a inflação do mesmo período foi de apenas 30%. Nesse 109% de aumento, 65 pontos percentuais são devidos ao pagamento de juros e 15 pontos à assistência de liquidez. Por sua vez, a emissão de moeda associada ao “setor externo” deve-se à entrada de capitais voláteis atraídos pelos juros pagos pelos títulos da dívida pública e não a um superávit em transações correntes.

No processo de rolagem da dívida, em especial quando os títulos apresentam prazos inferiores a um mês, a captação de recursos por parte do governo vai além do excedente de poupança das famílias, atingindo o estoque de moeda destinado a transações. Assim sendo, se o governo deixasse de remunerar essa moeda,

QUADRO 1 - FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA AMPLIADA<sup>(1)</sup>

ITENS	TOTAL
Tesouro nacional	-2.467
Setor externo	19.504
Assistência de liquidez	12.289
Juros sobre títulos da dívida	41.110
Juros sobre compulsórios	8.507
Total dos juros	49.617
Outras contas	4.096
Expansão total	83.039

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Boletim do Banco Central

(1) Agosto de 1994 a Maio de 1996, em milhões de reais.

não ocorreria um aumento do consumo e do investimento e, conseqüentemente, inflação, pois tal moeda já é utilizada para todas as transações comerciais. Logo, se parte desses títulos fosse convertida em moeda, não somente a demanda agregada e a inflação deixariam de

ser “turbinadas”, como reduzir-se-ia o gasto com juros da dívida, isto porque esta parcela já é moeda transitória. Esta moeda transitória é uma parte (a) do estoque de títulos da dívida (DIV) que, somada à moeda tradicional permanente (M), permite definir a “moeda expandida” (ME).<sup>2</sup>

<sup>2</sup> A esse respeito, ver LIMA (1988, p. 70.)

$$ME = [M + a (DIV)]$$

No caso brasileiro, na média do período de 1973 a 1995, encontrou-se um valor de 0,465 para o parâmetro *a*. Isso significa que 46,5%, ou quase metade dos títulos da dívida emitidos no período foram convertidos em moeda transitória no processo de rolagem da dívida. Pode-se dizer que cada título emitido gerou um nível de liquidez quase igual ao seu valor, ou seja, na prática cada título enxugou apenas a liquidez que ele mesmo criou.

#### 4 Decomposição da Base Monetária

Neste tópico analisa-se a evolução da base monetária destacando as contribuições individuais da política fiscal, da política cambial e, por resíduo, da política monetária, no período de 1980 a 1998. O quadro 2 apresenta um comparativo entre a moeda que, teoricamente, deveria ter sido emitida e a emissão observada de fato.

A emissão de moeda teórica (coluna 3) é dada pela somatória do déficit primário (coluna 1) com o saldo em transações correntes (coluna 2), obtendo-se assim o valor que apresentaria contrapartida real à emissão de moeda. Dos 19 anos da amostra, em apenas seis houve resultado primário positivo, ou seja, déficit primário, que então provocou expansão da base monetária. Nos outros treze anos, o governo teve superávit fiscal, contribuindo assim para a contração da base e da oferta de moeda. Por sua vez, em somente quatro anos aconteceram saldos em transações correntes positivos, ou seja, o Brasil apresentou receita de dólares maior do que seus gastos com a importação e a remessa de renda para o exterior.

Ou seja, abstraindo-se do movimento de capitais externos, em apenas quatro dos 19 anos da amostra o setor externo teria contribuído para a expansão da base monetária e da oferta de moeda. Combinando os dois fatores, foi somente nos anos de 1986 a 1989, anos de intenso

QUADRO 2 - COMPARATIVO - BASE MONETÁRIA TEÓRICA/OBSERVADA

ANO	UNIDADE DA MOEDA	DÉFICIT PRIMÁRIO (A)	SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES (B)	EMIÇÃO DE BASE TEÓRICA (C=A+B)	EMIÇÃO DE BASE OBSERVADA
1980	Cr\$ milhões	55.887	-674.914	-619.027	253.622
1981	Cr\$ milhões	99.631	-1.091.714	-992.083	488.662
1982	Cr\$ milhões	-22.716	-2.925.915	-2.948.631	1.031.174
1983	Cr\$ milhões	-100.291	-3.939.985	-4.040.276	1.978.017
1984	Cr\$ milhões	-658.210	82.669	-575.541	10.646.000
1985	Cr\$ milhões	-15.071.000	-1.659.418	-16.730.418	32.743.000
1986	Cz\$ milhões	103.733	-61.071	42.662	133.427
1987	Cz\$ milhões	73.128	-55.997	17.131	324.636
1988	Cz\$ milhões	3.163.380	1.093.648	4.257.028	3.133.622
1989	NCz\$ milhões	25.562	2.919	28.481	63.798
1990	Cr\$ milhões	-427.741	-258.054	-685.795	1.553.837
1991	Cr\$ milhões	-1.076.873	-569.686	-1.646.559	4.720.896
1992	Cr\$ milhões	-28.801.471	27.719.673	-1.081.798	62.867.567
1993	CR\$ milhões	-7.221	-52.362	-59.583	1.351.796
1994	R\$ milhões	-4.695	-1.080	-5.775	17.168
1995	R\$ milhões	-7.777	-16.497	-24.274	3.997
1996	R\$ milhões	-6.942	-23.251	-30.193	-1.886
1997	R\$ milhões	-14.219	-36.070	-50.289	12.032
1998	R\$ milhões	-18.459	-40.891	-59.350	7.356

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Boletim do Banco Central

crescimento econômico, que as políticas fiscal e cambial juntas teriam provocado um aumento da base monetária. Assim, com base nesses dados, pode-se concluir que, de maneira geral, a política fiscal e a política cambial têm contribuído para a redução da base monetária brasileira. Visto de outro ângulo, é a própria política monetária que contribuiu para a expansão da base. A diferença entre a “Emissão de Base Teórica” e a “Emissão de Base Observada” mostra qual foi o volume de emissão de moeda no Brasil nesse período, que aconteceu sem uma contrapartida real, ou seja, sem um correspondente aumento de produção.

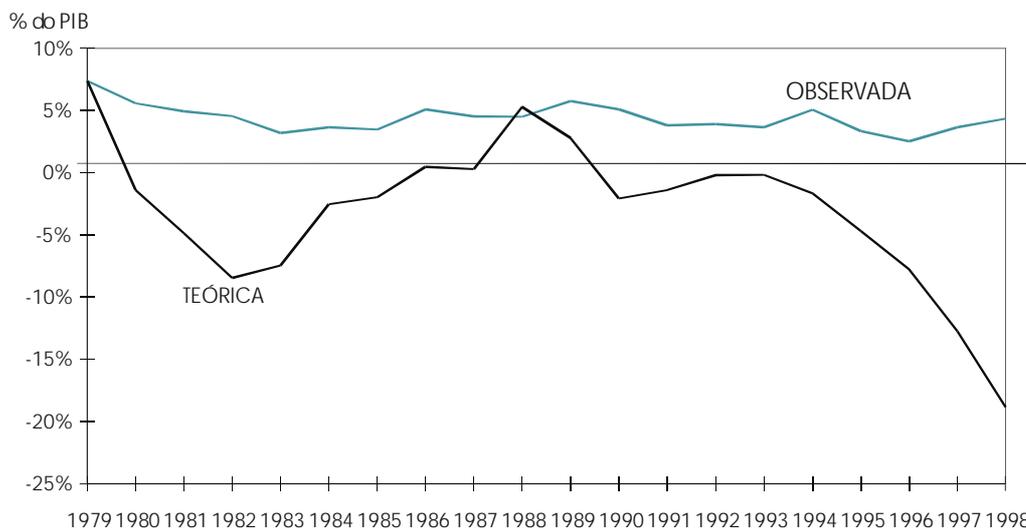
O gráfico a seguir apresenta as evoluções da Base Monetária Observada e da Base Monetária Teórica, a qual foi obtida pela somatória acumulada dos valores da Emissão de Moeda Teórica, mantendo-se como valor inicial aquele da Base Monetária Observada em 1979. O gráfico mostra que as políticas fiscal e cambial têm sido restritivas, sendo pouco provável que seja apenas coincidência o fato de esta restrição ter compensado os gastos da política monetária, assim mantendo a base monetária com pouca variação, ao redor da média de 4,7% do PIB.

Pode-se deduzir que, se não houvesse a ação expansiva da política monetária, as políticas fiscal e cambial não teriam sido distorcidas em relação às suas finalidades de geração de produção e emprego. De fato, as políticas fiscal e cambial foram utilizadas para gerar os recursos canalizados para sustentar a política monetária. Se assim não fosse, as políticas fiscal e cambial poderiam ter evitado este histórico restritivo e contribuir eventualmente para manter a base monetária nos mesmos níveis observados, mas com um maior crescimento da economia.

## Conclusão

A principal conclusão deste trabalho é que, na prática, a política monetária tem provocado a expansão da base monetária através do somatório das operações com títulos públicos federais, da assistência financeira de liquidez e dos depósitos das instituições financeiras. Por outro lado, demonstrou-se que tanto a política fiscal quanto a política cambial contribuíram para a contração da base. Como a base permaneceu

GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DA BASE MONETÁRIA (ESTOQUE DE FIM DE ANO EM % DO PIB)



constante em termos do PIB, deduz-se que a contribuição restritiva das políticas fiscal e cambial foi da mesma ordem de grandeza do excesso de emissão da política monetária.

Acumulando-se o desempenho do período todo, a base teria teoricamente chegado em 1998 a algo como -18% do PIB. O lado real da economia, através das políticas fiscal e cambial, destinou nesse período recursos no montante aproximado de 18% do PIB para a contração da base monetária. Como a base nesse ano estava próxima de 5%, constata-se que a expansão causada pela política monetária teria sido de 23% do PIB. Assim, apesar de defender que a base monetária não deve ser expandida para que não haja inflação, a responsabilidade sobre a expansão da oferta de moeda nesse período foi exclusivamente da política monetária. Visto de outro ângulo, se não fosse o freio aplicado na expansão da atividade econômica através da contração monetária obtida com o papel forçadamente recessivo desempenhado pelas políticas fiscal e cambial, a emissão de moeda causada pelo pagamento dos juros da política monetária seria explosiva e teria “turbinado” a inflação.

A posição tradicional de que o déficit nominal do governo deve ser financiado pela emissão de títulos, uma vez que a emissão de moeda levaria à inflação, pode ser questionada, ao menos nas suas circunstâncias. Esse financiamento leva ao aumento da dívida interna e do respectivo gasto do governo com juros. Se não for possível praticar o draconiano e recessivo ajuste via fiscal e cambial, como a história destes dezenove anos mostra, a emissão de moeda poderá ser vista como uma conseqüência de um excesso monetarista, e não forçosamente como resultado de uma deficiência de desempenho das políticas fiscal e cambial. Aliás, resta ainda comprovar se o ajuste fiscal é mesmo capaz de gerar uma tal poupança nas contas do governo que seja suficiente para pagar os juros da dívida pública assim criada, pois ele é recessivo e pode provocar uma queda na arrecadação de impostos. O moral da história é que a solução para se evitar que a inflação seja explosiva não passa necessariamente pela redução estrutural das políticas fiscal e cambial a simples instrumentos da política monetária.

---

## Referências Bibliográficas

- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília, 1980-1988.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. 7. ed. São Paulo : QualityMark, 1995.
- LIMA, Gerson. **Macroeconomia** - teoria e a prática da política econômica. Curitiba, 1998. (Apostila utilizada no Curso de Graduação em Economia da UFPR).
- LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia monetária**. São Paulo : Atlas, 1992.
- ROSSI, José W. **A equação da restrição orçamentária do governo**: uma resenha dos usos e interpretações. Brasília : IPEA, 1992.