



Universidade de Brasília - UnB  
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e  
Ciência da Informação e Documentação.  
Departamento de Economia  
Mestrado em Economia do Setor Público

# **SENHORIAGEM E FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO**

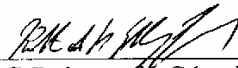
**Cláudio Jaloretto**

**Brasília, 2005.**

## CLÁUDIO JALORETTO

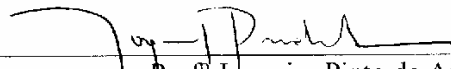
### Senhoriagem e Financiamento do Setor Público

Dissertação aprovada como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia do Setor Público do Programa de Pós-Graduação em Economia – Departamento de Economia da Universidade de Brasília. Comissão Examinadora formada pelos professores:



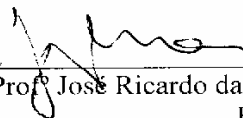
---

Prof<sup>o</sup> Roberto de Góes Ellery Júnior (Orientador)  
Departamento de Economia – UnB



---

Prof<sup>o</sup> Joaquim Pinto de Andrade  
Departamento de Economia – UnB



---

Prof<sup>o</sup> José Ricardo da Costa e Silva  
Banco Central

Brasília, 08 de julho de 2005.

## Agradecimentos

Dizem que a elaboração de uma dissertação de mestrado é um processo solitário de estudo e aprendizado. Não é verdade. Uma dissertação de mestrado reflete, em última análise, todo um processo de vivência, assimilação de idéias e ideais, amadurecimento de pensamentos coletivos que se formam ao longo de uma vida, em geral, e de um curso de mestrado, em particular. Cabe ao mestrando a tarefa de dar forma final a esse processo de criação coletiva, cujo resultado sempre depende da capacidade deste em transformar pensamentos e idéias em palavras e frases e teses, restando, ao final, dívidas de gratidão a todos aqueles que contribuíram para a consecução do objetivo.

Gostaria de agradecer, em primeiro lugar, à minha esposa Denise e minhas filhas Milena e Maria Fernanda, pelo apoio, paciência e compreensão nesses quase três anos de mestrado.

Agradeço ao meu orientador Roberto de Góes Ellery Junior, pelo apoio e comentários na elaboração deste trabalho, gratidão que se estende, também, aos membros da banca: professores Joaquim Pinto de Andrade e José Ricardo da Costa e Silva.

Agradeço, também, à professora Maria da Conceição Sampaio de Souza, e à sua secretária Inês, pela dedicação e empenho na coordenação do Mestrado em Economia do Setor Público - Mesp.

Aos amigos Carlos Eduardo de Freitas e Armínio Fraga Neto, que me recomendaram a este mestrado, meu muito obrigado.

Um agradecimento especial aos colegas do Banco Central do Brasil, que me ajudaram com informações e dados: Norizo Yoda, Ericson Semerene Costa, Flavio Bento da Silva, Túlio José Lenti Maciel, Luiz Gonzaga de Queiroz Filho e Daniel Henrique de Domenico, do Departamento Econômico - Depec; Jefferson Moreira, do Departamento de Administração Financeira - Deafi; e Sérgio Albuquerque e Ireno Novais de Almeida, da Secretaria da Diretoria e do Conselho Monetário Nacional - Secre/Sucon.

Finalmente, agradeço a todos os colegas e companheiros do Mesp, pelos momentos de convívio e aprendizado comuns durante o curso.

**DECRETO – DE 04 DE AGOSTO DE 1808**

Manda estabelecer nesta Cidade um banco para permutação das barras de ouro existentes em mãos particulares.

Attendendo á impossibilidade que ha de se fazer pelo meu Real Erario o cambio ou troco das barras de ouro que se extrahe da Capitania de Minas Geraes e suas circumvisinhas, sem detrimento das partes, por serem pela maior parte os conductores das mesmas barras que se devem permutar os tropeiros e viandantes que não podem ter demora no referido troco sem grave prejuizo do seu trafego. Tendo em vista outrosim, que a grande quantidade de barras de ouro que gyra no paiz, seja reduzida a especies cunhadas na Casa da Moeda respectiva em utilidade do meu real patrimonio pela senhoriagem do seu fabrico; sou servido mandar, que se estabeleça entre os commerciantes de melhor nota desta Cidade, um Banco do fundo de 100:000\$000, para por elle se permutarem quotidianamente, não só todas as barras de ouro existentes, nesta Provincia, mas tambem, e com a maior promptidão possivel as que apresentarem os tropeiros, que vierem das Capitancias mineraes a esta Cidade, afim de que não soffram empate algum na referida permuta indispensavel ao maneio do seu commercio; remettendo-se logo a Casa da Moeda os computos permutados, segundo o que constar das competentes guias, afim de que na mesma Casa se reduza sem demora a especies cunhadas de 6\$400 todo o ouro recebido em barras, enviando-se della a casa do Banco o dinheiro que produzir cada uma das partidas do troco incluida a respectiva senhoriagem que se declarará em cada uma das certidões das remessas. Vencendo cada um dos accionistas do sobredito banco 10% annual das suas entradas, pagos aos quarteis, e entregando-se no Real Erario todo o liquido da senhoriagem recebida, sem desfalque dos fundos do mesmo Banco. E attendendo á abonação e probidade de Amaro Velho da Silva, negociante desta praça; sou servido nomeal-o Director do referido Banco, vencendo a quantia annual de 1:000\$000 para premio e para as despesas desta administração, que se deduzirá tambem da importancia da mesma senhoriagem. D. Fernando José de Portugal, Presidente do meu Real Erario, o tenha assim entendido e o faça executar com os despachos e instrucções necessarios. Palacio do Rio de Janeiro em 4 de Agosto de 1808.

Com a rubrica do Principe Regente Nosso Senhor.

---

Fonte:

BRASIL. Leis etc. Colecção das Leis do Brazil de 1808. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1891. p. 99

## RESUMO

Esta dissertação analisa a questão da senhoriagem e sua importância no financiamento do setor público brasileiro. Para tanto, apresenta inicialmente a conceituação de senhoriagem, enfocando a origem histórica do termo até a conceituação moderna, discute os diferentes métodos de mensuração existentes na literatura econômica e demonstra, em termos teóricos, a relação entre a receita de senhoriagem e o financiamento do setor público. Em seguida efetua a mensuração da receita de senhoriagem no Brasil, procura explicar as diversas formas de apropriação dessa receita pelo Governo, no período de 1965 a 2004, e apresenta os resultados fiscais incluindo a receita de senhoriagem. Ao final, ao demonstrar que a restrição de crédito do Banco Central ao Governo não foi suficiente para garantir a autonomia de política daquela Autarquia, sugere que a autonomia formal da Autoridade Monetária deve ser complementada pela sua autonomia orçamentária e recomenda ao Banco Central tornar claro, em seus relatórios e balanços, que a receita de senhoriagem está sendo devidamente apropriada e contabilizada.

Palavras chave: Senhoriagem, Déficit Público.

JEL: E58, E63, H62

## ABSTRACT

The present paper analyses the subject of seigniorage and its importance in the Brazil's public sector financing. For this reason, it introduces the concept of seigniorage, focusing the historical origin of the term up to the modern concept, discusses the different forms of measuring and demonstrates, theoretically, the relationship between seigniorage revenues and the public sector financing. At the same time, it measures the seigniorage revenues in Brazil, explains the different forms utilized for appropriating these revenues by the government, during the period extending from 1965 to 2004 and presents the fiscal results including the seigniorage. Finally, while demonstrating that the central bank credit restrictions to the government was not sufficient to guarantee the independence of that institution's policies, it suggests that the formal autonomy of the Monetary Authority ought to be complemented by budgetary autonomy and recommends to the Central Bank make it clear in its reports and balance sheets, that the seigniorage revenue have been duly accounted and appropriated.

Key words: Seigniorage, Fiscal Deficit.

## ÍNDICE

RESUMO.....	5
ABSTRACT .....	6
I – INTRODUÇÃO .....	9
II – CONCEITUAÇÃO DE SENHORIAGEM.....	11
II. 1 – Um Pouco de História .....	11
II. 2 - A Senhoriagem Moderna.....	13
III – MENSURAÇÃO DA SENHORIAGEM.....	17
III. 1 Comparação entre as formas de mensuração.....	18
III. 2 Abordagens alternativas de mensuração.....	21
III. 3 Comentários .....	24
IV – FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO .....	26
IV. 1 Funções do Banco Central .....	26
IV.2 Conceitos de Déficit Público.....	27
IV.3 Senhoriagem e lucro do Banco Central.....	29
IV.4 Lucro e Déficit .....	30
IV.5 Modelo contábil .....	31
V – SENHORIAGEM NO BRASIL .....	37
V. 1 – Mensuração da senhoriagem .....	37
V. 2 – Senhoriagem e lucro do Banco Central.....	48
V.2.1 Período 1965-1982 .....	50
V.2.2 Período 1983-1993 .....	57
V.2.3 Período 1994-2004 .....	65
V. 3 – Transferência da senhoriagem para o Tesouro Nacional.....	77
V.4 – Senhoriagem e déficit público .....	83
V.4.1 Metodologias de Cálculo do Déficit Público no Brasil .....	84
V.4.2 Gastos Quasi-Fiscais e Fiscais do Banco Central .....	87
V.4.3 Resultados Fiscais Incluindo a Receita de Senhoriagem .....	93
VI – CONCLUSÕES .....	98
VII – BIBLIOGRAFIA.....	100
APÊNDICE .....	109
ANEXO ESTATÍSTICO .....	111

## ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1 - Base Monetária - % PIB .....	41
Tabela 2 - Senhoriagem no Brasil - % PIB Corrente .....	43
Tabela 3 - Senhoriagem no Brasil - % PIB Valorizado .....	44
Tabela 4 - Senhoriagem no Brasil - % PIB Valorizado (em valores constantes de dezembro/2004) .....	45
Tabela 5 - Senhoriagem e Lucro do Banco Central - % PIB .....	49
Tabela 6 - Senhoriagem e Lucro do Banco Central - % PIB - Período 1965 - 1982 .....	51
Tabela 7 - Resultado do Banco Central - % PIB - 1965/1982 .....	52
Tabela 8 - Créditos do Banco Central junto ao Banco do Brasil - % PIB .....	56
Tabela 9 - Senhoriagem e Lucro do Banco Central - % PIB - Período 1983 - 1993 .....	58
Tabela 10 - Resultado do Banco Central - % PIB - 1983/1993 .....	59
Tabela 11 - Balanço do Banco Central - Contas Selecionadas.....	61
Tabela 12 - Senhoriagem e Lucro do Banco Central - % PIB - Período 1994 - 2004 .....	65
Tabela 13 - Resultado do Banco Central - % PIB - 1994/2004 .....	66
Tabela 14 - Ativo Externo Líquido do Banco Central - % PIB .....	69
Tabela 15 - Banco Central do Brasil - Prejuízos e Patrimônio Líquido - % PIB	71
Tabela 16 - Passivo do Banco Central em Títulos - % PIB .....	76
Tabela 17 - Banco Central do Brasil - Resultado Incorporado ao Patrimônio Líquido - % PIB.....	79
Tabela 18 - Banco Central do Brasil - Transferência do Resultado ao Tesouro Nacional - % do PIB .....	83
Tabela 19 - Subsídio Implícito nas Contas do Banco Central - % do PIB .....	88
Tabela 20 - Conta Movimento - Subsídio Implícito.....	89
Tabela 21- Subsídio em Operações com Instituições em Liquidação .....	90
Tabela 22 - Despesas de Consumo do Banco Central - % do PIB .....	91
Tabela 23 - Financiamento ao Tesouro Nacional através da Carteira de Títulos do Banco Central - % do PIB .....	92
Tabela 24 - Carga Tributária no Brasil - % do PIB .....	93
Tabela 25 - Déficit Público no Brasil - % do PIB (1965-1982) .....	95
Tabela 26 - Déficit Público no Brasil - % do PIB (1983-1987) .....	96
Tabela 27 - Déficit Público no Brasil - % do PIB (1988-2004) .....	97
Gráfico 1 - Curva de Laffer - Senhoriagem Monetária.....	46
Gráfico 2 - Curva de Laffer - Imposto Inflacionário.....	46
Gráfico 3 - Curva de Laffer - Senhoriagem Custo de Oportunidade.....	47



## I – INTRODUÇÃO

"Money is like muck, not good except it be spread"  
(Francis Bacon)

A receita de senhoriagem tem sido considerada na literatura econômica, como uma fonte importante e clássica de financiamento do Governo. Além disso, é mencionada como um dos mais fortes e importantes argumentos para um Governo não abrir mão de seu monopólio de emissão monetária.

Em geral o monopólio de emissão monetária e, por consequência, de arrecadação da receita de senhoriagem é concedido ao Banco Central. No entanto, o Banco Central não é uma instituição maximizadora de lucro. Seu objetivo primário é manter a estabilidade de preços, por intermédio da política monetária. Em situação normal de mercado isso significa troca de moeda por ativos do setor privado.

Dessa forma, a senhoriagem pode ser vista sob dois aspectos: ela é gerada por intermédio de transferência de riqueza do setor privado para a Autoridade Monetária e é utilizada para financiar o setor público e para despesas quasi-fiscais do Banco Central.

A questão principal que se coloca é conciliar dois objetivos aparentemente antagônicos: de um lado o Governo buscando maximizar a receita oriunda da emissão de moeda e de outro o Banco Central buscando a estabilidade de preços e, por consequência, a redução da receita de senhoriagem.

A presente dissertação tem o objetivo de analisar a questão da senhoriagem e sua importância no financiamento do setor público brasileiro, a partir da fundação do Banco Central do Brasil em 1965. Dessa forma, o texto está estruturado em seis capítulos, incluindo esta introdução.

O capítulo dois procura conceituar a senhoriagem, desde sua origem histórica até a sua conceituação moderna, enquanto o capítulo três busca dissecar as diversas formas de mensuração da senhoriagem existentes na literatura.

O quarto capítulo tem o objetivo de demonstrar, em termos teóricos, a relação entre as receitas de senhoriagem e o financiamento do setor público. Já o capítulo quinto mensura a receita de senhoriagem no Brasil e procura explicar as

diversas formas utilizadas ao longo do tempo para apropriação dessa receita pelo Governo, apresentando ao final os resultados fiscais incluindo a receita de senhoriagem.

Finalmente, o último capítulo apresenta as conclusões e recomendações de política.

## II – CONCEITUAÇÃO DE SENHORIAGEM

### II. 1 – Um Pouco de História

"En monnoies est li cose moult obscure  
Elles vont haut et bas, se ne set-on que faire  
Quand on guide wagnier, on troeve le contraire"  
(Gilles Li Muisis)

A origem do termo senhoriagem remonta à Idade Média, e correspondia à taxa paga ao soberano ou ao senhor feudal pelo direito de transformar metal precioso (ouro ou prata) em moeda.

A emissão de moeda no período medieval era caracterizada por ser uma atividade essencialmente privada, com o soberano detendo o direito de estabelecer as características das moedas a serem cunhadas (tipo, peso e pureza). Os mercadores, ourives ou banqueiros podiam ir ao balcão da casa da moeda e entregar seu metal (lingotes, moedas velhas, talheres e objetos de prata ou ouro) e eram pagos após algumas semanas, com as moedas cunhadas com o metal que haviam trazido. Parte do metal era retida pela casa da moeda para remunerar o trabalho de cunhagem e pagar o custo de produção, chamado de braceagem (*brassage*). Outra parte do metal era retida e enviada ao soberano ou ao senhor feudal, como taxa ou imposto, e era chamada de senhoriagem.

Com o passar dos anos, as casas da moeda foram deixando de se tornar um negócio privado e, ao final do século 13, praticamente todas as casas da moeda, na Europa, estavam sob controle direto dos respectivos soberanos que passaram a receber as taxas de senhoriagem e de braceagem. A soma da senhoriagem e da braceagem passou a ser considerada como senhoriagem bruta.

Data do final da Idade Média o início de vários processos de desvalorização da moeda (*debasement*) e que consistiam em reduzir o conteúdo do metal precioso. De início, o objetivo era aumentar a oferta de barras de prata ou ouro para as casas da moeda, oferecendo aos indivíduos mais moedas desvalorizadas (*debased*) em troca da mesma quantidade de metal e, portanto, uma quantidade maior de moeda

de conta que a obtida anteriormente e mais do que o oferecido por casas da moeda concorrentes. O lucro dos indivíduos, no entanto, somente ocorria se gastassem essas novas moedas antes que o aumento da oferta monetária produzisse alguma inflação, ou seja, antes do público perceber e reagir aumentando os preços.

O soberano e a casa da moeda lucravam pelo aumento do volume de cunhagem e pelas taxas de senhoriagem que eram, geralmente, majoradas, tornando-se uma fonte não trivial de receita.

Três métodos foram utilizados para reduzir o conteúdo de metal precioso: i) reduzir o peso da moeda; ii) reduzir o teor de pureza da moeda, isto é, aumentar a proporção relativa da liga base da moeda (cobre) e iii) aumentar o valor de face da moeda.

A melhora nos processos de fundição levou a que, no início do Renascimento, os soberanos se utilizassem gradativamente mais do processo de desvalorização para arrecadar mais senhoriagem, caso da chamada Grande Desvalorização (*Great Debasement*) realizada por Henrique VIII<sup>1</sup> e seus sucessores e que reduziram o grau de pureza da moeda de prata de 95,833% para meros 25%.

Como durante os processos de desvalorização, ambas as moedas (velha e nova) circulavam lado a lado, a circulação passou a se dar pelo conteúdo intrínseco (circulação por peso) e não pelo valor legal, em uma forma de se contornar a redução do valor intrínseco da nova moeda.

É dessa época a especificação da chamada Lei de Gresham, segundo a qual, a moeda “má” expulsa a “boa”. De fato, as pessoas tendiam a reter a moeda antiga, não desvalorizada, e circular a moeda nova, desvalorizada. A moeda antiga era, posteriormente, fundida e transformada em lingotes ou em novas moedas desvalorizadas.

Na realidade, a constatação de Gresham decorre da perda, pela moeda desvalorizada, de uma das suas três funções clássicas<sup>2</sup>: a de reserva de valor, ou

---

<sup>1</sup> Henrique VIII foi apelidado de “old copernose” devido à técnica utilizada para a cunhagem da moeda de ouro que consistia de uma moeda de cobre revestida por uma fina camada de ouro que, com o passar dos anos, foi sendo desgastada em sua parte mais protuberante: o nariz da efígie do rei.

<sup>2</sup> As funções clássicas da moeda são: i) reserva de valor; ii) unidade de conta e iii) meio de troca.

seja, não que a moeda “má” se sobrepujasse à moeda “boa”, mas que os indivíduos não retinham a moeda “má”.<sup>3</sup>

Com a evolução econômica, a circulação de moeda com valor intrínseco foi sendo substituída pelo papel-moeda, que correspondia, de início, a um comprovante da existência de valor equivalente em metal precioso (usualmente ouro) nos cofres do Banco Central e que, a qualquer momento, o possuidor do papel-moeda poderia trocar esse recibo pelo metal. Essa mudança significou uma redução de custos para o Governo, pois o papel-moeda é muito mais barato de produzir que uma moeda metálica. O detentor do papel-moeda também ganhava, pois tinha reduzidos seus custos de transporte e guarda e mantinha o valor intrínseco da moeda.

No entanto, essa nova configuração do sistema monetário sepultou a taxa de senhoriagem, como definida na Idade Média. Não havia mais o processo de troca voluntária de metal precioso por moeda e a cobrança de senhoriagem pelo direito de estampar o selo governamental em uma peça de metal. Agora o Governo adquiria o metal precioso e pagava com papel-moeda, a preços de mercado.

## II. 2 - A Senhoriagem Moderna

"Save a little money each month and at the end of the year you'll  
be surprised at how little you have"  
(Ernest Haskins)

Com a evolução do sistema monetário, a moeda deixou de ter o caráter dual de dinheiro e de mercadoria, ou seja, seu valor de troca em termos de bens e serviços e seu valor intrínseco. A aceitação da moeda de papel passou a se fundamentar na confiança e não mais em sua capacidade de ser convertida em metal precioso.

O termo senhoriagem passou a não mais figurar nos compêndios sobre orçamento e receitas de governo ou na literatura econômica, voltando a ser considerado na década de 50, quando os trabalhos de Bailey (1956) e Cagan

---

<sup>3</sup> Em processos de aceleração inflacionária as funções de uma moeda são progressivamente abandonadas em favor de outra moeda mais estável. Essa regra foi a base, por exemplo, do processo de troca do Cruzeiro Real pelo Real no Plano de Estabilização de 1994 onde, ao se introduzir uma moeda indexada, a URV, que circulou paralelamente ao Cruzeiro Real, induziu-se a transferência das funções de uma para a outra que foi, posteriormente, rebatizada como Real.

(1956) colocaram na ordem do dia a discussão sobre os custos da inflação e da emissão monetária.

No entanto, não há na literatura uma definição clara do conceito moderno de senhoriagem. A senhoriagem ora é definida como o lucro do governo derivado da emissão de moeda, ora como a receita do governo resultante do poder de monopólio de emissão de moeda. Outra definição, presente em Gross (2004) identifica a senhoriagem como sendo o recebimento de recursos reais que as autoridades públicas podem obter imprimindo moeda ou forçando os bancos a manter depósitos no Banco Central.

Dada essa falta de definição, as pessoas são tentadas a estabelecer uma analogia entre o conceito moderno de senhoriagem (que seria apropriado à nova concepção de moeda fiduciária) com o conceito de taxa de senhoriagem vigente na Idade Média (apropriado à concepção de moeda mercadoria). De fato, a taxa de senhoriagem podia ser calculada, naquela época, como a diferença entre o valor de face da moeda e o custo do metal utilizado na cunhagem, menos o custo de produção. Como a moeda fiduciária não tem valor intrínseco, a senhoriagem é definida, então, simplesmente como o aumento do volume de moeda doméstica menos o custo de produção (geralmente insignificante).

Essa é, por exemplo, a definição de Berg e Borensztein (2000), que ao definirem a senhoriagem consideram que *“the ancient concept of seigniorage as a government's profit from issuing coinage that costs less to mint than its face value is essentially the same with paper currencies: abstracting from the minor cost of printing paper money, seigniorage is simply the increase in the volume of domestic currency”*.

Cohen (1971) também utiliza essa definição: *“Originally, ‘seigniorage’ referred to the difference between the circulating value of a coin and the cost of bullion and minting, involving a once-for-all gain to the coin’s issuer. Later the term was extended to describe the gain, over and above costs of production, to the issuer of any kind of money – including also international money”*.

Rovelli (1994), por seu turno, considera que a senhoriagem é geralmente definida como a capacidade do governo financiar despesas pela emissão de papel-moeda. Contudo, ele reconhece que essa não seria uma definição completa, já que

a senhoriagem pode ser apropriada por quem tem o poder ou o direito de emissão de uma “moeda” cujo poder de compra é superior ao seu custo de produção.

Já Black (1987) considera que o uso de papel moeda em lugar de moeda intrínseca pelos governos modernos gera uma poupança social muito grande no uso dos recursos que, de outra forma, deveriam ser gastos na mineração e fundição de grandes quantidades de metal. Essa poupança, que pode ser medida considerando a curva de demanda agregada por moeda, em função da taxa de juros, é que ele considera como senhoriagem. Assim, o custo social de manter moeda é medido pelo custo de oportunidade dos recursos utilizados para produzir moeda. Se o ouro fosse utilizado como moeda, seu custo de oportunidade poderia ser mensurado pelo fluxo de juros que poderia render esses recursos se transferidos para outro uso. Então a área sob a curva de demanda entre a taxa de juros de mercado e o custo de prover papel moeda representa o fluxo de senhoriagem ou poupança social que provém do uso de papel moeda em lugar de ouro.

É também freqüente a associação entre senhoriagem e imposto inflacionário, ou seja, a senhoriagem seria o rendimento real que o Estado obtém através da inflação (Lipietz [1991]). Dito de outra forma, a inflação é uma forma de tributação, é um imposto sobre a manutenção de encaixe monetário (Mankiw [1987]). No entanto, embora haja toda uma literatura envolvendo a escolha do imposto inflacionário ótimo, Mackenzie e Stella (1996) ressaltam que o termo “imposto” para denominar o ganho do governo com a emissão de moeda é, de certa forma, errôneo, visto que o imposto inflacionário não é realmente uma “operação” ou uma medida, mas o resultado final de uma combinação particular de políticas monetária e fiscal. Não é possível substituir um imposto explícito pelo imposto inflacionário sem uma profunda mudança no ambiente macroeconômico.

O fato de existirem diferentes definições de senhoriagem reside na interpretação do que seja moeda. A moeda é ou não um passivo do Banco Central? Ao emitir o papel-moeda, o Banco Central financia, direta ou indiretamente, os gastos do governo; no entanto, a questão de esse financiamento constituir ou não uma dívida de governo é que, em essência, determina a diferença entre os conceitos de senhoriagem. Se considerarmos que o total de moeda em circulação não é um passivo, ao emitir o governo está simplesmente se apropriando de parte

da riqueza do setor privado e utilizando esse recurso para financiar seus gastos. Por outro lado, se considerarmos que o meio circulante é um passivo da autoridade monetária, essa apropriação de riqueza se dá, apenas, na medida em que esse passivo não rende juros.



### III – MENSURAÇÃO DA SENHORIAGEM

"Money is a good servant but a bad master"  
(Francis Bacon)

A literatura econômica sobre senhoriagem menciona, tradicionalmente, três maneiras de se mensurar a senhoriagem: i) o conceito de **senhoriagem monetária**, que corresponde à variação nominal da base monetária ou, dito de outra forma, obtido pela multiplicação da taxa de crescimento do estoque nominal de moeda ( $\mu$ ) pelo valor da base monetária real ( $m$ ); ii) o conceito de **imposto inflacionário**, que é obtido pela multiplicação da taxa de inflação ( $\pi$ ) pelo valor da base monetária real ( $m$ ) e iii) o conceito de **custo de oportunidade da senhoriagem**, dado pela taxa de juros nominal ( $i$ ) multiplicada pela base monetária real ( $m$ ).

O primeiro conceito teve origem nos trabalhos de Cagan (1956) e Marty (1967), e utilizados em Friedman (1971), Cohen (1971), Auernheimer (1974) e Calvo (1978). Posteriormente, os trabalhos de Grossman e Huyck (1984), Mankiw (1987), Obstfeld (1989), Aizenman (1989), Cukierman et alli (1989), Trehan e Walsh (1990), Fischer e Bruno (1990) e Fry (1993) também utilizaram a mesma forma de mensuração da senhoriagem, sendo que, dos trabalhos mais recentes sobre o assunto, verificamos que Haslag (1998), Battachanga e Haslag (1998), Crego (2000) e Ahumada et alli (2000) também utilizam o mesmo conceito. Dentre os autores nacionais que escreveram sobre senhoriagem, verifica-se que Pastore (1997), Rossi (1997), Ferreira e Rosal (1998), Issler e Lima (1998 a e b) e Cardoso (2003) escolheram essa forma de mensuração para subsidiar seus trabalhos. Releva observar que Issler e Lima (1998 a e b) definem a senhoriagem pelo conceito monetário, mas utilizam o conceito de imposto inflacionário como aproximação.

A segunda forma de mensuração, pelo conceito de imposto inflacionário, foi utilizada originariamente por Friedman (1953) e Bailey (1956) e, recentemente, por Cysne e Coimbra-Lisboa (2004), enquanto que o terceiro método de cálculo se originou nos trabalhos de Phelps (1971), e Marty (1978), tendo sido utilizado também por Brock (1989), Cottareli (1993), Toma e Goff (1993) e Martoni (1998).

A preferência pelo conceito monetário se explica, aparentemente, pela facilidade de apuração, visto que os outros conceitos dependem da escolha da taxa

de inflação ou da taxa de juros adequadas e, portanto, estão mais sujeitos a diferentes interpretações<sup>4</sup>.

Em termos de comparação entre os conceitos, destacam-se os trabalhos de Klein e Neumann (1989), Rovelli (1994), Baltensperger e Jordan (1994) e Horchreiter et alli (1996), e, mais recentemente, Schobert (2001), Cukrowski e Stavrev (2001) e Gross (2004).

### III. 1 Comparação entre as formas de mensuração

"Money is like a sixth sense without which you cannot make a complete use of the other five"  
(W. Somerset Maughan)

As formas de mensuração da senhoriagem também podem ser expressas em relação ao produto real, assim, a base de incidência da senhoriagem ( $m$ ) passaria a ser expressa como  $M/Y$  em lugar de  $M/P$ . Dessa forma, podemos rearranjar os conceitos de maneira que possamos facilmente estabelecer as diferenças entre os mesmos.

Assim, podemos expressar os conceitos como:

$$(1) \text{ senhoriagem monetária}^5 : \frac{\Delta M}{Y} = \frac{\Delta M}{M} \frac{M}{Y} = (\pi + y - v) \frac{M}{Y};$$

$$(2) \text{ imposto inflacionário: } \pi \frac{M}{Y}; \text{ e}$$

$$(3) \text{ senhoriagem custo de oportunidade: } i \frac{M}{Y} = (r + \pi) \frac{M}{Y},$$

onde  $y$  = taxa de crescimento real do PIB;  $v$  = taxa de variação da velocidade de circulação da base monetária e  $r$  = taxa de juros real.

<sup>4</sup> A respeito, Klein e Neumann (1989) assim se manifestam: "although the opportunity cost concept of seigniorage is based on a sound theoretical rationale its empirical applicability is hampered by the fact it requires the choice of the 'true' interest rate  $i$ . As all such choices are somewhat arbitrary, this introduces a certain ambiguity into all empirical approaches based on this seigniorage concept. This is the reason why most empirical research uses the concept of monetary seigniorage ...".

<sup>5</sup> Partindo-se da equação quantitativa da moeda  $MV = PY$ , temos que  $\frac{\Delta M}{M} + \frac{\Delta V}{V} = \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta Y}{Y}$ , e denotando-se  $\mu = \frac{\Delta M}{M}$ ;  $v = \frac{\Delta V}{V}$ ;  $\pi = \frac{\Delta P}{P}$  e  $y = \frac{\Delta Y}{Y}$ , chegamos a  $\mu = \pi + y - v$ .

Assumindo-se que as variáveis tem um comportamento discreto e que os saldos são mensurados no início de cada período, verificamos que:

- i) se a velocidade de circulação da base monetária for constante ( $v = 0$ ), os conceitos de senhoriagem monetária e de custo de oportunidade serão diferentes apenas quando  $r \neq y$ ;
- ii) o imposto inflacionário será igual à senhoriagem custo de oportunidade se a taxa de juros real for zero ( $r = 0$ );
- iii) o imposto inflacionário e a senhoriagem monetária serão iguais apenas se a taxa de crescimento real do PIB for igual à taxa de variação da velocidade de circulação da base monetária ( $y = v$ ); e
- iv) os três conceitos serão iguais apenas se a taxa de crescimento real do PIB, a taxa de variação da velocidade de circulação da base monetária e a taxa de juros real forem nulas ( $y = v = r = 0$ ).

Dessa forma, apenas em condições especialíssimas os três conceitos terão o mesmo resultado; no entanto, como observam Horchreiter e Rovelli (2001), se  $r$  e  $y$  forem relativamente baixos, os resultados apurados utilizando os conceitos de senhoriagem monetária e de senhoriagem custo de oportunidade não serão muito diferentes do resultado apurado pelo cálculo do imposto inflacionário.

Embora os conceitos possam ter, em economias estáveis, resultados semelhantes ou muito próximos, devemos ter claro que eles diferem na essência, ou seja, partem de concepções diferentes do que representa a moeda na economia.

A propósito, Klein e Neumann (1989) assim se manifestam quanto ao conceito de senhoriagem custo de oportunidade:

*“the implicit assumption of this concept of seigniorage is that the private sector’s revenue loss from forgone interest earnings – i. e. – the opportunity cost of money – corresponds to an equivalent revenue gain for the government from issuing money. In other words, ‘fiat money can be viewed as a zero interest loan to the government’ so that ‘seigniorage is given (by) the interest savings the government obtains by being able to issue zero interest rate securities in the form of currency’”.*

Da mesma forma, esses autores consideram que a senhoriagem monetária *“measures the actual wealth transfer which the private sector has to make in order to receive base money in the amount of M from the central bank”*.

Já o imposto inflacionário é definido por Cysne e Coimbra-Lisboa (2004) como sendo

*“a transferência compulsória da renda, através de juros reais negativos pagos pela base monetária, a favor do Banco Central e contra o restante da economia que mantém base monetária entre seus ativos, pessoas físicas e jurídicas residentes no país em particular”*.

Cagan (1956), por seu lado, considera que

*“the base of the tax is the level of real cash balances; the rate of the tax is the rate of depreciation in the real value of money, which is equal to the rate of rise in prices. (...) The note-issuing authorities do not set the tax rate directly. They set the rate at which they increase the money supply, and this rate determines the tax rate through the process...”*.

O pressuposto básico do conceito de senhoriagem monetária é que, ao emitir moeda, o governo está se apropriando de parte da riqueza do setor privado, ou seja, a moeda não constitui um passivo do governo e, por consequência, não é um ativo do setor privado, posto que não há uma obrigação de resgate futuro.

Já o pressuposto subjacente ao conceito de senhoriagem custo de oportunidade é o de que a moeda é um passivo do governo frente ao resto da economia, ou seja, ao financiar seu déficit por emissão monetária, o setor público aumenta seu endividamento, porém com uma dívida que não paga juros nem precisa ser resgatada. Trata-se, em resumo, de uma perpetuidade não remunerada e cujo resgate só ocorre ou por iniciativa do emissor ou pela desvalorização provocada pela inflação.

O conceito de imposto inflacionário, por seu turno, é compatível com ambos os conceitos acima com as seguintes qualificações: i) ao adotarmos o conceito de senhoriagem custo de oportunidade, a apropriação do imposto inflacionário ocorre à medida que a inflação se manifesta (há a desvalorização imediata do estoque de moeda em circulação), independente de novas emissões por parte do Banco Central; e ii) se adotarmos o conceito de senhoriagem monetária, a apropriação do

imposto inflacionário dar-se-á apenas quando o Banco Central emitir moeda para repor o nível de encaixe real da economia.

Gross (1992), após descrever as metodologias utilizadas para o conceito monetário e para o conceito de custo de oportunidade comenta que

*“the economic meaning of the two definitions of seigniorage can be illustrated by comparing the government to a firm. The first definition would then correspond to the cash flow and the second definition would correspond to the earnings of the firm. It is not clear a priori which definition of seigniorage is more appropriate for an evaluation of the fiscal impact...”*

### III. 2 Abordagens alternativas de mensuração

"We all need money, but there are degrees of desperation"  
(Anthony Burgess)

A indefinição conceitual sobre a moeda permite outras abordagens relacionadas à forma de mensuração da senhoriagem. Serão discutidos, a seguir, dois desses conceitos alternativos.

#### III. 2.1 A abordagem de Drazen<sup>6</sup>

Em seu texto, Drazen considera a existência de duas fontes distintas de receita derivada da emissão de moeda: a receita da expansão da oferta nominal de moeda quando os indivíduos já detêm um dado nível de encaixe real e os lucros derivados do monopólio de emissão de moeda.

A medida proposta por Drazen para a receita total associada com a criação de moeda, em uma economia em estado estacionário de equilíbrio, seria:  $S = \mu m + (r - n)a$ , onde “a” corresponde ao ativo líquido do governo adquirido com emissão monetária, medida em termos de produto real<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Drazen (1984)

<sup>7</sup> A equação de Drazen considera as relações em termos reais per capita ( $S = \mu m + (r - n)a$ , onde  $m = M/PL$ ;  $P =$  nível de preços;  $L =$  população; e  $n =$  taxa de crescimento populacional).

O primeiro termo da equação ( $\mu m$ ) corresponderia à receita decorrente da expansão da oferta monetária, enquanto que o segundo termo  $[(r - y) a]$  corresponde ao lucro do governo pelo monopólio de emissão, que permite a venda de títulos sem remuneração (moeda) em troca da aquisição de títulos privados, com remuneração.

O segundo termo da equação corresponde à soma algébrica das receitas dos ativos adquiridos com a emissão monetária ( $ia$ ) menos parcela dessa receita utilizada para manter esses ativos constantes em relação ao produto  $(\pi+y)a$ .

Como observam Hochreiter e Rovelli (2001), a equação pode ser desdobrada em :  $S = ia - (\pi + y)a + \frac{\Delta m}{Y} = (r - y)a + \frac{\Delta m}{m} \frac{M}{Y}$ .

Se assumirmos que a política monetária é feita totalmente por operações de mercado aberto, então  $a = m$ , e considerando que  $\frac{\Delta m}{m} = (\pi + y - v)$ , podemos reescrever a equação como:

$$S = (r - y)m + (\pi + y - v)m = im - vm$$

Logo, a medida de senhoriagem proposta por Drazen coincide com o conceito de senhoriagem custo de oportunidade quando a velocidade de circulação da base monetária é constante ( $v=0$ ).

### III. 2.2 - A abordagem de Rovelli<sup>8</sup>

Em seu estudo, Rovelli distingue entre a senhoriagem apropriada pelo Banco Central e a senhoriagem apropriada pelo governo. Assim, define inicialmente a senhoriagem do Banco Central como sendo o componente do lucro do Banco

---

<sup>8</sup> Rovelli (1994).

Central que é devido à sua capacidade de emitir base monetária. Essa definição pode ser formalizada pela expressão<sup>9</sup>:

$$S^C = (i_R R + i_T T + i_C C) / Y ,$$

onde  $i_X$  corresponde à taxa de juros incidente sobre o ativo  $X$ ;  $R$  = ativos externos (medidos em moeda doméstica);  $T$  = títulos do governo mantidos pelo Banco Central e  $C$  = crédito do Banco Central junto ao setor privado (inclusive bancos).

Se supormos que  $i_R = i_T = i_C = i$ , esse conceito de senhoriagem corresponde ao conceito de custo de oportunidade.

Em seguida, ao se referir à senhoriagem do governo, Rovelli apresenta duas definições: i) senhoriagem é a capacidade do governo financiar seus gastos acima da receita tributária emitindo dívida que, por causa da relação especial entre o Tesouro e o Banco Central, não tem custo, ou tem um custo abaixo das taxas de mercado; e ii) a senhoriagem é devida, em parte, ao grau de monetização do déficit corrente, e em parte ao grau em que o governo tem direito a se apropriar da senhoriagem gerada pelo Banco Central.

A medida proposta por Rovelli, considerando que todo o lucro do Banco Central é apropriado pelo Tesouro, corresponde a:

$$S^G = [i_B (R + T + C) / Y] + [\Delta T - (\pi + y) T] / Y ,$$

onde  $i_B$  corresponde à taxa de juros paga pelo governo sobre sua dívida em títulos.

Se considerarmos  $i_B = i$ , a equação pode ser simplificada para:

$$S^G = im + [\Delta T - (\pi + y) T] / Y$$

---

<sup>9</sup> Considerando um Banco Central clássico (onde  $R+T+C=M$ ) e que as reservas bancárias não são remuneradas e o custo do Banco Central é desprezível.

O primeiro termo da equação corresponde à senhoriagem custo de oportunidade, enquanto o segundo termo corresponde ao que Rovelli definiu como sendo excesso de monetização (aumento do passivo líquido do governo junto ao Banco Central, acima do total necessário para manter constante a taxa desse passivo em relação ao PIB).

### III. 3 Comentários

"There's nothing in the world so demoralizing as money"  
(Sofocles)

A escolha do conceito adequado passa, necessariamente, pelo entendimento de qual o papel desempenhado pela moeda na economia ou o que representa a moeda para o emissor e para o detentor. Se admitirmos que a moeda emitida não é um passivo do governo, ou seja, a moeda só é resgatável por ela mesma<sup>10</sup>, então o conceito de senhoriagem monetária é o mais apropriado; se, todavia, considerarmos que a moeda é um passivo do governo e que ela pode ser resgatada, por exemplo, em troca do pagamento de tributos ou pela compra de divisas externas, então o conceito adequado é o de senhoriagem custo de oportunidade.

Quanto às abordagens alternativas, nota-se que Drazen tenta expandir o conceito de senhoriagem monetária, agregando os ganhos obtidos com a parcela de moeda emitida e não utilizada diretamente para financiar o déficit do governo. Seria, por exemplo, equivalente ao caso de um indivíduo que ganha na loteria e não gasta totalmente os recursos, deixando parte aplicada no sistema financeiro; nesse caso, estaríamos considerando como ganho na loteria o valor do prêmio lotérico mais os juros reais obtidos pela aplicação financeira.

---

<sup>10</sup> Martone (1998) argumenta que "o papel-moeda não é um passivo exigível do banco central porque este não tem obrigação legal de convertê-lo em qualquer outra coisa senão em moeda escritural denominada reserva bancária ou, em última instância, em si mesmo. Por consequência, o papel-moeda será um passivo exigível do banco central toda vez que existir tal obrigação legal. Dois exemplos da existência de obrigação legal podem ser citados. O primeiro refere-se a um padrão metálico, em que o papel-moeda tem um lastro metálico no qual ele é legalmente conversível. (...) Um segundo caso em que esse terceiro direito de convertibilidade existe é no sistema de currency board ... onde se replica um padrão metálico, com a diferença de que o lastro da moeda, ao invés de ser um metal ou mercadoria, é uma moeda estrangeira de referência."



A abordagem de Rovelli, por seu lado, tenta expandir o conceito de senhoriagem custo de oportunidade e distinguir entre receita de senhoriagem do governo e receita de senhoriagem do Banco Central. Ao consolidarmos as contas do governo com as contas do Banco Central, o termo adicional proposto desaparece, restando o conceito de senhoriagem custo de oportunidade.

## IV – FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO

Neste capítulo procuraremos demonstrar a relação entre as receitas de senhoriagem e o financiamento do setor público.

### IV. 1 Funções do Banco Central

"Those who have some means think the most important thing is in the world is love. The poor know that it is money"  
(Gerald Brenan)

Um Banco Central típico ou clássico desempenha duas funções básicas: a função de gestor da política monetária e a função de supervisor do sistema financeiro.

Pelo desempenho dessas funções, o Banco Central pode ser remunerado pela receita de senhoriagem, pela cobrança de taxas e multas ou pela receita derivada da imposição de requerimentos de reservas sobre passivos das instituições financeiras.

A imposição de requerimentos de reservas (depósitos compulsórios) desempenha, de acordo com Rovelli (1994), quatro possíveis papéis para o Banco Central:

- i) como um instrumento de política monetária, usado para o controle da demanda por moeda;
- ii) como uma fonte primária de liquidez de curto prazo para o mercado monetário doméstico;
- iii) como o preço a ser pago para os serviços fornecidos pelo Banco Central ao sistema financeiro; e
- iv) como uma restrição de carteira aos intermediários financeiros, a qual cria uma demanda maior por base monetária, sendo então uma fonte não inflacionária de senhoriagem.

Os papéis i), ii) e iv) tem uma relação direta com a política monetária e, em consequência, com a arrecadação de senhoriagem, enquanto que o papel iii) tem uma relação mais estreita com a função de supervisão do sistema financeiro.

Para os efeitos desta dissertação, iremos considerar as reservas compulsórias sobre depósitos à vista (integrantes da base monetária), como estreitamente ligadas à política monetária, enquanto que outros requerimentos de reserva, sobre ativos ou depósitos a prazo, como sendo ligadas às funções de supervisão do sistema financeiro.

## IV.2 Conceitos de Déficit Público

"Money doesn't talk, it swears"  
(Bob Dylan)

Os conceitos tradicionais de déficit público são apresentados em três diferentes concepções: i) o conceito nominal ou convencional; ii) o conceito operacional e iii) o conceito primário. A diferença entre essas diferentes formas de mensuração está relacionada, intrinsecamente, com as despesas com juros. No primeiro, consideram-se os juros nominais pagos ou apropriados; no segundo consideram-se os juros reais pagos ou apropriados, enquanto que no terceiro conceito, excluem-se as despesas com juros.

O conceito operacional surgiu no início dos anos 80, inicialmente como uma tentativa de aproximar os juros apropriados por competência dos juros que deveriam ser contabilizados pelo critério de caixa<sup>11</sup>. Posteriormente, com o recrudescimento inflacionário, atentou-se para o fato de que as despesas com juros nominais não espelhavam devidamente o impacto das transferências de juros para os detentores da dívida, dada a não existência de ilusão monetária.

O conceito primário tenta mensurar o impacto decorrente das ações fiscais do governo, sendo uma medida relevante para identificar o esforço empreendido pelo setor público para o ajustamento fiscal. As despesas com juros são excluídas pois mensuram, de um lado, o custo pelo desequilíbrio fiscal anterior, expresso pelo

---

<sup>11</sup> A propósito, ver: Queiroz (1991).

saldo da dívida, e de outro, a variação da taxa de juros, determinada exógenamente ao componente fiscal do governo.

Essa visão da diferenciação entre os conceitos, focada exclusivamente na inclusão ou não de juros nominais ou reais, obscurece a devida dimensão de cada um dos conceitos. Confunde-se, em geral, a forma de cálculo do resultado primário com sua definição. Resultado primário corresponde ao resultado líquido das operações decorrentes da atividade fim do ente público. Equivale, grosso modo, ao resultado operacional de uma empresa privada.

O Banco Central é uma entidade financeira e, portanto, seu resultado primário é, necessariamente financeiro. A receita de senhoriagem é eminentemente financeira, portanto, não há como se buscar em um Banco Central suficiência operacional ou primária baseada em receitas não financeiras ou fiscais. Essas, quando existem, ou são residuais (como cobrança por serviços prestados) ou eventuais (como multas e juros de mora).

Do ponto de vista do Tesouro, o lucro do Banco Central transferido ao Governo é equivalente ao recebimento de dividendos oriundos de empresas públicas e, portanto, deveria ser contabilizado como uma receita primária, não obstante a origem financeira desse resultado.

A esse respeito, o Government Finance Statistics Manual, do Fundo Monetário Internacional – FMI<sup>12</sup>, estabelece, em seu parágrafo 5.86 que

*"General government units may receive dividends from private or public corporations. Distributions of profits by public corporations may take place irregularly and may not be explicitly labeled as dividends. Nevertheless, ... , dividends include all distributions of profits by corporations to their shareholders or owners, including profits of central banks transferred to government units, profits derived from the operation of monetary authority functions outside the central bank, and profits transferred by state."*

O manual anterior<sup>13</sup>, de 1986, classifica, mais claramente, os lucros do Banco Central como receitas empresariais e de propriedade, ao estabelecer, em seu parágrafo 545 que

---

<sup>12</sup> IMF (2001)

<sup>13</sup> IMF (1986)

*“las utilidades de los bancos centrales que se transfieren al gobierno también figuran en este lugar. Esta categoría comprende además todas las utilidades generadas por las operaciones de las autoridades monetarias no realizadas por el banco central. Por lo tanto, se incluyen también las utilidades de señoreaje, ya sea que provengan del banco central o de cualquier parte del gobierno que se clasifique como encargada de cumplir funciones de autoridad monetaria.”*

### IV.3 Senhoriagem e lucro do Banco Central

"The chief value of money lies in the fact that one lives in a world in which it is overestimated"  
(H.L. Mencken)

Embora a senhoriagem, medida pelo conceito de custo de oportunidade, seja dada pela aplicação da taxa de juros básica da economia sobre o estoque da base monetária, o Banco Central não arrecada, necessariamente, esse valor. A arrecadação da senhoriagem depende da rentabilidade dos ativos adquiridos com os recursos da emissão de base monetária. Por exemplo, se o Banco Central utilizou os recursos provenientes de um aumento de base monetária para financiar o governo a juros subsidiados, o Banco Central se apropriará apenas de parte da senhoriagem, a outra parte será apropriada implicitamente pelo governo e corresponde à diferença entre a taxa de juros básica e a taxa de juros do empréstimo ao Tesouro. Assim, a senhoriagem auferida pelo Banco Central corresponde à taxa de juros nominal média recebida pelo banco sobre seus ativos adquiridos com a emissão monetária.

Os bancos centrais, em geral, não especificam em seus balanços a receita obtida com a senhoriagem<sup>14</sup>. Assim, os juros recebidos sobre os ativos do Banco Central adquiridos com a emissão de base monetária, são agregados a outras receitas decorrentes de outros ativos, até porque é difícil precisar quais os ativos que foram adquiridos com a emissão. Dessa forma, não transparece nos balanços

<sup>14</sup> A exceção a essa regra vem do Banco da Inglaterra. Aquele Banco Central publica dois balanços distintos: o Balanço do Departamento Bancário e o Balanço do Departamento Emissor. O balanço do departamento emissor contém, em seu ativo, títulos de emissão do governo e em seu passivo, o meio circulante. A demonstração de lucros e perdas contabiliza as receitas de juros sobre os títulos do governo e as despesas de produção e emissão de papel moeda. O resultado, assim mensurado, é totalmente transferido ao Tesouro. O balanço do departamento bancário contabiliza as outras operações do Banco da Inglaterra e seu resultado, após constituição de reservas, é distribuído, parte ao Tesouro, parte aos acionistas.

dos bancos centrais ou em suas demonstrações de resultado, a receita decorrente da emissão monetária.

#### IV.4 Lucro e Déficit

"When is a question of money, everybody is of the same religion"  
(Voltaire)

Primeiramente, há que se distinguir entre lucro (prejuízo) e superávit (déficit). O primeiro espelha o resultado financeiro da empresa ou setor, enquanto que o segundo espelha a dimensão econômica, ou seja, mede a pressão que a empresa ou setor exerce na partilha pela poupança da economia.

A principal diferença entre os dois conceitos reside na apropriação do investimento. A conta de resultado considera as despesas de investimento apenas na medida em que esses se depreciam, ou seja, contabiliza essas despesas pelo critério de competência. A conta de déficit, por seu lado, contabiliza as despesas de investimento pelo regime de caixa, ou seja, contabiliza essas despesas na medida em que são efetuadas.

Esquemáticamente, o déficit corresponde à diferença entre poupança e investimento ( $S - I$ ), ou, pelo lado do financiamento, pela variação da dívida líquida da entidade ou empresa. O lucro, por seu lado, corresponde à geração de poupança da empresa ou entidade, menos a depreciação dos seus investimentos acumulados ( $S - dK$ , onde  $d$  = taxa de depreciação e  $K$  = estoque de capital ou investimento acumulado).

Dessa forma, é possível a uma empresa ou entidade, ter déficit e ser lucrativa ou ter prejuízos e ser superavitária (pelo desinvestimento).

O lucro (prejuízo) do Banco Central, portanto, não corresponde, necessariamente, a um superávit (déficit), embora, pelas próprias atividades desenvolvidas pelo Banco Central, dificilmente teremos sinais divergentes entre esses resultados, posto que o investimento do Banco Central não é significativo em relação às suas receitas.

## IV.5 Modelo contábil

"Money won't buy happiness, but it will pay the salaries of a huge research staff to study the problem"  
(Bill Vaughan)

Com vistas a facilitar a análise das relações entre a receita de senhoriagem, o lucro do Banco Central e o financiamento do déficit público, desenvolve-se, nesta parte do trabalho, um modelo contábil simples que relaciona as contas do Banco Central com as do governo.

Iniciemos definindo um balancete sintético do Banco Central que apresenta, em seu ativo as reservas internacionais líquidas, em moeda nacional ( $ERI$ ), onde  $E$  corresponde à taxa de câmbio; a dívida do Tesouro em títulos junto ao Banco Central ( $BBC$ ); o crédito do Banco Central junto ao sistema financeiro ( $AL$ ); o crédito líquido do Banco Central junto ao setor privado ( $OC$ ); e o saldo acumulado dos investimentos do Banco Central, ou ativo imobilizado ( $KBC$ ). Do lado do passivo, temos a base monetária ( $BM$ ); outras reservas de instituições financeiras ( $RIF$ ); a conta única do Tesouro ( $CT$ ) e o Patrimônio Líquido do Banco Central ( $PL$ ).

Assim, o balancete do Banco Central pode ser representado por:

$$(1) \quad ERI + BBC + AL + OC + KBC = BM + RIF + CT + PL$$

A definição de base monetária corresponde a seu sentido restrito, ou seja, a soma do papel moeda em circulação ( $PMC$ ) com as reservas compulsórias sobre depósitos à vista ( $RDV$ ):

$$(2) \quad BM = PMC + RDV$$

O lucro do Banco Central pode ser definido como sendo:

$$(3) \quad L_t = i^* ERI_{t-1} + e ERI_{t-1} + i^b BBC_{t-1} + i^a AL_{t-1} + i^c OC_{t-1} - i^f RIF_{t-1} - i^b CT_{t-1} - d KBC_{t-1} - CBC_t,$$

onde :

$i^*$  = taxa de juros externa

$i^b$  = taxa de juros dos títulos públicos

$i^c$  = taxa de juros sobre os outros créditos do Banco Central

$i^f$  = taxa de remuneração das outras reservas compulsórias

$d$  = taxa de depreciação do ativo imobilizado do Banco Central

$e$  = variação cambial

$CBC$  = despesas administrativas do Banco Central

$eERI$  = ganhos ou perdas pela variação cambial

O déficit do Banco Central, por seu lado, corresponde a:

$$(4) DBC_t = i^* ER_{t-1} + i^b BBC_{t-1} + i^a AL_{t-1} + i^c OC_{t-1} - i^f RIF_{t-1} - i^b CT_{t-1} - IBC_t - CBQ_t - LT_t$$

onde  $IBC_t = \Delta KBC_t + d KBC_{t-1}$  e corresponde ao investimento bruto do Banco Central no período  $t$  e  $LT$  é o lucro transferido ao Tesouro.

Note que, sendo o Banco Central, teoricamente, uma instituição superavitária, o resultado da equação (4) apresentaria sinal positivo, denotando um superávit fiscal.

Deduzindo (4) de (3), vemos que a diferença entre o lucro do Banco Central e seu déficit corresponde a:

$$(5) L_t - DBC_t = eERI_t + (IBC_t - d KBC_{t-1}) + LT_t,$$

ou seja, o investimento do Banco Central, líquido da depreciação, mais ou menos os ganhos ou perdas de variação cambial dos ativos externos, mais o lucro transferido ao Tesouro.<sup>15</sup>

Sob o ponto de vista do financiamento, o déficit do Banco Central passa a ser:

$$(6) NFBC_t = \Delta BM_t + \Delta RIF_t + \Delta CT_t - E\Delta RI_t - \Delta BBC_t - \Delta AL_t - \Delta OC_t$$

De forma análoga à mensuração "acima da linha", expressa na equação (4), a equação (6) apresenta, teoricamente, sinal negativo.<sup>16</sup>

Para, finalmente, fechar as contas do Banco Central, temos que:

<sup>15</sup> o lucro transferido ao Tesouro aparece na diferença porque definiu-se o déficit do Banco Central como sendo após a transferência do resultado ao Tesouro, enquanto que o lucro do Banco Central definiu-se como sendo antes dessa transferência.

<sup>16</sup> A terminologia usualmente utilizada para expressar os resultados fiscais atribui sinais diferentes para as mensurações "acima e "abaixo da linha", posto que uma é espelho da outra.



$$(7) \Delta PL_t = L_t - LT_t,$$

ou seja, a variação do patrimônio líquido do Banco Central ( $\Delta PL$ ) corresponde à diferença entre o lucro do Banco Central ( $L$ ) e o lucro transferido ao Tesouro ( $LT$ ).

A restrição orçamentária do Tesouro pode ser escrita como:

$$(8) DTN_t = (T_t - GT_t) - i^b BP_{t-1} - i^b BBC_{t-1} + i^b CT_{t-1} - i^* EDE_{t-1} - LT_t,$$

onde  $(T - GT)$  é o déficit primário do Tesouro antes da transferência do lucro do Banco Central, sendo  $GT$  o total de gastos primários do Tesouro e  $T$  a arrecadação tributária,  $BP$  é a dívida do Tesouro fora do Banco Central e  $DE$  corresponde à dívida externa do Tesouro denominada em moeda estrangeira.

Do ponto de vista do financiamento, essa restrição orçamentária corresponde a:

$$(9) NFTN_t = \Delta BP_t + \Delta BBC_t - \Delta CT_t + E\Delta DE_t$$

Consolidando-se a restrição orçamentária do Tesouro com a do Banco Central, e supondo que a taxa de juros externa incidente sobre a dívida externa do governo é equivalente à taxa de juros dos ativos externos do Banco Central, temos:

$$(10) DGC_t = (T_t - GT_t) - i^b BP_{t-1} - i^* EDE_{t-1} + i^* ER_{t-1} + i^a AL_{t-1} + i^c OC_{t-1} - i^r RIF_{t-1} - CBC_t - IBC_t$$

Considerando que  $GBC = CBC + IBC$ , podemos resumir a expressão (10) em:

$$(10a) DGC_t = (T_t - G_t) - i^b BP_{t-1} - i^* E(DE_{t-1} - RI_{t-1}) + i^a AL_{t-1} + i^c OC_{t-1} - i^r RIF_{t-1}$$

Do ponto de vista do financiamento, o déficit do governo central é medido como sendo:

$$(11) NFGC_t = \Delta BP_t + \Delta BM_t + E(\Delta DE_t - \Delta RI_t) - \Delta AL_t - \Delta OC_t - \Delta RIF_t$$

A primeira constatação é que a receita de senhoriagem não aparece explicitamente nas equações acima desenvolvidas, a não ser o conceito de senhoriagem monetária, que está presente nas equações (5) e (11), porém como fonte de financiamento do déficit e não como receita. Se entendermos ser esse o conceito adequado para mensurar a senhoriagem, devemos retirar o termo  $\Delta BM$  tanto da equação (5) quanto da equação (11) e introduzi-lo, com o sinal negativo nas equações (4) e (10) ou (10a).

Embora a receita de senhoriagem pelo conceito de custo de oportunidade – e, por extensão, o imposto inflacionário – não apareça explicitamente nas equações até aqui desenvolvidas, é possível demonstrar que essa receita está sendo devidamente contabilizada. Para tanto, faz-se necessário proceder a algumas simplificações, sem perda de generalidade.

Em primeiro lugar, podemos considerar que a variação do ativo imobilizado do Banco Central (investimento menos depreciação) não é significativa, ficando a diferença entre o lucro do Banco Central e o déficit do Banco Central (antes da transferência de resultado ao Tesouro) limitada à correção cambial do ativo externo, que compõe as receitas para efeito da apuração do lucro e não é incluída no cálculo do déficit público.

Em segundo lugar, podemos considerar o crédito do Banco Central junto ao governo como sendo líquido das disponibilidades do Tesouro no Banco Central. Assim, temos  $BLBC = BBC - CT$ , onde  $BLBC$  designa o crédito líquido do Banco Central ao Tesouro.

Finalmente, podemos assumir que é possível dividir o balancete do Banco Central em duas seções: a monetária e a bancária. Dessa forma, o “departamento monetário” do Banco Central teria a seguinte configuração:

$$(12) \quad ERI + BLBC + AL = BM$$

O “departamento bancário” englobaria todas as outras contas do Banco Central, inclusive o Patrimônio Líquido, e o resultado de suas operações podemos chamar de  $\Omega$ .

O lucro do “departamento monetário” seria dado por:

$$(13) \quad LBM_t = i^* ERI_{t-1} + eERI_{t-1} + i^b BLBC_{t-1} + i^a AL_{t-1} - CM_t$$

onde  $CM$  seria o custo administrativo atribuível ao “departamento monetário” do Banco Central.

O lucro total do Banco Central, portanto, passaria a ser:

$$(14) \quad L_t = LBM_t + \Omega_t$$

Com essas alterações, podemos reescrever as equações (3), (4), (6) e (10a):

$$(3a) \quad L_t = i^* ERI_{t-1} + eERI_{t-1} + i^b BLBC_{t-1} + i^a AL_{t-1} + \Omega_t - CM_t$$

$$(4a) DBC_t = i^* ERI_{t-1} + i^b BLBC_{t-1} + i^a AL_{t-1} + \Omega_t - CM_t - LT_t$$

$$(6a) L_t - DBC_t = eERI_{t-1} + LT_t$$

$$(10b) DGC_t = (T_t - G_t) - i^b BP_{t-1} - i^* E(DE_{t-1} - RI_{t-1}) + i^a AL_{t-1} + \Omega_t$$

Com essas modificações, e supondo  $i^*e = i^b = i^a = i$ , é fácil verificar que o lucro bruto do “departamento monetário” corresponde à receita de senhoriagem pelo conceito de custo de oportunidade:

$$(15) iRI_{t-1} + iBLBC_{t-1} + iAL_{t-1} = iBM_{t-1}$$

Nessas condições, o déficit do governo central, expresso em (10b) pode ser reescrito como:

$$(10c) DGC_t = (T_t - G_t) - iBP_{t-1} - iBLBC_{t-1} - i^*EDE_{t-1} + iBM_{t-1} - eERI_{t-1} + \Omega_t$$

Assim, evidencia-se que o Banco Central e, por extensão, o Governo Central apropria a receita de senhoriagem, definida pelo conceito de custo de oportunidade.

Feita essa constatação, podemos relaxar a hipótese de igualdade entre as taxas de juros e inferir as conseqüências. Primeiro, vamos considerar que o Tesouro não paga juros sobre sua dívida junto ao Banco Central ou que a taxa de juros paga é inferior à de mercado<sup>17</sup>. Nessas condições, haveria um subsídio do Banco Central ao Tesouro, igual à diferença entre a taxa aplicada sobre a dívida líquida do Tesouro no Banco Central e a taxa básica da economia. Esse subsídio, porém, seria anulado por uma transferência menor de lucro do Banco Central ao Governo, ou seja, o ganho de senhoriagem sobre a parcela da Base Monetária utilizada para financiar o déficit do Tesouro é apropriado pelo Governo Central, independentemente da presença ou não de remuneração da carteira de títulos públicos do Banco Central.

Outra questão diz respeito à taxa de remuneração do crédito do Banco Central com o sistema financeiro (AL). Se a taxa de juros dos empréstimos de liquidez ou dos redescontos de liquidez for inferior à taxa de juros de mercado, o

---

<sup>17</sup> Equivalentemente, como o conceito de dívida do Tesouro junto ao Banco Central é líquido das suas disponibilidades na Autoridade Monetária, se o Banco Central remunerar a conta única a uma taxa superior à taxa de remuneração da dívida do Tesouro em títulos, a taxa média implícita na dívida líquida do Tesouro será inferior à de mercado, mesmo se a taxa de juros incidente sobre os títulos em carteira do Banco Central for igual à de mercado. A demonstração pode ser vista no Apêndice.

Banco Central estará subsidiando o sistema financeiro, pelo valor equivalente à diferença de taxas aplicada sobre a dívida do sistema financeiro junto ao Banco Central.

A terceira questão diz respeito à remuneração das Reservas Internacionais. Se definirmos a taxa interna de juros, conforme sugerido por Martone (1998), como sendo:  $i = i^* + e + s$ , onde  $s$  é a taxa de risco soberano e  $e$  corresponde à expectativa de desvalorização cambial, teremos, na hipótese de igualdade entre a desvalorização "ex-ante" e "ex-post", um subsídio equivalente à taxa de risco soberano multiplicada pelo saldo das reservas internacionais, e corresponde ao custo pago pelo Banco Central pela manutenção de reservas externas. Dito de outra forma, corresponde à parcela da receita de senhoriagem transferida ao exterior.

Finalmente, caso o "departamento bancário" apresente resultado negativo ( $\Omega < 0$ ), este será coberto, até o limite do resultado do "departamento monetário", pela receita de senhoriagem.

## V – SENHORIAGEM NO BRASIL

### V. 1 – Mensuração da senhoriagem

"Monetary phenomena are like a seismograph that not only registers earth tremors, but sometimes brings them about"  
(Marc Bloch)

Partindo das informações disponíveis para a economia brasileira, o objetivo dessa seção é mensurar a senhoriagem utilizando as três formas clássicas: senhoriagem monetária, custo de oportunidade e imposto inflacionário.

Optou-se por efetuar os cálculos utilizando-se o conceito mais estrito de moeda, ou seja, a base monetária, não considerando, por conseguinte, outros recolhimentos compulsórios aplicados pelo Banco Central sobre medidas mais amplas de meios de pagamento. Utilizando os dados mensais disponíveis, enfocou-se o período entre janeiro de 1965 (ano da criação do Banco Central) e dezembro de 2004, o que permite efetuar comparações com o resultado do Banco Central, estudar a relação entre a receita de senhoriagem e o déficit do setor público e analisar o processo de transferência da senhoriagem para o Tesouro.

#### Dados utilizados

Com relação aos dados mensais da base monetária, é importante observar que: i) para o período entre janeiro de 1965 e dezembro de 1979, estão disponíveis apenas saldos mensais de final de período, enquanto que, a partir de janeiro de 1980 o Banco Central dispõe de dados na forma de médias mensais dos saldos diários; ii) embora o conceito de base monetária excluindo os depósitos à vista do público no Banco do Brasil só tenha sido adotado a partir do primeiro trimestre de 1986<sup>18</sup>, o Departamento Econômico do Banco Central retroagiu a série sob essa

---

<sup>18</sup> As funções de Autoridade Monetária eram compartilhadas pelo Banco Central com o Banco do Brasil até o início de 1986, quando começou a desvinculação do Banco do Brasil com o congelamento da Conta Movimento do Banco Central no Banco do Brasil.

metodologia até janeiro de 1946, o que permitiu a utilização de um mesmo conceito de base monetária para o período de análise<sup>19</sup>.

Para tornar o cálculo consistente ao longo da série, optou-se por calcular a base média para o período de janeiro de 1965 a dezembro de 1979 mediante a média aritmética dos saldos do mês  $t$  e do mês  $t-1$ . Ressalte-se que esse critério não equivale à média dos saldos diários, visto que essa, além de “centrar” os saldos no dia 15 do mês (procedimento também obtido com a média aritmética acima relatada), minimiza os efeitos da sazonalidade semanal dos meios de pagamento e que pode afetar os saldos de final de período.

Para o cálculo do imposto inflacionário utilizou-se a variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), calculado pela Fundação Getúlio Vargas – FGV porque i) é um índice calculado desde 1947 e, portanto, abrange todo o período de análise e ii) pela sua metodologia de cálculo, é o índice que mais se aproxima do deflator implícito do PIB.

Com relação à taxa de juros a ser utilizada para o cálculo da senhoriagem pelo conceito de custo de oportunidade, a escolha recaiu na taxa Over-Selic, disponível a partir de janeiro de 1974, por se tratar da taxa que mensura o custo do dinheiro; para o período anterior a janeiro de 1974, utilizou-se a taxa de rentabilidade da LTN de 2 semanas, publicada nos Boletins Mensais do Banco Central para o período de setembro de 1970 a dezembro de 1973, a taxa de rentabilidade da ORTN de 1 ano, também publicada pelo Banco Central, para o período de janeiro de 1967 a agosto de 1970; para o período de janeiro de 1965 a dezembro de 1966, considerando que a única taxa de juros publicada corresponde à taxa de remuneração das letras de câmbio ao tomador, optou-se por estimar a taxa de juros básica da economia dividindo-se essa taxa por 0,226659, que corresponde à diferença média de janeiro a junho de 1967 entre a rentabilidade da ORTN e a taxa de remuneração da letra de câmbio.

---

<sup>19</sup> Nesse aspecto este trabalho diferencia-se dos textos de Cysne (1994) e Cysne e Coimbra-Lisboa (2004), que utilizam o conceito anterior de base monetária.

## Metodologia

Teoricamente, o cálculo da senhoriagem entre os instantes 0 e 1, deveria obedecer à seguinte fórmula:

$$S = \int_0^1 \frac{B_t}{P_t} \pi_t dt \quad \text{e} \quad \pi_t = \frac{dP_t}{P_t}$$

onde  $B$  representa a base monetária e  $P$  o nível de preços.

Como não se dispõe de informações das funções  $B_t$  e  $P_t$  em tempo contínuo, pode-se aproximar por somatório ou por logaritmo. Assim, utilizou-se as seguintes fórmulas para aproximar o cálculo da senhoriagem em seus três conceitos:

a) critério discreto (por somatório) :  $S = \rho_t \frac{B_t - 1}{P_t - 1}$ , onde  $\rho$  corresponde à taxa de

inflação ou à taxa de juros ou à taxa de variação da base monetária, conforme o conceito que se esteja utilizando;

b) critério contínuo (por logaritmo) :  $S = \ln(1 + \rho_t) \frac{B_t}{P_t}$ , onde  $\rho$  corresponde à taxa

de inflação ou à taxa de juros ou à taxa de variação da base monetária, conforme o conceito que se esteja utilizando.

Para se expressar os valores como percentual do PIB, procedeu-se à soma anual dos valores mensais calculados e dividiu-se pelo PIB. Esse cálculo foi efetuado de três formas diferentes, quais sejam:

- i) em valores correntes, ou seja, a soma dos valores mensais a preços correntes dividida pelo PIB corrente;
- ii) em valores constantes de cada ano, ou seja, somando-se os valores mensais valorizados para o último mês de cada ano e dividindo-se pelo PIB a preços de dezembro de cada ano (PIB valorizado); e
- iii) a preços constantes de dezembro de 2004, obtido pela soma dos valores mensais atualizados a preços de dezembro de 2004 dividido pelo PIB de 2004 valorizado para dezembro de 2004.

O procedimento descrito em ii) acima procura evitar o chamado “efeito final de período”, que ocorre devido à diferença de sazonalidade entre o PIB e a variável com a qual ele se compara (no caso a senhoriagem). Esse efeito é particularmente significativo em períodos de altas taxas inflacionárias<sup>20</sup>.

O cálculo descrito em iii) permite a análise da evolução real da senhoriagem ao longo do período, por não estar afetada pelo crescimento real do Produto.

Utilizou-se o PIB valorizado (a preços de dezembro de cada ano) calculado e divulgado pelo Departamento Econômico (Depec) do Banco Central<sup>21</sup>, para o período de 1977 a 2004. Para o período de 1965 a 1976, aproximou-se pela fórmula:

$$PIBCorrente \times \sqrt{IGPponta}$$

### Resultados

A Tabela 1 a seguir apresenta a série da Base Monetária (saldos em final de período) em relação ao PIB. Pelos dados apresentados, pode-se verificar que a demanda por moeda claramente se reduz com a aceleração inflacionária, tendo os saldos apresentado uma relação mínima em 1993, ano da maior inflação anual ocorrida no período de análise, quando a relação base monetária/PIB ficou em 1,06 pelo critério do PIB Valorizado. Esse comportamento certamente reduziu a arrecadação de senhoriagem, pela redução da base de incidência.

De se notar, também, que a relação base monetária/PIB voltou a crescer após a edição do Plano Real em 1994, como consequência da estabilização da economia brasileira, voltando aos patamares praticados durante os anos 70, em torno de 4% do PIB. A redução observada entre 1965 e os anos 70 pode ser creditada à modernização do mercado monetário no País, ocorrida no início da década de 70, onde se destaca a implantação do mercado aberto de títulos públicos.

<sup>20</sup> A demonstração desse efeito pode ser vista em Jaloretto (1986).

<sup>21</sup> Para uma descrição da metodologia, vide Gerheim (1995) e Carvalho (1996).



**Tabela 1- Base Monetária - % PIB**

Ano	Inflação % a.a.	Base Monetária	
		% PIB Corrente	% PIB Valorizado
1965	34,26	8,58	7,41
1966	39,13	7,25	6,15
1967	25,00	7,16	6,40
1968	25,43	7,05	6,29
1969	19,34	6,55	6,00
1970	19,26	5,98	5,48
1971	19,49	5,99	5,48
1972	15,71	5,17	4,81
1973	15,58	5,19	4,82
1974	34,53	4,52	3,90
1975	29,34	4,33	3,81
1976	46,26	4,51	3,73
1977	38,84	4,88	4,32
1978	40,72	5,10	4,45
1979	77,29	5,53	4,19
1980	110,25	4,73	3,41
1981	95,20	4,41	3,39
1982	99,71	4,32	3,27
1983	210,98	3,78	2,35
1984	223,81	3,46	2,13
1985	235,13	3,35	2,02
1986	65,04	4,90	4,31
1987	415,87	4,20	2,32
1988	1.037,53	3,85	1,45
1989	1.782,85	4,50	1,29
1990	1.476,71	4,38	2,20
1991	480,17	3,33	1,54
1992	1.157,84	3,44	1,37
1993	2.708,39	3,43	1,06
1994	909,67	4,94	3,41
1995	14,77	3,21	3,07
1996	9,33	2,58	2,51
1997	7,48	3,71	3,61
1998	1,71	4,30	4,27
1999	19,99	4,66	4,30
2000	9,80	4,20	4,02
2001	10,40	4,41	4,21
2002	26,41	5,19	4,45
2003	7,66	4,55	4,45
2004	12,13	4,94	4,73

Fonte: BCB/DEPEC

A diferença substantiva entre os valores da relação base monetária/PIB corrente e os da relação base monetária/PIB Valorizado, particularmente nos anos de inflação acelerada, dá uma idéia da distorção provocada pelo “efeito final de período”, nesse caso devido à comparação entre valores a preços de final de ano (base monetária) e valores a preços médios do ano (PIB corrente).

As tabelas 2, 3 e 4 a seguir apresentam o resultado do cálculo da senhoriagem pelos três critérios tradicionais, utilizando a metodologia de cálculo de forma discreta e de forma contínua, descritas anteriormente. A tabela 2 apresenta os resultados calculados em valores correntes e comparados com o PIB corrente, a tabela 3 apresenta os resultados calculados em valores correntes e corrigidos pela inflação para dezembro de cada ano e comparados com o PIB valorizado de cada ano. Já a tabela 4 apresenta os resultados calculados a valores constantes de dezembro de 2004, comparados com o PIB a preços de dezembro de 2004.

Em termos de comparação entre as metodologias de cálculo, pode-se verificar que a diferença não é significativa na média, apresentando diferenças significativas para os períodos de inflação alta.

A diferença entre as relações da senhoriagem com o PIB corrente e com o PIB valorizado não são significativas, à exceção dos anos com inflação alta e anos em que foram implantados planos econômicos, refletindo o “efeito final de período”, ou seja, o comportamento sazonal da base monetária e, por conseqüência, o da arrecadação de senhoriagem foi diferente do comportamento sazonal do PIB ao longo do ano.

No período de análise, o maior volume de senhoriagem ocorreu em 1990 (5,58% do PIB pelo critério de senhoriagem monetária, 4,07% pelo critério de imposto inflacionário e 3,86% pelo critério de custo de oportunidade) ano em que a inflação atingiu 1.476,7%. Embora o pico inflacionário tenha ocorrido em 1993 (variação de 2.708,39%), a arrecadação de senhoriagem não foi significativa (2,82%, 3,04% e 3,15% respectivamente). Para os anos que se seguiram à estabilização de 1994, a arrecadação de senhoriagem, sob qualquer conceito, tem permanecido em torno de 0,5% do PIB, ao ano.

**Tabela 2 - Senhoriagem no Brasil - % PIB Corrente**

Período	Critério Discreto Senhoriagem			Critério Contínuo Senhoriagem		
	Monetária	Imp.Inflac.	Custo Oport.	Monetária	Imp.Inflac.	Custo Oport.
1965	3,48	1,80	1,88	3,57	1,85	1,93
1966	1,42	2,06	1,44	1,45	2,05	1,45
1967	1,66	1,36	1,55	1,69	1,37	1,57
1968	1,90	1,32	1,46	1,95	1,34	1,48
1969	1,19	0,99	1,05	1,23	0,99	1,06
1970	0,88	0,92	0,91	0,92	0,92	0,91
1971	1,49	0,85	0,69	1,54	0,87	0,71
1972	0,71	0,69	0,69	0,78	0,69	0,70
1973	1,68	0,59	0,60	1,73	0,60	0,62
1974	0,96	1,13	0,61	1,02	1,14	0,62
1975	1,12	0,85	0,66	1,19	0,87	0,68
1976	1,73	1,20	1,12	1,81	1,23	1,16
1977	1,93	1,18	1,30	2,00	1,21	1,34
1978	1,73	1,32	1,51	1,78	1,34	1,55
1979	2,43	2,23	1,32	2,55	2,31	1,37
1980	2,10	2,45	1,27	2,21	2,50	1,33
1981	1,94	1,89	1,86	2,07	1,93	1,92
1982	2,14	1,92	2,27	2,26	1,99	2,35
1983	1,85	2,86	2,75	1,98	2,89	2,80
1984	2,27	2,18	2,36	2,44	2,30	2,48
1985	2,43	2,03	2,14	2,65	2,19	2,30
1986	3,65	1,16	1,24	3,93	1,20	1,30
1987	2,65	3,37	3,08	2,93	3,40	3,14
1988	3,28	3,42	3,51	3,75	3,82	3,91
1989	4,24	4,06	4,64	5,20	4,87	5,51
1990	4,21	3,39	3,58	5,14	3,79	3,89
1991	2,50	3,06	3,44	2,75	3,22	3,59
1992	3,12	2,60	2,87	3,65	3,00	3,27
1993	3,27	2,59	2,75	4,05	3,22	3,39
1994	4,81	1,09	1,46	5,75	1,33	1,76
1995	0,54	0,34	1,04	0,63	0,33	1,04
1996	-0,08	0,21	0,57	-0,02	0,21	0,56
1997	1,40	0,20	0,63	1,51	0,21	0,65
1998	0,77	0,06	0,93	0,84	0,07	0,93
1999	0,63	0,73	0,90	0,72	0,73	0,90
2000	0,08	0,33	0,59	0,15	0,34	0,59
2001	0,55	0,37	0,60	0,60	0,37	0,61
2002	1,27	1,00	0,71	1,33	1,02	0,72
2003	0,06	0,32	0,89	0,15	0,31	0,88
2004	0,94	0,46	0,61	0,98	0,46	0,62

Fonte dos dados brutos: BCB/Depec (Base monetária, PIB, IGP-DI, taxa de juros) e IPEA/IPEADATA (taxa de juros)

**Tabela 3 - Senhoriagem no Brasil - % PIB Valorizado**

Período	Critério Discreto Senhoriagem			Critério Contínuo Senhoriagem		
	Monetária	Imp.Inflac.	Custo Oport.	Monetária	Imp.Inflac.	Custo Oport.
1965	3,25	1,76	1,81	3,33	1,80	1,86
1966	1,29	2,02	1,36	1,32	2,02	1,37
1967	1,59	1,34	1,51	1,62	1,35	1,53
1968	1,83	1,30	1,42	1,88	1,32	1,44
1969	1,12	0,98	1,04	1,16	0,98	1,05
1970	0,82	0,91	0,91	0,85	0,92	0,91
1971	1,41	0,85	0,68	1,45	0,86	0,69
1972	0,69	0,68	0,68	0,76	0,68	0,69
1973	1,64	0,58	0,59	1,69	0,60	0,61
1974	0,88	1,11	0,58	0,93	1,12	0,59
1975	1,00	0,84	0,65	1,07	0,86	0,66
1976	1,54	1,17	1,06	1,61	1,20	1,10
1977	1,89	1,20	1,30	1,96	1,23	1,34
1978	1,65	1,34	1,51	1,70	1,36	1,54
1979	2,21	2,18	1,35	2,30	2,24	1,40
1980	1,88	2,46	1,23	1,98	2,50	1,28
1981	1,66	1,97	1,84	1,76	1,99	1,89
1982	1,96	1,98	2,24	2,06	2,03	2,30
1983	1,64	3,01	2,92	1,74	3,02	2,93
1984	1,99	2,23	2,41	2,12	2,31	2,49
1985	2,17	2,01	2,20	2,34	2,13	2,32
1986	3,67	1,18	1,26	3,96	1,22	1,33
1987	1,81	3,89	3,62	2,02	3,77	3,53
1988	2,50	3,52	3,52	2,78	3,72	3,72
1989	3,46	3,60	3,99	3,96	3,98	4,41
1990	4,46	3,58	3,50	5,58	4,07	3,86
1991	2,25	2,96	3,10	2,44	3,06	3,19
1992	2,53	2,73	3,06	2,85	2,98	3,30
1993	2,42	2,71	2,82	2,82	3,04	3,15
1994	4,01	1,57	1,86	4,79	1,80	2,14
1995	0,48	0,34	1,05	0,57	0,34	1,04
1996	-0,11	0,21	0,57	-0,05	0,21	0,56
1997	1,39	0,20	0,63	1,50	0,21	0,65
1998	0,76	0,06	0,93	0,83	0,07	0,93
1999	0,56	0,73	0,91	0,65	0,73	0,91
2000	0,03	0,33	0,59	0,09	0,33	0,59
2001	0,51	0,37	0,60	0,56	0,37	0,60
2002	1,14	0,94	0,70	1,20	0,97	0,72
2003	0,04	0,32	0,89	0,13	0,31	0,88
2004	0,89	0,46	0,61	0,94	0,47	0,62

Fonte dos dados brutos: BCB/Depec (Base monetária, PIB, IGP-DI, taxa de juros) e IPEA/IPEADATA (taxa de juros)

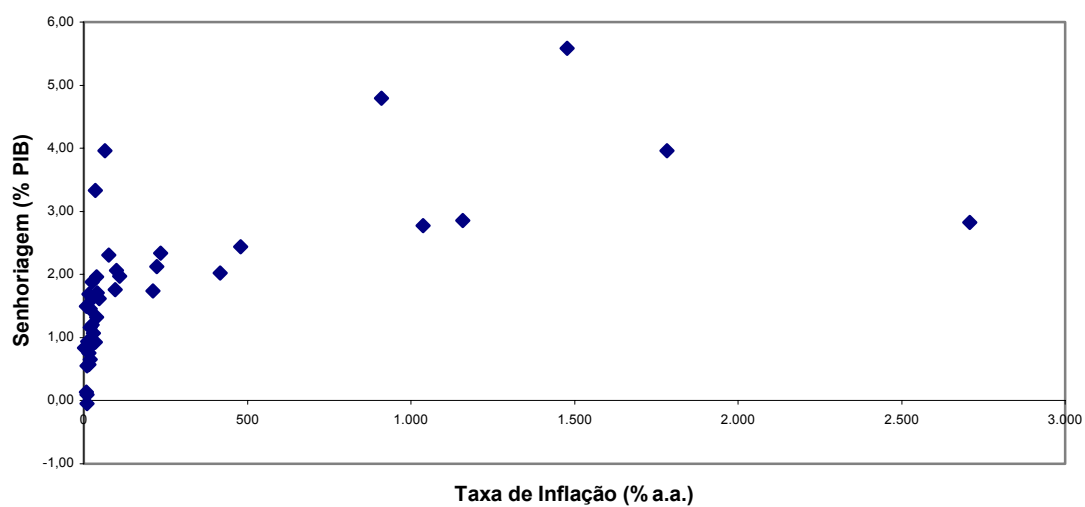
**Tabela 4 - Senhoriagem no Brasil - % PIB Valorizado (em valores constantes de dezembro/2004)**

Período	Critério Discreto Senhoriagem			Critério Contínuo Senhoriagem		
	Monetária	Imp.Inflac.	Custo Oport.	Monetária	Imp.Inflac.	Custo Oport.
1965	0,71	0,39	0,40	0,71	0,38	0,40
1966	0,31	0,48	0,32	0,30	0,46	0,32
1967	0,37	0,32	0,35	0,37	0,31	0,35
1968	0,48	0,34	0,37	0,48	0,34	0,37
1969	0,31	0,27	0,29	0,32	0,27	0,29
1970	0,24	0,27	0,27	0,25	0,27	0,27
1971	0,47	0,28	0,23	0,48	0,28	0,23
1972	0,26	0,26	0,26	0,28	0,26	0,26
1973	0,80	0,28	0,29	0,81	0,29	0,29
1974	0,51	0,64	0,33	0,52	0,63	0,33
1975	0,61	0,52	0,40	0,64	0,51	0,39
1976	1,07	0,82	0,75	1,09	0,81	0,74
1977	1,35	0,86	0,93	1,36	0,86	0,93
1978	1,23	1,00	1,13	1,24	0,99	1,12
1979	1,81	1,78	1,10	1,79	1,74	1,08
1980	1,63	2,14	1,07	1,61	2,04	1,04
1981	1,30	1,57	1,47	1,32	1,49	1,42
1982	1,61	1,63	1,84	1,59	1,57	1,78
1983	1,23	2,27	2,19	1,19	2,06	2,00
1984	1,48	1,66	1,79	1,43	1,56	1,68
1985	1,87	1,73	1,89	1,82	1,65	1,80
1986	3,24	1,11	1,18	3,41	1,05	1,14
1987	1,69	3,85	3,57	1,71	3,19	2,98
1988	2,45	3,41	3,41	2,20	2,94	2,94
1989	3,59	3,87	4,21	3,17	3,18	3,53
1990	4,46	3,87	3,70	4,39	3,20	3,04
1991	2,01	2,69	2,80	1,87	2,35	2,45
1992	2,35	2,55	2,86	2,15	2,25	2,49
1993	2,44	2,72	2,83	2,15	2,31	2,40
1994	3,80	1,80	2,07	4,01	1,50	1,79
1995	0,46	0,34	1,04	0,55	0,33	1,01
1996	-0,11	0,23	0,61	-0,05	0,23	0,60
1997	1,53	0,22	0,69	1,64	0,23	0,71
1998	0,85	0,07	1,03	0,92	0,07	1,03
1999	0,61	0,79	0,98	0,69	0,77	0,96
2000	0,03	0,36	0,63	0,10	0,35	0,62
2001	0,54	0,39	0,63	0,58	0,38	0,63
2002	1,21	1,00	0,74	1,24	0,99	0,74
2003	0,04	0,31	0,87	0,13	0,30	0,85
2004	0,90	0,47	0,62	0,94	0,47	0,62

Fonte dos dados brutos: BCB/Depec (Base monetária, PIB, IGP-DI, taxa de juros) e IPEA/IPEADATA (taxa de juros)

Os gráficos abaixo apresentam a correlação entre a senhoriagem, em seus diferentes conceitos, e a taxa de inflação anual, de forma a dar uma idéia aproximada de uma Curva de Laffer para a arrecadação de senhoriagem.

**Gráfico 1 - Curva de Laffer - Senhoriagem Monetária**



**Gráfico 2 - Curva de Laffer - Imposto Inflacionário**

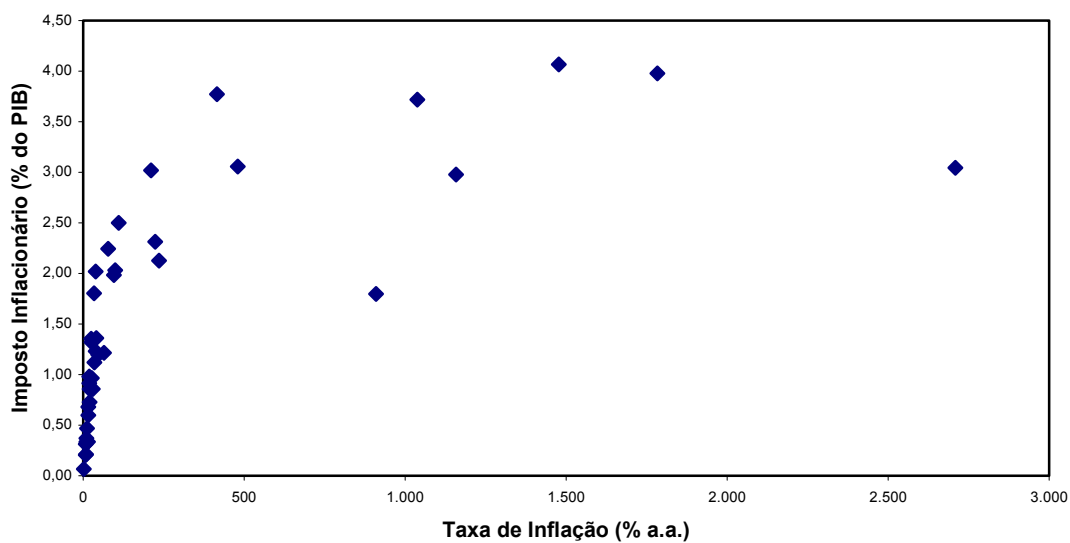
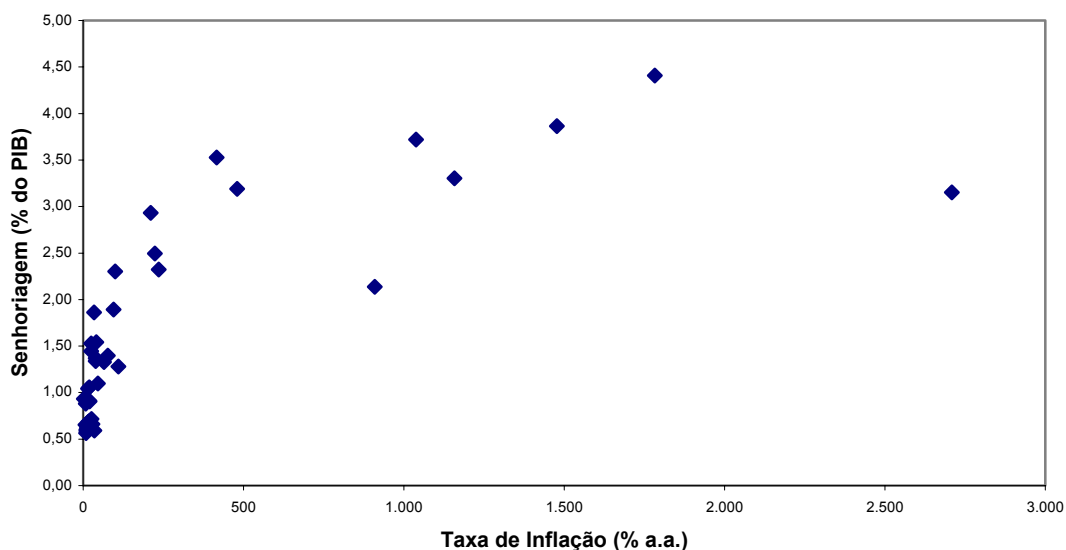


Gráfico 3 - Curva de Laffer - Senhoriagem Custo de Oportunidade



Os gráficos acima apresentados sugerem que o ponto de senhoriagem ótima, no caso brasileiro, estaria situado em um patamar de inflação extremamente alto, indicando a inviabilidade de uma eventual política de maximização de senhoriagem. Esse comportamento pode ter sido decorrente, de um lado, do processo de indexação por que passou a economia brasileira no período de inflação alta, e que permitiu um rápido ajustamento das carteiras dos agentes econômicos de forma a minimizar o custo de manutenção de encaixes em moeda. De outro lado, o processo de aceleração inflacionária fez com que o governo buscasse reduzir os prazos entre a data de geração dos impostos e a data de recolhimento, minimizando o efeito Olivera-Tanzi e, com isso, permitindo o deslocamento do ponto de máximo da arrecadação da senhoriagem.<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Kiguel e Neumeyer (1995) estimaram a taxa de inflação que maximiza a receita do imposto inflacionário para a Argentina entre 20 a 30% mensais (em torno de 800 a 2300% anuais). Uma estimativa preliminar para o Brasil indicou uma taxa de inflação ao redor de 70% mensal, muito superior, portanto, ao estimado pelos autores para a Argentina.

## V. 2 – Senhoriagem e lucro do Banco Central

"Finance is the art of passing money from hand to hand until it finally disappears"  
(Robert W. Sarnoff)

Os bancos centrais, além das funções relativas à política monetária, intrinsecamente ligadas à arrecadação da senhoriagem, desempenham outras funções tais como supervisor do sistema financeiro, banqueiro do governo, administrador das reservas internacionais e banqueiro dos bancos.

Em geral, as atividades não ligadas diretamente à política monetária são denominadas de atividades *quasi-fiscais*, e impactam em maior ou menor grau o lucro do banco central. Mackenzie (1996), por exemplo, relata que:

*“the QFAs<sup>23</sup> of central banks ... can take a myriad of forms. In the case of a central bank, most QFAs stem either from its role as regulator of the financial system or from its role as regulator of the exchange system. Subsidized lending, sectoral credit ceilings, and central bank rescue operations fall in the first group; multiple exchange rate (MER) regimes and exchange guarantees fall in the second. Central bank lending to the central government at below-market rates is also a relatively common practice.”*

Assim, o resultado de um banco central pode ser maior ou menor que a receita obtida com a senhoriagem (critério custo de oportunidade), dependendo da participação dessas atividades *quasi-fiscais* nas atividades do banco central.

Em geral, os bancos centrais têm três fontes principais de receita: i) receita sobre ativos externos; ii) receitas sobre ativos internos, incluindo títulos do governo e iii) outras receitas tais como taxas, comissões, etc. Em termos de despesas, sobressaem duas fontes principais: despesas de juros sobre seus passivos externos ou internos e despesas operacionais.

A receita de senhoriagem, como foi demonstrado em IV.4, é arrecadada implicitamente pela remuneração dos ativos adquiridos com a emissão de moeda.

---

<sup>23</sup> Quasi-fiscal activities.



No Brasil, em função das diversas atividades que o Banco Central do Brasil desempenha ou desempenhou, os lucros da autoridade monetária apresenta variação significativa ao longo do período de análise, dificultando a sua correlação com as receitas de senhoriagem.

Para efetuarmos a comparação entre lucro e ganho de senhoriagem no Brasil, utilizamos o cálculo da receita de senhoriagem pelo conceito de custo de oportunidade, que, conforme demonstrado pela Equação 15, é o mais adequado em termos comparativos.

Considerando que o resultado do Banco Central é apurado semestralmente<sup>24</sup>, a comparação em termos percentuais do PIB foi efetuada utilizando-se o PIB corrente de cada ano.

A tabela 5, abaixo, mostra a comparação média entre a senhoriagem e o lucro do Banco Central, dividida em três períodos: i) anterior à crise externa de 1983; ii) período de inflação elevada e de sucessivos planos de estabilização heterodoxos e iii) período de relativa estabilidade inflacionária após o Plano Real.

**Tabela 5 - Senhoriagem e Lucro do Banco Central - % PIB**

Período	Senhoriagem	Lucro Banco Central	Base Monetária	
	% PIB	% PIB	% PIB	% Passivo
1965-1982	1,26	0,39	4,85	39,81
1983-1993	3,24	5,83	2,00	6,63
1994-2004	0,84	-0,17	3,91	16,17

Fontes: Senhoriagem: Tabela 2 (última coluna); Lucro do Banco Central: Balanços do Banco Central; Base Monetária/PIB: Tabela 1 (última coluna); Base Monetária/Passivo: Balanços do Banco Central/PIB Valorizado.

Pode-se verificar que, enquanto o primeiro período é marcado por um lucro inferior à receita de senhoriagem, embora a base monetária representasse uma parcela significativa do total do passivo do Banco Central, o

<sup>24</sup> À exceção dos anos 1965 e 1999, o primeiro porque o Banco Central iniciou suas atividades a partir de 1/4/65 e, portanto, o balanço foi apurado apenas ao final do ano e o segundo porque a Medida Provisória n.º 1789, de 29/12/98 (parcialmente revogada pela Lei Complementar n.º 101, de 4/5/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal)) determinou a apuração do balanço em bases anuais.

período intermediário é caracterizado por um resultado superior à receita de senhoriagem e por uma redução significativa da participação da base monetária sobre o total do passivo. Já o período final, pós Plano Real, demonstra que a redução do processo inflacionário foi marcada pela ocorrência de resultados negativos do banco central, recuperação da participação relativa da base monetária em relação ao PIB e em relação ao passivo da autoridade monetária e uma receita de senhoriagem inferior àquela obtida no primeiro período.

A seguir são detalhados os períodos respectivos.

### **V.2.1 Período 1965-1982**

Como pode ser visualizado na Tabela 6 abaixo, esse período foi caracterizado por um lucro do Banco Central sempre inferior à arrecadação de senhoriagem; além disso, verifica-se uma paulatina redução da base monetária em relação ao passivo total da Autoridade Monetária, que passou de 96% ao final de 1965<sup>25</sup> para algo próximo a 18% ao final de 1982. Também a relação base monetária/PIB experimentou, no período, uma redução decorrente do aumento da taxa inflacionária, principalmente a partir de meados da década de 70.

---

<sup>25</sup> O Balanço de Abertura do Banco Central, efetuado em 1/4/1965, indica uma proporção de 88% para a relação Base Monetária/Passivo Total.

**Tabela 6 - Senhoriagem e Lucro do Banco Central - % PIB - Período 1965 - 1982**

Ano	Senhoriagem	Lucro Banco Central	Base Monetária	
	% PIB	% PIB	% PIB	% Passivo
1965 <sup>1/</sup>	1,93	0,06	7,41	95,66
1966	1,45	0,04	6,15	75,57
1967	1,57	0,03	6,40	73,09
1968	1,48	0,12	6,29	64,76
1969	1,06	0,25	6,00	48,39
1970	0,91	0,39	5,48	...
1971	0,71	0,24	5,48	42,43
1972	0,70	0,33	4,81	32,51
1973	0,62	0,53	4,82	32,09
1974	0,62	0,63	3,90	33,17
1975	0,68	0,36	3,81	24,35
1976	1,16	0,40	3,73	21,95
1977	1,34	0,34	4,32	22,39
1978	1,55	1,03	4,45	16,56
1979	1,37	0,37	4,19	29,73
1980	1,33	0,10	3,41	27,43
1981	1,92	0,45	3,39	18,79
1982	2,35	1,35	3,27	17,97
Média	1,26	0,39	4,85	39,81

Fontes: Senhoriagem: Tabela 2 (última coluna); Lucro do Banco Central: Balanços do Banco Central; Base Monetária/PIB: Tabela 1 (última coluna); Base Monetária/Passivo: Balanços do Banco Central/PIB Valorizado.

<sup>1/</sup> o resultado do Banco Central corresponde ao período de abril a dezembro/65, tendo em vista que o Banco Central só começou a operar a partir de abril/65.

Esse comportamento do resultado do Banco Central poderia ser explicado por três possíveis causas: i) fornecimento de crédito ao Tesouro a juros subsidiados ou nulos; ii) empréstimos ao setor privado (financeiro ou não financeiro) a juros subsidiados e iii) excesso de despesas administrativas do Banco Central.

Em uma primeira abordagem, decompomos as contas de resultado do Banco Central, conforme pode ser visualizado na Tabela 7 abaixo, evidenciando que as receitas operacionais líquidas do banco central estiveram sempre em um patamar inferior ao apurado para a receita de senhoriagem, indicando como possíveis causas as hipóteses i) e ii) acima. As despesas administrativas, por seu lado, se mantiveram em valores pouco significativos,

indicando a irrelevância dessas despesas na determinação da diferença entre o lucro e a senhoriagem.

**Tabela 7 - Resultado do Banco Central - % PIB - 1965/1982**

Ano	Receitas			Despesas				Resultado	
	Operacionais	Outras	Total	Operacionais	Administrativas	Outras	Total		
1965 <sup>1/</sup>	0,09	0,00	0,09	0,01	0,02	0,00	0,03	0,06	
1966	0,10	0,01	0,11	0,01	0,05	0,01	0,07	0,04	
1967	0,12	0,03	0,16	0,02	0,09	0,01	0,12	0,03	
1968	0,17	0,05	0,22	0,02	0,08	0,01	0,11	0,12	
1969	0,34	0,06	0,40	0,02	0,09	0,04	0,15	0,25	
1970	0,45	0,07	0,52	0,01	0,09	0,03	0,13	0,39	
1971	0,42	0,04	0,45	0,04	0,10	0,08	0,22	0,24	
1972	0,38	0,13	0,51	0,01	0,11	0,07	0,19	0,33	
1973	0,63	0,07	0,71	0,01	0,10	0,07	0,18	0,53	
1974	0,74	0,06	0,81	0,01	0,10	0,07	0,18	0,63	
1975	0,50	0,09	0,59	0,01	0,12	0,10	0,23	0,36	
1976	0,60	0,10	0,70	0,05	0,13	0,12	0,30	0,40	
1977	0,59	0,07	0,66	0,06	0,14	0,13	0,32	0,34	
1978	1,08	0,26	1,34	0,15	0,11	0,04	0,31	1,03	
1979	0,91	0,07	0,98	0,44	0,12	0,04	0,61	0,37	
1980	0,82	0,06	0,88	0,64	0,12	0,02	0,78	0,10	
1981	1,39	0,05	1,44	0,85	0,13	0,02	1,00	0,45	
1982	2,44	0,05	2,50	1,03	0,10	0,02	1,15	1,35	
Média	0,65	0,07	0,73	0,19		0,10	0,05	0,34	0,39

Fonte: Balanços do Banco Central

<sup>1/</sup> corresponde ao período de abril a dezembro/65, tendo em vista que o Banco Central só começou a operar a partir de abril/65.

Como pode ser visualizado, a partir de 1979 as despesas operacionais do Banco Central passaram a ser significativas, evidenciando despesas crescentes de correção e juros. Esse aumento das despesas operacionais pode ser explicado pelo processo, iniciado em 1978, de assunção da dívida externa pelo Banco Central. De fato, o passivo externo do Banco Central que correspondia a 1,0% do PIB ao final de 1977, passou para 4,7% ao final de 1978, ascendendo a 6,4% do PIB em 1982.

Algumas conclusões também podem ser tiradas da leitura dos Votos da Diretoria do Banco Central, que encaminharam os balanços semestrais para aprovação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e da análise dos balanços daquela Instituição.

Em primeiro lugar, observa-se que a contrapartida ativa do saldo do meio circulante existente quando do início da operação do Banco Central<sup>26</sup> e transferido a esse banco, permaneceu até junho/78 como um ativo daquela Autarquia, sob a rubrica "Tesouro Nacional - Meio Circulante Transferido", sem a apropriação de qualquer correção monetária ou incidência de juros. Isto significa que a receita de senhoriagem apurada sobre essa parcela da base monetária foi integralmente absorvida pelo Tesouro Nacional e, portanto, poderia explicar parte da diferença entre a receita de senhoriagem calculada e o resultado obtido pelo Banco Central.

Em segundo lugar, a contabilização da correção cambial<sup>27</sup> sobre o ativo externo do Banco Central não transitava pelas contas de resultado nem impactavam a conta de patrimônio líquido, sendo registrada no passivo como "Rendas em Suspenso". Dito de outra forma, a apropriação das receitas sobre as reservas internacionais era feita pelo regime de caixa, embora o saldo contábil em moeda local fosse contabilizado pelo regime de competência.

Essa sistemática vigorou até 1978, quando pelo Decreto-Lei n° 1638/78, que constituiu reserva monetária<sup>28</sup> no Banco Central, o Governo determinou que 75% das receitas de operações de câmbio do Banco Central deveriam ser destinadas à formação daquele fundo. Com isso, o Banco Central efetuou, em 1978, a transferência de 75% do saldo da conta "Rendas em Suspenso" derivada da correção cambial dos ativos externos para a reserva monetária e contabilizou os 25% restantes como receita de operações.

---

<sup>26</sup> O balanço de abertura do Banco Central foi efetuado em 01/04/1965, dia do início formal de suas atividades.

<sup>27</sup> Apenas a partir de 1968 as reservas internacionais do País passaram a ser registradas como ativo do Banco Central.

<sup>28</sup> A criação de reservas monetárias no Banco Central iniciou-se com a Lei n° 5143, de 20/10/66, que criou o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), cujo produto da arrecadação seria destinado à criação de reservas monetárias destinadas à aplicação pelo Banco Central na intervenção dos mercados de câmbio e títulos, na assistência às instituições financeiras, particularmente no BNDE e para outros fins determinados pelo CMN. Posteriormente, o Decreto-Lei n° 1342, de 28/8/74, permitiu que as reservas monetárias fossem utilizadas para o saneamento de instituições financeiras ou no pagamento total ou parcial, mediante cessão de créditos ao Banco Central, do passivo de instituições objeto de intervenção ou liquidação. O Decreto-Lei n° 1638, de 6/10/78, constituiu reserva monetária no Banco Central para liquidação de compromissos externos em moeda estrangeira garantidos pelo setor público federal e para pagamento de subsídios e formação de estoques reguladores. Os recursos seriam utilizados, inicialmente, para acerto de contas entre o Tesouro Nacional, o Banco Central e o Banco do Brasil. Em suma, para cobrir despesas fiscais.

Uma estimativa do impacto dessas duas questões indica que, caso fossem apropriados os juros correspondentes, o lucro do Banco Central no período subiria de 0,39% ao ano, na média, para 0,88%, passando a corresponder a aproximadamente 70% da senhoriagem estimada para o mesmo período.

Para explicar a diferença restante entre a senhoriagem e o lucro no período, é necessário recorrer a uma análise do arcabouço institucional que vigorava naquele período.

O Banco Central foi criado pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, após cerca de vinte anos de discussão no Congresso Nacional, embora o assunto já estivesse em discussão há mais tempo<sup>29</sup>. Curiosamente, foi fundado com autonomia operacional<sup>30</sup> e financeira<sup>31</sup>. No entanto, essa autonomia foi, de certa forma, relativizada pelo arranjo político que viabilizou a criação do Banco Central.

Dada a resistência à criação do Banco Central, manifestada por parlamentares, associações de classe, líderes empresariais e funcionários do Banco do Brasil, que defendiam a transformação desse banco em um banco central sem, porém, perder as funções de banco comercial, acabou-se por manter no Banco do Brasil algumas funções típicas de autoridade monetária, como depositário das reservas voluntárias dos bancos comerciais e agente do governo para a compra e venda de reservas. Além disso, como o Banco do Brasil continuava como principal banco de fomento e agente do governo para a execução da política de preços mínimos da agricultura e de aquisição e financiamento de estoques de produção exportável, teve assegurado recursos específicos, a serem providos pelo CMN, para atender esses encargos.

---

<sup>29</sup> Ribeiro(1978) faz referência a missão financeira da Inglaterra que visitou o Brasil em 1931, e que apresentou sugestão de criação de um banco central do Brasil.

<sup>30</sup> Embora a Lei 4595 determinasse que os diretores do Banco Central tivessem mandato fixo, o Ato Institucional n° 5, de 13/12/68 suspendeu as garantias legais daqueles que exerciam funções por prazo certo; O mandato fixo para os diretores foi revogado pela Lei n° 6045 de 15/5/74.

<sup>31</sup> A Lei 4595 estabeleceu que as contas do Banco Central deveriam ser aprovadas pelo CMN e que o lucro fosse incorporado a seu patrimônio. A autonomia financeira foi reforçada em 1978, quando o Decreto-Lei n° 1638 determinou que 2% da arrecadação do IOF fosse destinado ao pagamento dos custos operacionais do Banco Central.

As pressões políticas, que redundaram na criação de um regime de dupla autoridade monetária, foi atribuído por Ribeiro (1978) à pressão da burocracia do Banco do Brasil:

*“a razão verdadeira foi a necessidade de fazer uma concessão política ao Banco do Brasil em 1964/1965, por ocasião da lei que criou o Banco Central. Essa concessão, feita muito a contragosto por aqueles que, no Governo, desejavam criar o Banco Central, ... , objetivou contornar objeções à mudanças do “status quo” que procediam de parte do funcionalismo do Banco do Brasil, extremamente preocupado com a redução de lucros e prestígio que a reforma poderia trazer ao maior e mais antigo estabelecimento de crédito do País”.*

Esse arranjo institucional, aliado ao fato de o Banco Central deter funções também de banco de fomento<sup>32</sup> permitiram o financiamento de operações fiscais por emissão monetária.

Para viabilizar a transição das atividades antes executadas pelo Banco do Brasil para o Banco Central e garantir a necessária integração de duas Autoridades Monetárias, foi criada, por intermédio de cartas reversais trocadas entre as duas instituições ao início de 1965, a chamada “Conta de Movimento” com o objetivo inicial de registrar os fluxos transitórios entre as mesmas, sendo que o saldo deveria ser encerrado semanalmente e seriam cobrados juros de 1% a.a. sobre o débito líquido da instituição que tivesse posição devedora.

Com o decorrer do tempo, a “Conta de Movimento” passou a se tornar uma fonte de suprimento de recursos automática para o Banco do Brasil, uma vez que não havia qualquer norma limitando seu uso. O controle monetário se dava por intermédio do “Orçamento Monetário”, instrumento de programação monetária e que, por ser estimativo estava sempre sujeito a retificações e suplementações. Ademais, o controle das contas monetárias era efetuado de forma agregada, não transparecendo claramente a crescente importância da “Conta de Movimento”.

Assim, o Banco do Brasil passou a contar com uma fonte automática e barata de financiamento de suas operações, sem qualquer controle efetivo, vez

---

<sup>32</sup> A Lei n.º 4829/65, que institucionalizou o crédito rural, definiu o Banco Central como banco de segunda linha para essa atividade de crédito, conforme Ferreira(1979b).

que aquela instituição tinha autonomia para efetuar lançamentos naquela conta<sup>33</sup>. Esse procedimento, efetivamente, levou ao retorno das práticas existentes antes da criação do Banco Central, anulando qualquer esforço de modernização das instituições.

A tabela 8 a seguir apresenta os saldos da “Conta de Movimento” ao longo do período, dando uma dimensão aproximada do financiamento do Banco do Brasil e, por extensão, do Tesouro pelo Banco Central.

**Tabela 8 - Créditos do Banco Central junto ao Banco do Brasil - % PIB**

Ano	Conta de Movimento	Suprimentos Especiais ao BB <sup>1/</sup>	Total	Base Monetária
1965	0,72	2,32	3,04	7,41
1966	0,78	1,68	2,46	6,15
1967	1,80	1,33	3,13	6,40
1968	2,46	0,98	3,43	6,29
1969	3,64	0,75	4,39	6,00
1970	...	...	...	5,48
1971	3,83	0,50	4,33	5,48
1972	3,47	0,38	3,85	4,81
1973	2,61	0,26	2,86	4,82
1974	1,82	0,16	1,98	3,90
1975	4,10	0,12	4,21	3,81
1976	3,48	0,07	3,55	3,73
1977	4,34	0,05	4,39	4,32
1978	4,79	0,03	4,82	4,45
1979	4,69	0,02	4,71	4,19
1980	3,91	0,01	3,92	3,41
1981	3,72	0,00	3,72	3,39
1982	3,19	0,00	3,19	3,27
Média	3,14	0,51	3,65	4,85

<sup>1/</sup> Suprimentos de recursos específicos (art. 19 § 1.º da Lei 4595/64)

Fonte: Balanços do Banco Central

<sup>33</sup> Ribeiro (1978) assinalou que "... o BB é uma força política extremamente mais poderosa do que o Banco Central. O poder de conceder crédito subsidiado através de mais de mil agências espalhadas por todo o território nacional é algo cuja importância, para os políticos, está provavelmente acima de qualquer outro tipo de atividade financeira oficial. Haja visto o interesse muito maior dos políticos em influir na nomeação do Presidente do Banco do Brasil que na do Presidente do Banco Central. Este último é considerado pelos políticos como um auxiliar do Ministro da Fazenda, cuja indicação lhe cabe, a título de preenchimento de cargo técnico."



Em decorrência da necessidade de financiar a expansão monetária gerada pelos gastos quasi-fiscais do Banco do Brasil e buscando dinamizar o então incipiente mercado aberto de títulos públicos, o Governo editou a Lei Complementar n.º 12, de 8/11/1971 que transferiu ao Banco Central a função de administrar a dívida mobiliária interna da União, além de estabelecer que as operações de giro da dívida pública interna, incluindo as despesas de correção monetária poderiam ser realizadas sem trânsito no orçamento da União. As despesas de juros, descontos e comissões continuaram sendo incluídas no orçamento<sup>34</sup>.

Essa Lei Complementar, junto com o aumento do passivo externo a partir de 1978, pode explicar a perda de posição relativa da Base Monetária em relação ao Passivo Total do Banco Central, conforme pode ser visualizado na Tabela 6.

Para finalizar, os fatos aqui apresentados deixam claro que a parte da receita de senhoriagem não apropriada no lucro do Banco Central foi utilizada para subsidiar diretamente o Tesouro Nacional e para subsidiar operações de fomento de interesse do Governo Federal.

### **V.2.2 Período 1983-1993**

Esse período, conforme pode ser visualizado na Tabela 9 abaixo, foi caracterizado pela existência de lucro do Banco Central em níveis bastante superiores à receita de senhoriagem, com exceção dos anos de 1986, 1990 e 1991, este último revelando prejuízo do Banco Central.

Esses anos de resultado inferior à senhoriagem correspondem aos anos em que foram implementados planos heterodoxos de estabilização monetária, com congelamento artificial de preços, que reduziram temporariamente as taxas de inflação.

---

<sup>34</sup> O fato da emissão e resgate de títulos não transitar pelo Orçamento da União, ao contrário de críticas feitas, não é a questão fundamental, pois são transações “abaixo da linha”; o grande problema decorre do fato de o Banco do Brasil e o Banco Central, à época, efetuarem gastos fiscais sem o devido registro no Orçamento, financiados ou não por emissão de títulos.

**Tabela 9 - Senhoriagem e Lucro do Banco Central - % PIB - Período 1983 - 1993**

Ano	Senhoriagem	Lucro	Base Monetária	
	% PIB	Lucro Banco Central % PIB	% PIB	% Passivo
1983	2,80	6,00	2,35	7,54
1984	2,48	7,33	2,13	7,07
1985	2,30	3,13	2,02	7,56
1986	1,30	0,73	4,31	9,80
1987	3,14	10,60	2,32	4,44
1988	3,91	12,22	1,45	6,46
1989	5,51	7,96	1,29	6,55
1990	3,89	1,41	2,20	8,30
1991	3,59	-0,12	1,54	6,33
1992	3,27	8,33	1,37	4,74
1993	3,39	6,52	1,06	4,09
Média	3,24	5,83	2,00	6,63

Fontes: Senhoriagem: Tabela 2 (última coluna); Lucro do Banco Central: Balanços do Banco Central; Base Monetária/PIB: Tabela 1 (última coluna); Base Monetária/Passivo: Balanços do Banco Central/PIB Valorizado.

Esse período também foi caracterizado por várias mudanças institucionais e políticas, que incluíram a redemocratização do País, a promulgação de uma nova Constituição e a destituição de um Presidente da República.

Apesar de toda a instabilidade política e econômica do período, foi possível a realização de várias mudanças institucionais, como a criação da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e o fim da “Conta de Movimento” e com ela o fim da dupla Autoridade Monetária.

Decompondo as contas de resultado do Banco Central (Tabela 10 abaixo), podemos notar, em 1988, uma mudança de padrão das Receitas e Despesas Operacionais, que passaram de médias de 7,3% e 0,77% do PIB, respectivamente, no período de 1983 a 1987, para médias de 67,9% e 59,3% do PIB, no período 1988-93.

Podemos verificar, também, um aumento significativo das Despesas Administrativas (média de 0,22% do PIB), comparativamente ao período 1965-82 (média de 0,10% do PIB). Esse aumento das Despesas Administrativas também demonstra uma mudança de padrão entre o período anterior a 1988,

com média de 0,12% do PIB, e o período a partir dessa data, que apresenta média de 0,30% do PIB.

**Tabela 10 - Resultado do Banco Central - % PIB - 1983/1993**

Ano	Receitas			Despesas				Resultado
	Operacionais	Outras	Total	Operacionais	Administrativas	Outras	Total	
1983	6,90	0,10	7,00	0,87	0,09	0,02	0,99	6,01
1984	8,44	0,06	8,51	1,00	0,16	0,00	1,16	7,34
1985	7,09	0,09	7,18	0,72	0,16	3,17	4,05	3,13
1986	4,43	0,25	4,69	1,27	0,09	2,59	3,95	0,73
1987	9,62	1,11	10,73	0,01	0,11	0,00	0,13	10,61
1988	68,80	0,27	69,07	54,39	0,19	2,26	56,84	12,23
1989	76,57	0,68	77,25	61,40	0,29	7,60	69,28	7,96
1990	53,31	2,11	55,41	51,28	0,28	2,44	54,00	1,41
1991	50,52	0,88	51,40	49,57	0,27	1,68	51,52	-0,12
1992	73,69	2,06	75,75	65,27	0,36	1,79	67,42	8,33
1993	84,55	0,10	84,65	74,05	0,43	3,65	78,13	6,52
Média	40,36	0,70	41,06	32,71	0,22	2,29	35,23	5,83

Fonte: Balanços do Banco Central

A mudança de padrão a partir de 1988 pode ser atribuída a pelo menos quatro fatores que, isolada ou conjuntamente, influenciaram o comportamento das receitas e despesas do Banco Central: i) o Decreto-Lei n.º 2376, de 25/11/87, que regeu o encontro de contas entre o Tesouro Nacional, o Banco do Brasil e o Banco Central, determinou que as receitas e despesas do Banco Central fossem apuradas pelo regime de competência; até então, algumas contas, embora fossem contabilizadas pelo regime de competência, tinham receitas ou despesas apuradas pelo regime de caixa, com a diferença lançada em contas denominadas "Pendente" no Ativo ou no Passivo. Essas contas deixaram de existir a partir de 1989, com um valor residual em 1988; ii) o recrudescimento inflacionário, a partir do segundo semestre de 1987 e que foi acompanhado pelo aumento nas taxas de juros nominais; iii) a redução da Base Monetária em relação ao PIB, decorrente do processo inflacionário e que levou o Banco Central a buscar alternativas remuneradas para financiar seu Ativo e iv) o processo de assunção da dívida externa pública pelo Banco Central, iniciado ao final da década de 70 e que se acentuou a partir de 1987,

gerando, em contrapartida, um aumento da carteira de títulos públicos federais do Banco Central.

Quanto à questão do aumento das Despesas Administrativas, devemos considerar que estão incluídas nessa rubrica as despesas com pagamento de impostos e contribuições, incluindo as despesas do Banco Central com a contribuição ao PASEP. Essa contribuição incide sobre o total das receitas operacionais do Banco Central e, portanto, com a apuração das receitas e despesas pelo critério de competência, em um contexto altamente inflacionário, levou a uma grande elevação do pagamento dessa contribuição<sup>35</sup>. Essas contribuições do Banco Central assumiram valores médios de 0,18 % do PIB, para o período de 1990-1993<sup>36</sup>. Se descontarmos essa média daquela apurada para as Despesas Administrativas no período de 1988 a 1993, verificamos que as Despesas Administrativas permanecem em um patamar compatível com os períodos anteriores. Essa forma de tributação é, em última análise, uma maneira de transferência de senhoriagem para o Tesouro.

A crise cambial brasileira de 1982 evidenciou, de um lado, a necessidade de reordenamento das finanças públicas e do quadro institucional que regia as políticas monetária, fiscal e creditícia do País e, de outro, promoveu profunda modificação nas contas do Banco Central, com influência sobre o seu resultado. Além disso, o recrudescimento inflacionário, não contido pelos sucessivos planos heterodoxos de estabilização, contribuiu tanto para o aumento das receitas de senhoriagem quanto para a redução da participação dessa receita no lucro do Banco Central.

O enfrentamento da crise do balanço de pagamentos envolveu a assunção da dívida externa pelo Banco Central, seja sob a forma de Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira, seja sob a forma de depósitos em nome dos credores, como parte dos processos de renegociação dessa dívida.

A Tabela 11 a seguir mostra a dimensão das modificações ocorridas no ativo e passivo dos balanços do Banco Central.

---

<sup>35</sup> Consta que a contribuição do Banco Central corresponderia a quase 100% da arrecadação total do PASEP na época.

<sup>36</sup> As demonstrações de resultado do Banco Central permitem a identificação das contribuições para o PASEP apenas no período de 1990 a 1996.

**Tabela 11 - Balanço do Banco Central - Contas Selecionadas**

Ano	Ativo Externo		Carteira Títulos Públicos		Passivo Externo	
	% PIB	% Passivo	% PIB	% Passivo	% PIB	% Passivo
Média 78-82	3,41	14,17	2,11	6,98	6,27	22,73
1.983	2,70	10,25	7,74	29,40	13,04	49,57
1.984	6,75	21,13	5,24	16,41	16,23	50,80
1.985	5,99	21,65	5,02	18,15	15,37	55,54
1.986	17,40	37,97	14,30	31,22	27,60	60,23
1.987	20,56	36,48	16,54	29,34	27,80	49,32
1.988	5,64	21,51	20,22	77,06	20,39	77,72
1.989	4,48	17,77	20,26	80,38	17,44	69,21
1.990	3,34	10,85	25,81	83,68	17,33	56,18
1.991	3,00	10,74	23,23	83,24	17,80	63,77
1.992	6,59	20,04	23,85	72,52	14,99	45,58
1.993	8,45	30,54	17,39	62,82	13,45	48,58
Média 83-93	7,72	21,72	16,33	53,11	18,31	56,95

Fonte: Balanços do Banco Central

Como pode ser visualizado na Tabela 11, a transferência da dívida externa para o Banco Central teve como contrapartida a aquisição de títulos públicos federais. Conseqüentemente, dado que a rentabilidade dos títulos do governo era superior ao custo da dívida externa, o Banco Central teve, no período, ganho líquido decorrente desse diferencial de taxas.

Em termos de mudanças institucionais, ao final da década de 70 já se discutia nos meios acadêmicos e políticos, a necessidade de mudanças nas relações entre o Tesouro Nacional, o Banco do Brasil e o Banco Central, que pudessem trazer transparência às contas fiscais, de forma a que se dimensionasse adequadamente o déficit público e que pudessem dotar o Banco Central de condições adequadas à gestão da política monetária<sup>37</sup>.

No início da década de 80, o Governo inicia uma tentativa de integração dos orçamentos fiscal e monetário, transferindo alguns gastos, até então financiados pelo orçamento monetário, para o orçamento fiscal e começando a reduzir gradualmente os subsídios diretos e indiretos, via aumento das taxas de juros incidentes sobre os financiamentos concedidos. Além disso, passou-se a consignar no orçamento fiscal dotações para transferências ao orçamento monetário, para quitar responsabilidades do Tesouro Nacional junto às

<sup>37</sup> A respeito ver Ferreira(1979b) e Ribeiro(1978).

Autoridades Monetárias. Com isso, a Conta de Movimento passou a ter uma participação menor no financiamento dos gastos do Banco do Brasil, sendo paulatinamente substituída por suprimentos específicos, à débito da conta de suprimentos especiais.

Em 1984, o Conselho Monetário Nacional (CMN), por intermédio do Voto CMN n.º 283, de 28/8/84, criou quatro Grupos de Trabalho (GT) destinados a propor o que se denominou “Reforma Bancária, quais sejam: GT1 – Dívida Pública Mobiliária; GT-2 – Programas Oficiais de Crédito e Compra de Produtos Agrícolas; GT-3 - Relações Institucionais entre o Tesouro Nacional, o Banco Central e o Banco do Brasil e GT-4 – Reformulação da Comissão de Programação Financeira. O Voto estabeleceu as seguintes diretrizes para nortear os estudos dos GTs: i) consolidar, no contexto das finanças públicas, os princípios de disciplina e controle que inspiraram a reforma introduzida pela Lei n.º 4595/64; ii) incorporar, no Orçamento da União, todos os recursos e dispêndios do governo federal; iii) rever as funções do Banco Central, restringindo sua atuação aos campos que lhe são próprios; iv) redefinir as funções do Banco do Brasil, preservando o seu papel de principal instrumento da política creditícia do governo federal e agente do Tesouro Nacional e v) transferir para o Ministério da Fazenda a administração da dívida pública, que continuaria sendo operacionalizada pelo Banco Central.

Devido ao enfraquecimento político do Governo, as sugestões dos Grupos de Trabalho acabaram não sendo implementadas antes da posse do novo Governo.

Dessa forma, e como resultado desses estudos, a Conta de Movimento foi extinta ao início de 1986<sup>38</sup>, concomitantemente à criação da Secretaria do Tesouro Nacional - STN<sup>39</sup>. Com essas mudanças, os suprimentos de recursos ao Banco do Brasil passaram a ser identificados no orçamento tanto do Banco Central quanto do Banco do Brasil, e controlados pelo Ministério da Fazenda, acabando-se com os suprimentos automáticos e sem controle.

Como relatam Queiroz e Nabão (1990),

---

<sup>38</sup> Voto CMN n.º 45 de 30/1/86.

<sup>39</sup> Decreto n.º 92452, de 10/3/86.

*"em junho de 1987 estabeleceram-se, finalmente, os procedimentos necessários à conclusão do processo de unificação orçamentária, com a decisão de se criar no OGU o Orçamento das Operações de Crédito (3OC), que passou a figurar na proposta orçamentária para 1988. Assim, a partir do primeiro dia de 1988, o Banco Central estava proibido de conceder suprimentos, diretos ou indiretos, para a realização de quaisquer operações do Tesouro Nacional. Estabeleceu, além disso, que as operações de fomento realizadas pelo Banco Central através de Fundos e Programas deveriam ser transferidos à Secretaria do Tesouro Nacional, no início do exercício de 1988, assim como a administração da dívida mobiliária federal".*

Completando o processo, o Decreto-Lei n.º 2376, de 25/11/87, determinou o encontro de contas entre o Tesouro Nacional, o Banco Central e o Banco do Brasil, pelos valores existentes em 31/12/87, com liquidação dos saldos devedores em janeiro de 1988. O saldo devedor foi pago, pelo Tesouro Nacional, com a emissão de LTN Especiais, emitidas exclusivamente para essa finalidade e cuja principal característica era a não incidência de juros, apenas atualização monetária<sup>40</sup>. Além disso, esses títulos tinham vencimento escalonado em até 20 anos e não eram negociáveis. O mesmo Decreto-Lei extinguiu a reserva monetária, com o resultado das operações de câmbio passando a integrar as receitas do Banco Central.

O processo de reordenamento institucional incluiu, também, a extinção do Banco Nacional da Habitação (BNH), pelo Decreto-Lei n.º 2291, de 21/11/86. Essa instituição funcionava como um banco de 2.ª linha para os financiamento habitacionais e como um banco central desse segmento, tendo sido suas atividades transferidas para a Caixa Econômica Federal e para o Banco Central.

Com esse segundo acerto de contas entre o Tesouro Nacional e o Banco Central<sup>41</sup>, os resultados passaram a refletir, além da receita de senhoriagem, o ganho do Banco Central com a diferença de taxas de juros interna e externa, com as despesas de subsídio ao Tesouro perdendo relevância e praticamente circunscrita às LTN Especiais.

---

<sup>40</sup> Esses títulos correspondiam a aproximadamente 13% do PIB em 1987.

<sup>41</sup> O primeiro encontro de contas ocorreu no ano de 1978.

Dos anos com resultados do Banco Central atípicos, 1986 reflete a perda de receita de senhoriagem pela redução artificial da inflação, não compensada pela monetização ocorrida. Já os anos de 1990/91, refletem o impacto decorrente da taxa de juros interna negativa em 1990 e inferior à taxa de juros externa em 1991<sup>42</sup>. Os cruzados novos bloqueados em 1990 e que permaneceram no passivo do Banco Central até o final de 1991, não tiveram impacto no resultado, pois a contrapartida no ativo do banco correspondeu a títulos públicos federais de remuneração equivalente.

De destaque ainda, no período, foi a criação da Conta Única do Tesouro no Banco Central em 1986<sup>43</sup> que, pela Lei n.º 7862, de 30/10/89, passou a ser remunerada pela variação da BTN-Fiscal, posteriormente substituída pela TR.

Importante destacar que, em vista da inadequabilidade e insuficiência de sua carteira de títulos públicos, o Banco Central passou a emitir títulos próprios, a partir de 1986, passando a registrar, também, em seu passivo, a partir de 1992, a venda de títulos com compromisso de recompra.

Em resumo, o resultado do Banco Central no período decorreu, em parte, da receita de senhoriagem e, em parte, dos ganhos daquela Instituição com a diferença de remunerações interna e externa. Esses lucros foram suficientes para cobrir, inclusive, as despesas com subsídios durante os primeiros cinco anos.

---

<sup>42</sup> Juros reais internos de -20,5% em 1990 e de 9,8% em 1991 (Over-Selic vs. IGP-DI) e juros reais externos correspondentes a 4,5% em 1990 e 16,1% em 1991 (correção cambial ponta + prime rate vs. IGP-DI {prime de 10% em 1990 e 7,21% em 1991}).

<sup>43</sup> Posteriormente incluída na Constituição de 1988.



### V.2.3 Período 1994-2004

A principal característica desse período, além da sensível diminuição da receita de senhoriagem, foi a ocorrência de sucessivos prejuízos do Banco Central, conforme pode ser visualizado na Tabela 12 abaixo.

**Tabela 12 - Senhoriagem e Lucro do Banco Central - % PIB - Período 1994 - 2004**

Ano	Senhoriagem	Lucro	Base Monetária	
	% PIB	Banco Central % PIB	% PIB	% Passivo
1994	1,76	-1,17	3,41	17,24
1995	1,04	-0,45	3,07	15,99
1996	0,56	-0,02	2,51	11,26
1997	0,65	-0,22	3,61	16,96
1998	0,93	0,00	4,27	16,09
1999	0,90	-1,34	4,30	19,57
2000	0,59	0,15	4,02	17,43
2001	0,61	0,26	4,21	15,59
2002	0,72	-1,28	4,45	14,92
2003	0,88	2,01	4,45	14,96
2004	0,62	0,14	4,73	17,83
Média	0,84	-0,17	3,91	16,17

Fontes: Senhoriagem: Tabela 2 (última coluna); Lucro do Banco Central: Balanços do Banco Central; Base Monetária/PIB: Tabela 1 (última coluna); Base Monetária/Passivo: Balanços do Banco Central/PIB Valorizado.

A decomposição das contas de resultado do Banco Central, apresentada na Tabela 13 a seguir, não provê elementos que permitam identificar as razões dos prejuízos. De notar que as despesas administrativas, com a estabilização da economia, retornaram a valores históricos, com redução significativa a partir de 2001, em função de a Lei de Responsabilidade Fiscal ter estabelecido que os gastos com pessoal e encargos, outras despesas de custeio e investimentos do Banco Central devem ser financiados pelo Orçamento da União. As receitas e despesas operacionais, por seu lado, apresentam oscilações aparentemente correlacionadas com o comportamento inflacionário do período.

**Tabela 13 - Resultado do Banco Central - % PIB - 1994/2004**

Ano	Receitas			Despesas				Resultado
	Operacionais	Outras	Total	Operacionais	Administrativas	Outras	Total	
1994	24,52	2,01	26,53	26,27	0,25	1,19	27,71	-1,17
1995	4,24	0,43	4,67	4,91	0,13	0,09	5,12	-0,45
1996	3,34	0,33	3,67	3,52	0,13	0,04	3,69	-0,02
1997	3,85	0,06	3,92	3,99	0,11	0,03	4,13	-0,22
1998	6,23	0,42	6,65	6,53	0,09	0,03	6,65	0,00
1999	14,78	0,79	15,57	16,43	0,09	0,38	16,91	-1,34
2000	5,41	0,28	5,69	5,38	0,10	0,06	5,54	0,15
2001	10,92	0,46	11,38	10,86	0,09	0,18	11,13	0,26
2002	22,84	0,71	23,55	24,39	0,08	0,36	24,83	-1,28
2003	16,55	0,22	16,76	14,27	0,08	0,40	14,75	2,01
2004	6,19	0,18	6,37	6,07	0,07	0,08	6,22	0,14
Média	10,81	0,54	11,34	11,15	0,11	0,26	11,52	-0,17

Fonte: Balanços do Banco Central

Em termos de conjuntura, o período inicia com o bem sucedido plano de estabilização econômica (Plano Real), seguido por uma política de controle da taxa de câmbio até a crise cambial ocorrida ao final do ano de 1998 e início de 1999, quando então passou-se a operar com taxas de câmbio flutuante.

Também nesse período, com a criação do Comitê de Política Monetária (COPOM), em 1996, adotou-se uma política monetária em que o principal instrumento de controle passou a ser a taxa de juros básica da economia, auxiliada pela imposição de depósitos compulsórios sobre agregados monetários. A partir de 1999 adotou-se, explicitamente, o regime de metas de inflação.

Ao final de 1993, ocorreu o terceiro encontro de contas entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, cujos efeitos em termos de resultado do Banco Central se deram a partir de 1994.

Os resultados significativos auferidos pelo Banco Central em 1992, cuja destinação era, obrigatoriamente, para o resgate de dívida interna do Tesouro Nacional, levantaram dúvidas sobre a sua origem. Paralelamente, o então Presidente da República, Itamar Franco, questionou as ações do Banco Central ao qual chamou de “caixa preta”. Assim, por intermédio da Portaria n.º 62, de 2/2/93, o Ministério da Fazenda criou um Grupo de Trabalho destinado a

identificar os mecanismos de inter-relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central.

As conclusões desse Grupo de Trabalho, expressas em uma cartilha editada pelo Banco Central sob o título “*O Banco Central e sua Relação com o Tesouro Nacional*”, foram de que o lucro do Banco Central tinha origem no descompasso existente entre a carteira de títulos públicos federais do Banco Central e seu passivo externo e a remuneração das disponibilidades do Tesouro.

A carteira de títulos públicos do Banco Central era integrada por papéis adquiridos diretamente do Tesouro Nacional, antes da Constituição de 1988, e pelos títulos entregues pelo Tesouro ao Banco Central em 1987, em liquidação do saldo devedor decorrente do acerto de contas então realizado. Enquanto os primeiros tinham remuneração equivalente ou superior à de mercado, os segundos eram remunerados apenas pela Taxa Referencial (TR), além de não poderem ser utilizados para fins de política monetária.

O passivo do Banco Central relacionado com o Tesouro Nacional correspondia aos depósitos em moeda estrangeira, constituídos em nome dos credores, por conta de acordos de renegociação da dívida externa e decorrentes de centralização cambial, e às disponibilidades do Tesouro depositadas na Autoridade Monetária. Sobre a dívida externa corriam juros de 5% a.a., em média, mais correção cambial e as disponibilidades do Tesouro eram remuneradas apenas pela TR.

Assim, ao final de 1993, pelo Voto CMN n.º 102/93, foram estabelecidas as regras para a consolidação dos débitos e créditos entre as duas instituições.

Segundo consigna aquele voto, a carteira de títulos do Banco Central apresenta remuneração média real de 16% a.a., bem superior aos custos da dívida externa, de 5% a.a., sendo que “esse descompasso entre as taxas ativas e passivas onera, sobremaneira, o serviço da dívida, além de inflar o resultado do Banco Central, que se vê obrigado a manter em sua carteira títulos públicos em valor superior às suas necessidades de política monetária”.

A solução aventada foi a de que o Tesouro Nacional assumiria a dívida externa do Banco Central, em contrapartida ao resgate de títulos públicos, em

valor equivalente, da carteira do Banco Central. Como essa assunção não poderia ser efetuada antes do final da renegociação da dívida externa, ficou estabelecido que o Tesouro trocava os títulos da carteira do Banco Central por títulos com taxa de juros equivalente à do passivo externo. Foram emitidas então NTN-L, criadas pelo Decreto n.º 916, de 8/9/93, com o valor total limitado ao passivo externo do Banco Central a ser assumido pelo Tesouro Nacional.

No decorrer dos anos de 1994 a 1997, foram efetuadas transferências parciais da dívida externa do Banco Central para o Tesouro, com resgate simultâneo de NTN-L.

Com a edição do Plano Real, a remuneração das disponibilidades do Tesouro foi alterada, passando a ser utilizada a taxa Over-Selic.

Com essas mudanças, ao final do ano de 1994, o Banco Central, que anteriormente apresentava posição devedora externa, passou a apresentar posição credora, ou seja, seu ativo externo passou a ser superior a seu passivo externo. Com a apreciação cambial ocorrida após a edição do Plano Real, os ganhos de senhoriagem não foram suficientes para contrabalançar a remuneração negativa de seu ativo externo líquido, fechando o ano com resultado negativo. A partir de então, o Banco Central vem apresentando uma posição externa credora, como pode ser visto na Tabela 14 abaixo.

**Tabela 14 - Ativo Externo Líquido do Banco Central - % PIB**

Anos	Ativo Externo	Passivo Externo	Ativo Externo Líquido
Média 89-93	5,17	16,20	-11,03
1994	7,18	2,33	4,84
1995	7,84	1,61	6,23
1996	8,23	1,07	7,16
1997	6,90	0,89	6,01
1998	6,34	2,26	4,08
1999	6,49	3,25	3,25
2000	6,30	1,49	4,81
2001	7,03	2,93	4,10
2002	10,21	7,31	2,90
2003	10,56	7,85	2,71
2004	8,23	5,06	3,18
Média 94-2004	7,76	3,28	4,48

Fonte: Balanços do Banco Central

A implementação bem sucedida do Plano Real trouxe, como consequência, a redução das transferências inflacionárias para as instituições bancárias do País, forçando-as a um rápido ajustamento. No entanto, nem todos os bancos conseguiram realizar esse ajustamento, particularmente o sistema financeiro público, tanto federal como estadual, e algumas instituições financeiras de grande porte.

Assim, o Banco Central para evitar o risco de quebra em cascata de instituições financeiras, com repercussões imprevisíveis na economia, foi obrigado a intervir e garantir os ativos depositados nas instituições financeiras que não conseguiram se ajustar. Foi criado o PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro), que consistiu em um financiamento pelo Banco Central para que as instituições em dificuldade fossem divididas em duas partes: i) uma com os ativos com boas possibilidades de recuperação e o total do passivo contra terceiros, e que seria transferida para outra instituição financeira e ii) outra com os ativos de difícil recuperação e o passivo contra o Banco Central, que entraria em liquidação.

Esse processo não teve, inicialmente, reflexos no patrimônio do Banco Central, pois essa Instituição somente a partir de 1999 passou a provisionar os créditos relativos aos empréstimos do PROER.

Quanto às instituições financeiras estaduais, inicialmente o Banco Central procedeu à troca em mercado dos títulos estaduais em carteira dessas instituições por Letras do Banco Central (LBC), de forma a minimizar o custo para os Estados e, em consequência, reduzir os custos de financiamento daqueles bancos. Posteriormente, foi criado o PROES (Programa de Incentivo à Redução da Participação do Setor Público Estadual na Atividade Bancária), que permitiu o saneamento e privatização da maioria dos bancos estaduais, com os Estados controladores assumindo as dívidas e refinanciando junto à União. Os bancos federais foram saneados pela União, por intermédio do PROEF (Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais) criado em junho/2001. Dessa forma, o saneamento das instituições financeiras públicas não teve reflexos nas contas de resultado do Banco Central, embora com reflexos importantes sobre a dívida pública.

Como os prejuízos do Banco Central eram significativos a ponto de tornar seu Patrimônio Líquido negativo, e considerando que havia regra de transferência de resultado positivo para o Tesouro Nacional mas não haviam procedimentos estabelecidos para a cobertura de resultados negativos pelo Tesouro, a Diretoria do Banco Central optou por reclassificar os prejuízos para uma conta do ativo denominada “Resultado a Compensar”, até que pudessem ser compensados por resultados positivos posteriores. A Tabela 15 abaixo detalha a magnitude dos resultados negativos do Banco Central no período de 1994 a 1997.

**Tabela 15 - Banco Central do Brasil - Prejuízos e Patrimônio Líquido - % PIB**

Ano	Prejuízo	Conta Resultado a Compensar	Patrimônio Líquido Contábil	Patrimônio Líquido Efetivo
1993			1,815	1,815
1994	-1,17		0,102	0,102
1995	-0,45	0,875	0,531	-0,344
1996	-0,02	0,966	0,448	-0,518
1997	-0,22	1,298	0,399	-0,899

Fonte: Balanços do Banco Central

Como não havia perspectiva a curto prazo de reversão dos resultados negativos do Banco Central, em 17/12/97, pela Portaria MF 337/97, foi constituído Grupo de Trabalho para estudar e propor solução para a questão e apresentar propostas para ampliar a transparência dos procedimentos operacionais e obter maior harmonização no relacionamento entre o Banco Central e a União.

Esse Grupo de Trabalho examinou três possibilidades para solucionar o desequilíbrio patrimonial do Banco Central: i) retirada das Reservas Internacionais do Balanço do Banco Central, via criação de um Fundo de Estabilização Cambial; ii) reclassificação da conta de Meio Circulante para o Patrimônio Líquido, juntamente com a conta Resultado a Compensar e iii) cobertura dos prejuízos acumulados, pelo Tesouro Nacional.

A primeira possibilidade se fundamentava na constatação de que a principal fonte de prejuízo do Banco Central correspondia ao fato de que o Banco Central financia seus ativos em moeda estrangeira com a emissão de títulos próprios ou pela colocação de títulos do Tesouro Nacional de sua carteira. Como a rentabilidade das reservas internacionais é inferior aos juros pagos sobre a dívida interna, aliado ao fato de que, até então, a taxa de câmbio real era negativa, há uma evidente descapitalização do Banco Central. De ressaltar que o saldo de reservas internacionais era superior ao saldo da base monetária (ambos tomados em proporção do PIB), o que evidencia que a receita de senhoriagem era insuficiente para cobrir as despesas decorrentes do diferencial de taxas de juros interna e externa.

A solução examinada propunha a criação de um Fundo de Estabilização Cambial, criado pelo aporte de recursos do Tesouro Nacional, parte em recursos das disponibilidades do Tesouro no Banco Central e parte pela emissão de títulos federais com juros prefixados ou sem indexação cambial (utilizáveis para a condução da política monetária). Esse fundo "compraria" as Reservas Internacionais do Banco Central com esses recursos, substituindo o ativo externo do Banco Central por títulos federais e reduzindo o passivo do Banco Central cuja rentabilidade era superior à das reservas internacionais (Disponibilidades do Tesouro no Banco Central). Com isso, a sub-remuneração das reservas internacionais *vis-à-vis* a taxa de juros interna passaria a ser assumida diretamente pelo Tesouro posto que a valorização das cotas do Fundo seria inferior à taxa de juros paga sobre seus títulos, ou seja, o déficit quasi-fiscal presente no Balanço do Banco Central seria incorporado às despesas fiscais da União.

Em termos práticos, o Banco Central deixaria de arcar com os custos da acumulação das reservas internacionais, enquanto que o Tesouro Nacional passaria a ter uma despesa líquida de juros maior, por remunerar sua dívida em títulos a taxas de mercado e receber receitas do fundo (pela valorização das quotas) igual à correção cambial mais a remuneração das reservas internacionais.

Essa alternativa acabou sendo descartada pelas dificuldades legais e técnicas de implementação.

A segunda alternativa fundava-se na conceituação de que a moeda não está sujeita à exigibilidade junto ao Banco Central, pois não seria conversível a não ser em si mesma. A presença do Meio Circulante como passivo do Banco Central somente se justificaria pela necessidade de renovação de cédulas e moedas, dado a deterioração do material de que são feitas ao longo do tempo.

Assim, o Meio Circulante assemelhar-se-ia à ações ordinárias ou a quotas de capital de uma empresa e sua classificação contábil estaria melhor caracterizada dentro do Patrimônio Líquido da Instituição.



Do ponto de vista contábil<sup>44</sup>, a inscrição de uma conta como Passivo Exigível só é possível se: i) houver data de vencimento ou a expectativa de que o pagamento será exigido em um determinado período de tempo; ii) houver identificação do credor. Essas condições não são preenchidas pelo Meio Circulante e, portanto, não pode este ser considerado um Passivo Exigível, devendo compor as contas do Passivo Não Exigível.

Verificando-se os Balanços do Banco Central, constata-se que a conta Meio Circulante nunca foi classificada como Passivo Exigível. De 1965 a 1974, figurou, isoladamente, em uma rubrica chamada de Permanente<sup>45</sup>; de 1975 a 1988 continuou registrada na rubrica Permanente, juntamente com as contas de Patrimônio, Reservas e Provisões; finalmente, a partir de 1989, figura separadamente no Passivo do Banco Central sem, contudo, compor sejam as contas exigíveis, sejam as contas de não exigível.

Como essa alternativa era inédita em termos de contabilidade de bancos centrais, o Grupo de Trabalho efetuou diversas consultas com especialistas, inclusive junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI) e ao Banco de Compensações Internacionais (BIS).

Essas consultas evidenciaram posição contrária ao proposto, principalmente porque: i) como a conta Meio Circulante tem oscilações diárias decorrentes tanto da execução da política monetária quanto de componentes sazonais, ficaria difícil justificar um patrimônio que variasse diariamente; ii) ficaria evidenciado que a reclassificação do Meio Circulante, a ser efetuada concomitantemente com a transferência da conta Resultado a Compensar para o Patrimônio Líquido, seria uma forma de mascarar a verdadeira situação patrimonial do Banco Central; iii) argumentou-se que o custo fiscal das operações monetária e cambial cabe ao Tesouro Nacional, devendo ser coberto por aquela instância; e iv) haveria dúvidas com relação à percepção externa da medida, visto que poderia ser entendida como uma falta de

---

<sup>44</sup> Vide FIPECAFI(1998).

<sup>45</sup> A Lei n.º 4320, de 17/3/64, que rege as normas de contabilidade pública criou a rubrica Passivo Permanente para registrar as dívidas que dependem de autorização legislativa para amortização ou resgate. Essa esdrúxula classificação não encontra correspondente na contabilidade privada.

compromisso das Autoridades com o valor da moeda ou como uma recusa da União em arcar com os prejuízos do Banco Central.

Assim, a solução acabou sendo a terceira alternativa, ou seja, a cobertura dos prejuízos acumulados, pelo Tesouro Nacional.

Inicialmente, por intermédio de Carta Reversal (Ofício PRESI-98/1332, de 22/5/98 do Banco Central), firmada entre o Ministério da Fazenda e o Banco Central, se estabeleceu o entendimento de que a conta Resultado a Compensar seria de responsabilidade do Tesouro Nacional.

Posteriormente, por intermédio da Medida Provisória n.º 1789, de 29/12/98, deu-se o quarto encontro de contas entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Esse encontro de contas envolveu: a) substituição das NTN-L até o limite das obrigações externas do Banco Central decorrentes do acordo de reestruturação da dívida externa (MYDFA), por outros títulos com características semelhantes às da obrigação externa, em termos de rentabilidade e prazos; b) transferência para a União dos direitos e obrigações dos empréstimos compulsórios sobre automóveis e combustíveis e que constavam do passivo do Banco Central (Decreto-Lei n.º 2288, de 23/7/86); c) transferência para a União das cotas e ações dos Organismos Internacionais, exceto FMI e BIS; d) aquisição, pela União dos créditos do Banco Central com Estados, Estados Estrangeiros; decorrentes de acerto de contas entre o INSS e o PSS, oriundos do enquadramento do funcionalismo do Banco Central na carreira única; e títulos não adequados à condução das políticas monetária e cambial e, e) assunção dos prejuízos acumulados pelo Banco Central, consubstanciados no saldo da conta Resultado a Compensar. O pagamento do saldo devedor do Tesouro foi efetuado com títulos adequados à política monetária.

Essa medida provisória também alterou a remuneração das disponibilidades da União no Banco Central, ao determinar que a taxa de remuneração deveria ser correspondente à "taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna de emissão do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil". Essa alteração visava reduzir mais um foco de volatilidade do resultado do Banco Central, na medida em que a Conta Única era remunerada pela taxa

Over-Selic, enquanto que a carteira de títulos do Banco Central poderia ter uma remuneração diversa, para maior ou para menor, dependendo da composição dos indexadores dos títulos em carteira. No entanto, essa mudança trouxe uma grande volatilidade na remuneração das disponibilidades do Tesouro no Banco Central, já que o Banco Central também mantém em carteira títulos federais indexados ao câmbio. Adicionalmente, como o Banco Central passou a avaliar a sua carteira, a partir de dezembro de 1999, pelos preços de mercado (marcação a mercado), e o cálculo da taxa de remuneração das disponibilidades do Tesouro se dá pelo valor histórico dos títulos (curva do papel), continua havendo desequilíbrios entre as remunerações da conta única e da carteira de títulos que esta financia.

Dentre as mudanças de cunho legal ocorridas no período, e que trouxeram impacto no resultado do Banco Central, cabe consignar a edição da Lei Complementar n.º 101, de 4/5/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal). Essa Lei Complementar, que trata de normas de gestão fiscal, acabou proibindo o Banco Central de emitir títulos próprios, mesmo que para efeitos de política monetária.

O argumento principal para essa proibição considerava que a emissão de títulos pelo Banco Central representava uma forma de aumentar o endividamento público total sem qualquer restrição ou controle orçamentário. O que o argumento desconhece é que o Banco Central não emite títulos sem a concomitante aquisição de um ativo ou redução de outro passivo, seja título de emissão do Tesouro, seja divisas, seja empréstimos ao sistema financeiro. Liquidamente não há aumento do endividamento público, há sim, um aumento da dívida mobiliária e um correspondente aumento em ativo externo ou interno caso a operação tenha sido a compra de reservas ou o financiamento de liquidez. No caso de aquisição de títulos públicos, não há nem mesmo o aumento da dívida mobiliária.

A consequência para o resultado do Banco Central é que este passou a realizar as operações de mercado aberto, que antes fazia com títulos de sua própria emissão, com títulos de emissão do Tesouro de sua carteira. Como, em geral, os prazos e condições dos títulos em carteira não coincidem com os prazos e condições necessários ao dia a dia da política monetária, o Banco

Central perdeu em termos de flexibilidade para a condução daquela política, perda essa traduzível em custo financeiro maior para o Banco Central. Assim, o passivo do Banco Central em títulos próprios passou a ser substituído por passivo em títulos do Tesouro vendidos com compromisso de recompra, conforme pode ser visualizado na Tabela 16 abaixo.

**Tabela 16 - Passivo do Banco Central em Títulos - % PIB**

Ano	Títulos Próprios	Compromisso de Recompra	Total
Média 92-93	3,89	2,09	5,98
1994	7,75	0,89	8,64
1995	7,76	0,85	8,61
1996	10,36	0,79	11,15
1997	7,35	0,24	7,59
1998	11,38	0,47	11,85
1999	5,92	0,70	6,61
2000	7,47	1,22	8,68
2001	10,04	1,09	11,13
2002	4,27	5,10	9,37
2003	1,93	4,16	6,08
2004	0,74	3,42	4,15

Fonte: Balanços do Banco Central

A LRF estabeleceu também que as despesas do Banco Central relativas a pessoal e encargos sociais, custeio administrativo e investimentos devem integrar as despesas da União e serem incluídas na lei orçamentária. Essa determinação, embora tenha reduzido as despesas administrativas do Banco Central consignáveis em sua conta de resultado, permitindo um resultado maior a ser transferido ao Tesouro, acabou por aumentar ainda mais a dependência orçamentária do Banco Central, dificultando sua autonomia para a gestão da política monetária.

Finalmente, a reforma e modernização do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) implementada a partir de 2002, ao praticamente eliminar a possibilidade de saldo negativo na conta de Reservas Bancárias dos bancos no Banco Central, reduziu, em grande proporção, a possibilidade de a Autoridade

Monetária arcar com os custos quasi-fiscais de eventual quebra de uma instituição financeira.

### V. 3 – Transferência da senhoriagem para o Tesouro Nacional

"Money is the opposite of the weather. Nobody talks about it, but everybody does something about it"  
(Rebecca Johnson)

O Banco Central, na medida em que detém o monopólio da emissão monetária, é o agente arrecadador da receita de senhoriagem de um País<sup>46</sup>. Essa receita pode ser transferida ao Tesouro, retida pelo Banco Central ou distribuída a outros setores da economia.

A distribuição a outros setores econômicos se dá, geralmente, por intermédio de subsídios nas taxas de juros de aplicações do Banco Central, e é denominada gasto *quasi-fiscal*.

A retenção de parte da senhoriagem pelo Banco Central se dá, em geral, para cobrir os gastos administrativos daquela Instituição, inclusive as despesas de emissão de moeda e para acumulação de capital ou incremento de reservas.

Com relação à transferência da senhoriagem ao Tesouro, esta pode ocorrer de quatro maneiras, combinadas ou não: i) subsídio total ou parcial nas taxas de juros sobre a dívida pública em carteira do Banco Central; ii) pagamento de impostos e contribuições ao Governo; iii) remuneração superior à taxa de juros de mercado sobre as disponibilidades do Tesouro no Banco Central; e iv) transferência do resultado ao Tesouro.

A seção anterior, ao comparar a receita de senhoriagem com o resultado obtido pelo Banco Central, explorou os aspectos relacionados com a transferência de parte da senhoriagem para outros setores econômicos e as

---

<sup>46</sup> Senhoriagem entendida em seu sentido *stricto sensu*; se expandirmos o conceito para o sistema financeiro, as instituições bancárias, ao manter depósitos à vista sem remuneração em seus passivos, também se beneficiam de um ganho de senhoriagem, sob o ponto de vista de custo de oportunidade ou de transferência inflacionária. Também o Governo, ao financiar seus gastos com atrasados (sem incidência de mora ou multas contratuais) pode se beneficiar dos ganhos pelos conceitos de custo de oportunidade ou de imposto inflacionário.

diversas maneiras utilizadas para a transferência dessa receita para o Tesouro Nacional por intermédio de subsídios às taxas de juros sobre os débitos da União junto ao Banco Central e por financiamento de gastos fiscais diretamente ou por intermédio do Banco do Brasil. Em termos de pagamento de tributos, à exceção da contribuição ao Pasep, que assumiu proporção significativa das despesas do Banco Central no período de inflação alta, não há evidências da utilização desse mecanismo para a transferência de receita de senhoriagem.

Em termos de remuneração das disponibilidades do Tesouro no Banco Central, até a edição da Lei n.º 7862, de 30/10/89, o passivo da Autoridade Monetária junto à União não era remunerado. Aquela lei determinou a correção monetária dos saldos, calculada pela variação diária do valor nominal do Bônus do Tesouro Nacional Fiscal (BTN-F)<sup>47</sup>, ou seja, não havia pagamento de juros reais. A partir da edição da Medida Provisória n.º 394 de 28/12/93, a remuneração passou a ser pela taxa Over-Selic.

Em virtude da constatação de que a carteira de títulos do Banco Central apresentava, em função da grande presença de títulos indexados à taxa de câmbio, remuneração inferior à taxa de mercado, a Medida Provisória n.º 1789, de 29/12/98 determinou que a remuneração das disponibilidades do Tesouro no Banco Central fosse efetuada pela taxa média da rentabilidade da carteira de títulos federais daquela Autarquia.

Assim, fica evidenciado que a alternativa de remuneração das disponibilidades do Tesouro a taxas superiores à de mercado não foi utilizada para transferência de receita de senhoriagem à União.

Resta, portanto, analisar a incorporação dos ganhos de senhoriagem ao patrimônio do Banco Central e a transferência desses ganhos para o Tesouro via transferência de resultados.

A Lei n.º 4595/64 determinava que os resultados do Banco Central deveriam ser incorporados a seu patrimônio. Essa regra prevaleceu até a separação de contas entre o Tesouro Nacional, o Banco do Brasil e o Banco Central, iniciada em 1986. Assim, em 1987 os resultados semestrais apurados pelo Banco Central não foram incorporados a seu patrimônio, tendo sido

---

<sup>47</sup> Em 1990 esse índice foi substituído pela Taxa Referencial Diária (TR).

transferidos para a Programação Monetária e entraram no encontro de contas efetuado no início de 1988.

A Tabela 17 abaixo detalha os resultados incorporados ao Patrimônio Líquido do Banco Central no período de 1965 a 1986.

**Tabela 17 - Banco Central do Brasil - Resultado Incorporado ao Patrimônio Líquido - % PIB**

Ano	Resultado	Patrimônio Líquido	Ano	Resultado	Patrimônio Líquido
1965	0,06	0,12	1976	0,40	1,02
1966	0,04	0,11	1977	0,34	1,01
1967	0,03	0,12	1978	1,03	1,59
1968	0,12	0,18	1979	0,37	1,12
1969	0,25	0,33	1980	0,10	0,58
1970	0,39	...	1981	0,45	0,66
1971	0,24	0,57	1982	1,35	1,35
1972	0,33	0,83	1983	6,00	4,22
1973	0,53	1,05	1984	7,33	5,53
1974	0,63	1,21	1985	3,13	3,28
1975	0,36	1,14	1986	0,73	2,43

Fonte: Balanços do Banco Central.

A partir de janeiro de 1988, conforme dispôs o Decreto-Lei n.º 2376, de 25/11/87, os resultados positivos obtidos pelo Banco Central passaram a ser transferidos para o Tesouro Nacional, após compensados eventuais prejuízos de exercícios anteriores. Não havia restrição alguma quanto à utilização do resultado pelo Tesouro, nem havia prazo determinado para a transferência do resultado. O Banco Central, até então, e seguindo a periodicidade estabelecida para o sistema financeiro, apurava seus balanços de forma semestral, embora não houvesse determinação legal quanto a essa periodicidade.

Em maio de 1989, por intermédio do Voto CMN n.º 132/89, de 18/5/89, ocorreu uma antecipação de lucros, tendo como justificativa o fato de que a transferência semestral de lucros acarretaria "movimentos financeiros de picos nos meses de junho e dezembro, fato este que impossibilita um desempenho de caixa da União de maneira mais uniforme ao longo do exercício". Os recursos antecipados deveriam ser

utilizados, prioritariamente, para o pagamento do serviço da dívida de responsabilidade direta e indireta da União.

Ao final de 1989, pela Lei n.º 7862, de 30/10/89, estabeleceu-se que os resultados semestrais deveriam ser recolhidos ao Tesouro Nacional até o último dia do mês subsequente ao da apuração, sendo que esses recursos seriam destinados, exclusivamente, à amortização da dívida pública federal.

De notar que essa destinação exclusiva não impede, necessariamente, o Tesouro de financiar seu déficit com esses recursos. Como não havia uma referência explícita a qual dívida poderia ser amortizada, o Governo poderia utilizar os resultados do Banco Central para o pagamento de dívida não fundada, ou seja, dívida de curto prazo ou atrasados. Nesse sentido, destaca-se a antecipação de resultado ocorrida logo após a edição do Plano Collor, em março/90, equivalente a 1,6% do PIB.

A regra de transferência do resultado foi alterada novamente com a edição do Plano Real (MP n.º 542, de 30/6/94), quando se estabeleceu que os resultados positivos deveriam ser recolhidos ao Tesouro Nacional até o dia 10 do mês subsequente ao da apuração. Além disso, a medida estabeleceu que os recursos deveriam ser destinados a amortizar a dívida em títulos, incluindo juros, da carteira do Banco Central. Estabeleceu-se, também que, excepcionalmente, os resultados positivos do segundo semestre de 1994 deveriam ser transferidos mensalmente ao Tesouro e destinados, exclusivamente, à amortização da dívida mobiliária em carteira do Banco Central; no entanto, essa excepcionalidade não pode ser efetivada, pois o Banco Central acumulou prejuízos durante o segundo semestre de 1994.

Não há justificativa econômica para essa reiterada busca pelo Tesouro Nacional de antecipação do recebimento do resultado positivo apurado pelo Banco Central; trata-se somente de uma mera questão burocrática, que busca apresentar um resultado melhor do ponto de vista do endividamento do Tesouro. Como as estatísticas de déficit



público consolidam a União com a Autoridade Monetária, os fluxos intersetoriais não afetam o resultado final.

Ressalte-se que até então apenas o resultado positivo era transferido ao Tesouro Nacional; resultados negativos eram suportados pelo Patrimônio Líquido do Banco Central. Com a seqüência de resultados negativos ocorridos a partir do Plano Real, tornou-se inevitável a alteração das regras, de forma a atribuir ao Tesouro Nacional a responsabilidade pelos resultados negativos.

Assim, por intermédio da Medida Provisória (MP) n.º 1789, de 29/12/98, definiu-se que o resultado do Banco Central, após constituição ou reversão de reservas, deveria: i) se positivo, ser pago ao Tesouro até o 10º dia útil do ano subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e ii) se negativo, ser coberto pelo Tesouro também até o 10º dia útil do ano subsequente ao da aprovação do balanço pelo CMN. O estabelecimento do prazo de um ano para os respectivos pagamentos era necessário para garantir a similaridade de tratamento, visto que o Tesouro necessitava orçar os recursos destinados a cobrir o prejuízo do Banco Central; como não é possível, nem desejável, estimar um resultado negativo da Autoridade Monetária para o ano em curso, optou-se por estabelecer-se esse prazo. Embora o pagamento do resultado positivo pelo Banco Central não dependa de orçamentação, preferiu-se manter o mesmo prazo para essa transferência.

A MP inovou, também, ao determinar que o resultado do Banco Central deveria ser apurado anualmente. A justificativa para essa mudança reside no fato de que a regra de apuração semestral permite a transferência de resultado positivo do primeiro semestre, com a ocorrência de resultado negativo no segundo semestre (a ser coberto apenas no ano seguinte), caracterizando o financiamento do Tesouro pelo Banco Central, o que é proibido pela Constituição. De fato, em anos anteriores esse fenômeno ocorreu, como por exemplo, no ano de 1994, cujos resultados semestrais foram de 1,3% do PIB no primeiro semestre e de -2,5% do PIB no segundo semestre. Embora o resultado anual

tenha sido negativo em 1,2% do PIB, o Banco Central transferiu ao Tesouro, no ano, o valor equivalente a 1,2% do PIB, suportando com seu Patrimônio Líquido o valor de -2,4% do PIB.

Além disso, a MP determinou que os valores pagos ao Tesouro devem ser destinados, exclusivamente, ao resgate de dívida mobiliária federal, com prioridade para o resgate dos títulos em carteira do Banco Central.

Com a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) e, aparentemente por pressão da burocracia dos Ministérios do Planejamento e Orçamento e da Fazenda, retornou-se à prática anterior de apuração de balanços semestrais, com a transferência do resultado positivo devendo ser efetuada até o 10º dia útil subsequente ao da aprovação dos balanços. Quanto aos resultados negativos, continuou a prevalecer o estabelecido na MP, ou seja, de pagamento até o 10º dia útil do ano seguinte à aprovação dos balanços pelo CMN.

A Tabela 18 a seguir detalha os valores relativos à transferência dos resultados para o Tesouro, para o período de 1987 a 2004.<sup>48</sup>

---

<sup>48</sup> A restrição de crédito do Banco Central ao Governo, estabelecida na Constituição Federal de 1988, foi insuficiente para evitar pressões fiscais sobre a política monetária, pois grande parte da senhoriagem foi apropriada pelo Tesouro na forma de transferência de resultado. Nesse sentido, a autonomia formal do Banco Central pode não ser suficiente caso não seja acompanhada de autonomia orçamentária, definida pela vedação ou restrição da transferência de resultados do Banco Central ao Tesouro.

**Tabela 18 - Banco Central do Brasil - Transferência do Resultado ao Tesouro Nacional - % do PIB**

Ano	Resultado do BCB	Constituição de Reservas <sup>1/</sup>	Transferência ao Tesouro Nacional <sup>2/</sup>	Patrimônio Líquido do BCB <sup>3/</sup>
1987	10,60		10,60	0,48
1988	12,22	3,96	8,26	2,50
1989	7,96	1,71	6,26	1,37
1990	1,41	-1,75	3,17	0,41
1991	-0,12	-1,53	1,41	0,40
1992	8,33	2,34	5,99	2,02
1993	6,52	-1,54	8,06	1,82
1994	-1,17	-2,37	1,20	0,10
1995	-0,45	-0,45		0,53
1996	-0,02	-0,02		0,45
1997	-0,22	-0,22		0,40
1998	0,00			0,34
1999	-1,34		-1,34	0,30
2000	0,15	0,03	0,12	0,30
2001	0,26	0,15	0,11	0,42
2002	-1,28		-1,28	0,33
2003	2,01	0,11	1,90	0,44
2004	0,14	0,02	0,12	0,54

Fonte: Balanços do Banco Central.

1/ valores negativos correspondem a prejuízo absorvido pelo PL

2/ em 1987 corresponde à transferência para Programação Monetária; Valores negativos correspondem à cobertura de prejuízo pelo TN.

3/ de 1995 a 1998 o resultado negativo foi contabilizado na conta "Resultado a Compensar" do Ativo de forma a não explicitar o PL negativo.

## V.4 – Senhoriagem e Déficit Público

"If you know how to spend less than you get, you have the philosopher's stone"  
(Benjamin Franklin)

O objetivo desta seção é apresentar uma metodologia para compatibilização entre a receita de senhoriagem e os valores relativos ao déficit público regularmente apurado.

Como a receita de senhoriagem, pelo conceito de custo de oportunidade, é contabilizada implicitamente pelo Banco Central, não fica claro como essa receita é apropriada nos resultados das contas fiscais.

Em primeiro lugar, buscamos focar as principais metodologias utilizadas para o cálculo do déficit público no Brasil, e a inserção ou não das contas do Banco Central nesses conceitos. Em seguida, procuramos identificar e quantificar nas contas de resultado do Banco Central, quais os gastos fiscais e quasi-fiscais e sua inclusão ou não nas contas fiscais. Finalmente, e com base nas observações anteriores, estimamos os resultados fiscais expandidos pela receita de senhoriagem. É importante destacar que o conceito de senhoriagem utilizado é o de custo de oportunidade, consistente com a forma com que o Banco Central apropria seus resultados.

#### **V.4.1 Metodologias de Cálculo do Déficit Público no Brasil**

Para o acompanhamento do déficit público consolidado no Brasil, estão disponíveis duas estatísticas: i) as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), calculadas pelo Banco Central no conceito “abaixo da linha” e ii) as informações das contas nacionais, no critério “acima da linha”, produzidas e divulgadas pelo IBGE<sup>49</sup>. A primeira engloba o setor público não financeiro mais o Banco Central, incluindo, portanto, as empresas estatais, enquanto que a segunda é restrita ao conceito tradicional de setor público, ou seja, não inclui as empresas estatais e o Banco Central.

O cálculo a partir das contas nacionais é efetuado a partir de informações do quadro “Conta Corrente das Administrações Públicas”, onde são discriminados o consumo final das administrações públicas, os subsídios e transferências (inclusive juros) e a receita corrente e do quadro “Conta de Capital”, onde podem ser obtidos os valores relativos à Formação Bruta de Capital Fixo das administrações públicas.

As informações das NFSP, por seu lado, baseiam-se nas informações relativas ao endividamento interno e externo do setor público. Como é um critério baseado na variação da dívida líquida, não permite análises sobre os principais determinantes do déficit público.

---

<sup>49</sup> Existem outros cálculos, como o divulgado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), mas que não abrangem o total do setor público ou são restritos ao cálculo do resultado primário.

Conceitualmente, esses dois critérios, para o mesmo grau de abrangência do setor público, devem apresentar resultados iguais com o sinal invertido. No entanto, isso não ocorre, basicamente pelo fato de as contas nacionais contabilizarem as despesas com juros pelo critério de caixa, enquanto que as NFSP consideram as despesas com juros pelo critério de competência, além, naturalmente, dos eventuais erros e omissões decorrentes de fontes de informações diferentes. Assim, será utilizada metodologia que compatibiliza os fluxos de contas nacionais com os fluxos do financiamento, de forma a permitir uma estimativa dos resultados fiscais expandidos pela receita de senhoriagem, seja pelo aspecto dos componentes de receitas e despesas, seja pelo lado do financiamento<sup>50</sup>, excluindo as empresas estatais.

Embora o cálculo do déficit público pelo critério das NFSP já esteja sedimentado no Brasil, sua apuração é relativamente recente e passou por algumas modificações até chegar à metodologia atual. Essas modificações, por seu lado, tem implicações sobre a forma como se deve incluir as receitas de senhoriagem.

Até o início da década de 80, não havia, no Brasil, um acompanhamento sistemático e consistente das contas públicas, aliado à despreocupação com que se tratava, à época, a questão fiscal. Apenas após a crise externa de 1982 e conseqüente acordo com o Fundo Monetário Internacional que se passou a ter a preocupação de mensurar, de forma abrangente e tempestiva o déficit público brasileiro<sup>51</sup>.

Quanto à inclusão do Banco Central no conceito de setor público para o cálculo do déficit público, os dados das contas nacionais incluem essa Autarquia dentro do conceito de instituição financeira e, portanto, não a inclui no cálculo do consumo final, transferências, subsídios e investimentos do setor público. Já o conceito utilizado para a apuração das NFSP inclui o Banco Central no conceito de setor público não-financeiro.

Sobre esse aspecto vale ressaltar que, inicialmente, as NFSP consideravam o Banco Central como financiador, ou seja, não incluíam o

---

<sup>50</sup> A metodologia utilizada está descrita em Jaloretto (1997).

<sup>51</sup> As informações de contas nacionais, além de não serem explícitas, eram de apuração anual e bastante defasadas em sua divulgação, o que inviabilizava sua utilização para subsidiar as decisões de política econômica. O cálculo do déficit a partir das NFSP começou em 1982.

Banco Central no conceito, porém incluíam os Fundos e Programas administrados pelo Banco Central e excluíam a dívida em títulos do Tesouro Nacional naquela Autarquia.

Conforme ressaltam Queiroz e Nabão (1990),

*"em meados dos anos 80 a carteira do Banco Central cresceu enormemente em função dos aumentos dos DRME e dos depósitos do principal vincendo da dívida externa junto a bancos comerciais estrangeiros efetuado no Banco Central. Como forma de se proteger e garantir a rentabilidade desses depósitos, o Banco Central adquiriu, com esses recursos, títulos públicos. Por esse motivo, entendeu-se durante algum tempo que os títulos no Banco Central não deveriam ser computados como déficit público, e até 1988 eles não eram computados nas NFSP".*

Esse procedimento foi mudado a partir de 1988, quando a carteira de títulos públicos do Banco Central foi incluída nas fontes de financiamento e o resultado do Banco Central passou a ser incluído. De fato, o Memorando Técnico de Entendimentos, parte da Carta de Intenções ao FMI de 16/5/88 destaca que "o crédito líquido propiciado pelo Banco Central ao Governo Central é mensurado como sendo: (a) a carteira de títulos públicos federais do Banco Central líquida das Letras do Banco Central, mais (b) qualquer outro crédito fornecido pelo Banco Central ao Governo Central, menos (c) depósitos do Governo Central, menos (d) o resultado nominal líquido do Banco Central antes do ajuste por conta das variações em cruzados dos haveres e obrigações denominadas em moeda estrangeira e da correção monetária do patrimônio".

A partir de 1991, o Banco Central foi incluído no conceito de setor público não financeiro, situação que persiste até hoje.

Evidencia-se, portanto, que de 1965 a 1981, a única fonte de dados abrangente para o cálculo do déficit corresponde às informações de contas nacionais, que não inclui o Banco Central. De 1982 a 1987, temos o cálculo das NFSP que incluem parcialmente o Banco Central e, a partir de 1988, incluem o Banco Central no conceito.

#### V.4.2 Gastos Quasi-Fiscais e Fiscais do Banco Central

Ao buscarmos integrar as contas do Banco Central com as do Governo, é necessário identificar aquelas que tem características de despesas fiscais ou quasi-fiscais, e se as mesmas foram ou não consideradas nos cálculos do déficit público, seja no critério “acima da linha” ou no “abaixo da linha”.

Uma primeira questão que emerge corresponde aos gastos com investimento do Banco Central. Os dados de contas nacionais, por não incluírem as contas do Banco Central, não consideram as despesas de investimento dessa Autarquia; os dados das NFSP, por seu lado, ao incluírem o Banco Central, a partir de 1988, incluem também as suas despesas de investimento, porém, por ser uma medida essencialmente “abaixo da linha”, não discrimina esses gastos.

Assim, se buscamos construir uma série do déficit público que inclua as receitas e despesas do Banco Central, necessitamos estimar os gastos deste com investimento.

Se tomarmos a variação real do Ativo Permanente do Banco Central como uma *proxy* do investimento dessa Autarquia, verificamos que essa apresenta valores em relação ao PIB inferiores à terceira casa decimal, mesmo no início da década de 80, quando o Banco Central construiu edifícios nas principais capitais do País. O total do Ativo Permanente correspondia a 0,04% do PIB ao final do ano de 1994, evidenciando a pouca importância desse item nos gastos fiscais do Banco Central. Essa constatação nos autoriza, portanto, a considerar o investimento do Banco Central como irrelevante no cálculo do déficit público.

Como detalhado na análise efetuada no Capítulo V, onde se comparou a receita de senhoriagem com o lucro do Banco Central, evidencia-se que no período de 1965 até 1986, parcela dos gastos fiscais não transitava pelo orçamento da União, figurando no “Orçamento Monetário”. Essas despesas, basicamente subsídios, não estão, evidentemente, contabilizadas como despesas públicas nas contas nacionais.

Para o período de 1965 a 1982, essas despesas de subsídio podem ser aproximadas pela diferença entre a receita de senhoriagem e o lucro operacional do Banco Central (exclusive as despesas administrativas e as despesas diversas), na forma da Tabela 19 abaixo.

**Tabela 19 - Subsídio Implícito nas Contas do Banco Central - % do PIB**

Ano	Receita de Senhoriagem (a)	Lucro Operacional (b)	Subsídio (c) = (a) - (b)
1965	1,93	0,08	1,85
1966	1,45	0,09	1,37
1967	1,57	0,10	1,47
1968	1,48	0,15	1,33
1969	1,06	0,32	0,74
1970	0,91	0,45	0,46
1971	0,71	0,38	0,33
1972	0,70	0,37	0,33
1973	0,62	0,62	-0,01
1974	0,62	0,73	-0,12
1975	0,68	0,49	0,19
1976	1,16	0,55	0,61
1977	1,34	0,53	0,80
1978	1,55	0,92	0,62
1979	1,37	0,46	0,90
1980	1,33	0,18	1,14
1981	1,92	0,54	1,39
1982	2,35	1,42	0,93
Média	1,26	0,47	0,80

Fonte: Balanços do Banco Central

Para o período de 1983 a 1987, quando ocorreu a separação definitiva entre o Banco Central e o Banco do Brasil, não é possível adotar o mesmo procedimento, visto que outros fatores passaram a influenciar os resultados do Banco Central. Assim, procedemos a uma estimativa do subsídio implícito na Conta Movimento, correspondente, basicamente, à diferença entre os juros recebidos sobre o saldo dessas contas (presumivelmente zero) e os juros aplicáveis se a remuneração dessa conta fosse igual à taxa de juros de mercado.



A Tabela 20 abaixo detalha essa estimativa. De notar que essas despesas reduzem ao longo do período, em função das medidas que foram sendo tomadas para equacionamento do problema.

**Tabela 20 - Conta Movimento - Subsídio Implícito**

Ano	% PIB
1983	2,73
1984	1,69
1985	1,37
1986	0,81
1987	0,63

Fonte: Balanços do Banco Central

Com a promulgação da nova Constituição Federal, em 1988, o Banco Central foi proibido de financiar diretamente o Tesouro Nacional. Com isso, reduziram-se as possibilidades de ocorrência de déficits fiscais ou quasi-fiscais do Banco Central.

A única ocorrência de grande monta, em termos de gastos quasi-fiscais, corresponde às despesas do Banco Central com o socorro, intervenção e liquidação de instituições financeiras. Esse tipo de despesa foi significativo após o Plano Real, em que várias instituições privadas de grande porte foram liquidadas, gerando a necessidade de implementação do PROER. A participação do Banco Central, nesses casos, não ocorre a fundo perdido, ou seja, o Banco Central efetua operações de crédito às instituições em dificuldade e, em caso de liquidação, essa Autarquia permanece como credora da massa liquidanda até a recuperação dos créditos ou declaração de falência. Assim, a quantificação do subsídio implícito nessas operações envolve, de um lado, o diferencial de juros entre a remuneração do ativo do Banco Central junto a essas empresas (por lei remunerado pela TR) e a taxa de juros básica da economia, e de outro, os valores dos créditos provisionados ou lançados em prejuízo por impossibilidade de recebimento.

A Tabela 21 abaixo apresenta a estimativa dos subsídios implícitos nas operações com instituições em liquidação, para o período de 1991 a 2004, englobando, portanto, os créditos do PROER. Foram utilizados os saldos contábeis da conta Créditos a Receber, com a estimativa correspondendo à

diferença entre a TR e a taxa Over-Selic aplicada aos saldos do período anterior mais os valores lançados à conta de Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa.

**Tabela 21- Subsídio em Operações com Instituições em Liquidação**

Ano	% PIB
1991	0,01
1992	0,13
1993	0,00
1994	0,13
1995	0,24
1996	0,20
1997	0,47
1998	1,34
1999	0,78
2000	0,02
2001	0,17
2002	0,37
2003	0,04
2004	0,03

Fonte: elaboração do autor a partir da conta "Créditos a Receber" dos Balanços do Banco Central

A apresentação tradicional das contas públicas "acima da linha" costuma demonstrar as despesas de consumo do Governo separadas em Salários e Encargos e Compra de Bens e Serviços. A contabilização do Banco Central apresenta essas despesas nas rubricas Despesas Administrativas e Despesas Diversas.

Foi possível identificar nas demonstrações de resultado do Banco Central as Despesas com Pessoal e Encargos para alguns anos, que correspondem a aproximadamente 0,06% do PIB. A Tabela 20 a seguir apresenta a estimativa das despesas de consumo do Banco Central.

**Tabela 22 - Despesas de Consumo do Banco Central - % do PIB**

Ano		Salários e Encargos	Bens e Serviços	Total
1965	*	0,01	0,01	0,02
1966	*	0,06	0,00	0,06
1967		0,07	0,03	0,10
1968		0,06	0,03	0,09
1969		0,06	0,07	0,13
1970		0,06	0,06	0,12
1971		0,06	0,12	0,18
1972		0,06	0,11	0,17
1973		0,06	0,11	0,17
1974		0,06	0,11	0,17
1975		0,07	0,15	0,22
1976		0,06	0,19	0,25
1977		0,08	0,19	0,27
1978	*	0,06	0,09	0,15
1979	*	0,06	0,10	0,16
1980	*	0,06	0,08	0,14
1981	*	0,06	0,08	0,14
1982	*	0,06	0,06	0,12
1983	*	0,06	0,03	0,09
1984	*	0,06	0,10	0,16
1985	*	0,06	0,10	0,16
1986	*	0,06	0,03	0,09
1987	*	0,06	0,05	0,11
1988	*	0,06	0,13	0,19
1989	*	0,06	0,23	0,29
1990	*	0,06	0,22	0,28
1991	*	0,06	0,21	0,27
1992	*	0,06	0,30	0,36
1993	*	0,06	0,37	0,43
1994	*	0,06	0,19	0,25
1995	*	0,06	0,07	0,13
1996	*	0,06	0,07	0,13
1997	*	0,06	0,05	0,11
1998	*	0,06	0,03	0,09
1999	*	0,06	0,03	0,09
2000	*	0,06	0,04	0,10
2001	*	0,06	0,03	0,09
2002	*	0,06	0,02	0,08
2003		0,02	0,03	0,05
2004		0,02	0,01	0,03

Fonte: Balanços do Banco Central

\* estimativa

De notar que nos anos de 2003 e 2004 as despesas administrativas do Banco Central estão líquidas dos repasses do Tesouro Nacional, visto que parte das despesas administrativas, em função do disposto na Lei de Responsabilidade Fiscal, passaram a ser pagas com recursos orçamentários da União. Caso não fosse recebido repasse do Tesouro Nacional, as despesas com pessoal e encargos ascenderiam a 0,05% do PIB em 2003 e 0,06% em 2004.

Finalmente, considerando que a metodologia de cálculo do déficit "abaixo da linha", não considerava o financiamento do Banco Central ao Tesouro Nacional por intermédio da sua carteira de títulos públicos, no período de 1983 a 1987, e considerando que, nesse período, o Banco Central não figurava no conceito de setor público para fins do cálculo das NFSP, faz-se necessário corrigir os valores relativos ao déficit "abaixo da linha", agregando o financiamento propiciado pela evolução da Carteira de Títulos do Banco Central.

Utilizando-se da mesma metodologia utilizada para o cálculo das NFSP<sup>52</sup>, efetuamos a estimativa, apresentada na Tabela 22 abaixo.

**Tabela 23 - Financiamento ao Tesouro Nacional através da Carteira de Títulos do Banco Central - % do PIB**

Ano	Resultado			
	Nominal	Operacional	Juros Reais	Primário
1983	11,81	3,10	-0,72	3,81
1984	6,12	-3,27	0,16	-3,43
1985	8,19	0,07	-0,31	0,38
1986	11,46	6,91	-0,17	7,07
1987	9,59	-5,47	-2,44	-3,03

Fonte: Boletins do Banco Central

(-) Superávit

<sup>52</sup> Descrita em Jaloretto(1996).

### V.4.3 Resultados Fiscais Incluindo a Receita de Senhoriagem

Uma primeira abordagem refere-se à carga tributária bruta do País. Considerando que a receita de senhoriagem tem características de tributo, do ponto de vista seja de arrecadação de imposto inflacionário, seja de arrecadação da senhoriagem pelo critério de custo de oportunidade, podemos adicionar a receita de senhoriagem estimada aos dados de carga tributária calculada pelo IBGE, conforme demonstrado na Tabela 24 abaixo.

**Tabela 24 - Carga Tributária no Brasil - % do PIB**

Ano	Carga Tributária Bruta	Receita de Senhoriagem	Carga Tributária Total	Ano	Carga Tributária Bruta	Receita de Senhoriagem	Carga Tributária Total
1965	19,71	1,93	21,64	1985	23,83	2,30	26,13
1966	22,13	1,45	23,58	1986	26,50	1,30	27,81
1967	21,62	1,57	23,19	1987	24,25	3,14	27,39
1968	24,30	1,48	25,78	1988	23,36	3,91	27,27
1969	25,91	1,06	26,97	1989	23,74	5,51	29,26
1970	25,98	0,91	26,89	1990	27,94	3,89	31,83
1971	25,26	0,71	25,97	1991	24,38	3,59	27,97
1972	26,01	0,70	26,71	1992	25,15	3,27	28,42
1973	25,05	0,62	25,66	1993	25,92	3,39	29,31
1974	25,05	0,62	25,67	1994	28,87	1,76	30,64
1975	25,22	0,68	25,89	1995	30,64	1,04	31,68
1976	25,14	1,16	26,29	1996	28,63	0,56	29,19
1977	25,55	1,34	26,88	1997	28,58	0,65	29,24
1978	25,70	1,55	27,24	1998	29,33	0,93	30,26
1979	24,66	1,37	26,02	1999	31,07	0,90	31,97
1980	24,45	1,33	25,77	2000	31,61	0,59	32,20
1981	25,18	1,92	27,11	2001	33,40	0,61	34,01
1982	26,24	2,35	28,59	2002	34,88	0,72	35,61
1983	26,84	2,80	29,64	2003	34,01	0,88	34,89
1984	24,19	2,48	26,68				

Fontes: Carga Tributária Bruta ; IBGE; Senhoriagem: Tabela 2, última coluna.

Os dados demonstram, em primeiro lugar, uma certa complementariedade entre a arrecadação de tributos e a de senhoriagem, sendo que a partir de 1989, ano de arrecadação máxima de senhoriagem, a receita tributária bruta total ascendeu ao patamar de 29 a 30% do PIB, permanecendo nesse nível até 1998. Nota-se que o aumento de arrecadação tributária ocorrido a partir da edição do Plano Real buscou substituir a perda de

arrecadação de senhoriagem. Após 1998 o aumento da carga tributária bruta vem ocorrendo independentemente da arrecadação de senhoriagem, mantida em patamares próximos a 0,70% do PIB.

Uma segunda abordagem para a integração das receitas de senhoriagem às contas fiscais se refere à integração total das contas do Banco Central com as contas fiscais. Como já relatado, o Banco Central integra as contas fiscais para efeito de cálculo das Necessidades de Financiamento do Setor Público a partir de 1988. Dessa forma, a integração das contas do Banco Central com as contas fiscais deve ser feita em três etapas, a saber: i) período de 1965 a 1982; ii) período de 1983 a 1987 e iii) período a partir de 1988.

Para o período de 1965 a 1982, considerando-se que não havia o cálculo do déficit público pelo critério das NFSP e os dados de contas nacionais não incluem as contas do Banco Central, a consolidação das contas envolveu incluir a receita de senhoriagem, as despesas administrativas do Banco Central e as despesas com subsídios estimadas na Tabela 19. O resultado está expresso na Tabela 25 abaixo.

**Tabela 25 - Déficit Público no Brasil - % do PIB (1965-1982)**

Ano	Contas Nacionais			Resultado Corrigido <sup>1/</sup>		
	Poupança em C/C	Déficit		Poupança em C/C	Déficit	
		Operacional	Primário		Operacional	Primário
1965	1,74	-2,99	-2,81	1,80	-2,93	-2,75
1966	4,59	0,55	0,67	4,62	0,58	0,70
1967	1,95	-2,66	-2,36	1,95	-2,66	-2,36
1968	5,34	0,95	1,29	5,41	1,02	1,36
1969	3,41	-1,96	-1,39	3,60	-1,77	-1,20
1970	5,98	1,56	2,23	6,31	1,89	2,55
1971	6,44	2,16	2,73	6,64	2,35	2,93
1972	6,26	2,37	3,09	6,45	2,57	3,28
1973	6,30	2,59	3,39	6,75	3,04	3,84
1974	4,50	0,65	1,43	5,07	1,21	1,99
1975	4,10	0,15	0,94	4,37	0,42	1,21
1976	4,53	0,50	1,64	4,83	0,79	1,94
1977	4,33	1,03	2,53	4,59	1,30	2,80
1978	2,82	-0,33	1,33	3,59	0,44	2,10
1979	2,73	0,26	1,97	3,03	0,56	2,27
1980	1,78	-0,57	0,46	1,82	-0,52	0,50
1981	-0,74	-3,39	-1,99	-0,35	-3,00	-1,60
1982	-1,41	-3,85	-1,50	-0,11	-2,55	-0,20

(-) déficit

1/ pela inclusão das contas do Banco Central (estimativa do autor)

Fonte: IBGE (Estatísticas do século XX) para os dados de Contas Nacionais

Para o período de 1983 a 1987, considerando-se que as contas do Banco Central estavam incluídas parcialmente no resultado das NFSP, a integração das contas envolve a inclusão, além das despesas administrativas do Banco Central e da senhoriagem, das despesas de subsídios estimadas sobre a Conta de Movimento (Tabela 20) e a correção dos valores das NFSP pela inclusão do fluxo da carteira de títulos do Banco Central (Tabela 23). A Tabela 26 abaixo apresenta o resultado.

**Tabela 26 - Déficit Público no Brasil - % do PIB (1983-1987)**

Ano	NFSP			Resultado Corrigido <sup>1/</sup>		
	Poupança em C/C	Déficit		Poupança em C/C	Déficit	
		Operacional	Primário		Operacional	Primário
1983	0,47	-1,43	1,98	0,44	-1,46	1,95
1984	0,41	-1,62	2,72	1,04	-0,99	3,35
1985	0,37	-2,23	1,85	1,14	-1,46	2,62
1986	0,80	-2,38	0,33	1,20	-1,98	0,73
1987	-1,73	-5,01	-2,48	0,66	-2,62	-0,09

(-) déficit

1/ pela inclusão das contas do Banco Central (estimativa do autor)

Fonte: Boletins do Banco Central para os dados das NFSP; a poupança do governo foi calculada deduzindo-se do déficit operacional o investimento do governo, calculado pelo IBGE e divulgado nas Estatísticas do Século XX.

Finalmente, para o período a partir de 1988, não há necessidade de alteração dos resultados apurados pelo critério das NFSP, posto que as mesmas já incluem todas as contas do Banco Central e, por conseguinte, também as receitas de senhoriagem. A Tabela 28 abaixo discrimina esses resultados<sup>53</sup>.

<sup>53</sup> No apêndice estatístico são apresentadas tabelas contendo a estimativa da abertura desses resultados, segundo metodologia proposta por Jaloretto (1987).



**Tabela 27 - Déficit Público no Brasil - % do PIB (1988-2004)**

Ano	NFSP		
	Poupança em C/C	Déficit	
		Operacional	Primário
1988	-0,65	-4,08	-0,56
1989	-1,91	-4,85	-1,15
1990	5,71	1,98	3,09
1991	3,19	0,61	2,39
1992	1,92	-1,24	1,16
1993	2,30	-0,76	1,43
1994	4,40	1,20	3,72
1995	-1,57	-4,11	0,34
1996	-0,77	-3,08	-0,17
1997	-2,04	-4,02	-1,01
1998	-4,11	-6,91	0,36
1999	-1,94	-3,67	2,57
2000	-0,10	-2,00	2,40
2001	0,28	-1,92	2,71
2002	2,21	0,01	3,16
2003	0,14	-1,56	3,37
2004	0,38	-1,22	3,96

(-) déficit

Fonte: Boletins do Banco Central; a poupança do governo foi calculada deduzindo-se do déficit operacional o investimento do governo, calculado pelo IBGE.

## VI – CONCLUSÕES

"Chega de homenagens. Eu quero o dinheiro"  
(Adoniran Barbosa)

A presente dissertação procurou analisar os diferentes aspectos que vincularam a arrecadação da receita de senhoriagem e o financiamento do déficit público, no período de 1965 a 2004.

A principal conclusão derivada da análise é a de que a receita de senhoriagem desempenhou papel fundamental no financiamento dos gastos públicos no período. Embora a arrecadação dessa receita esteja a cargo do Banco Central, este transferiu ao Governo grande parte desses recursos, inicialmente por intermédio de subsídio implícito na Conta de Movimento junto ao Banco do Brasil e, após a separação das contas do Banco Central e do Banco do Brasil, via transferência dos lucros do Banco Central ao Tesouro.

Outro aspecto que merece destaque é a constatação de que a discussão do assunto na literatura econômica tem sido dominada por uma certa confusão conceitual sobre o termo senhoriagem, derivada, em parte, das divergências existentes sobre o modo apropriado de se medir a receita decorrente da emissão monetária. Nesse sentido, procuramos discutir alguns aspectos fundamentais da senhoriagem e comparar as diferentes medidas sugeridas pela literatura e aclarar devidamente essas questões.

Essa confusão conceitual, se de um lado surpreende pela constatação de que um termo tão intensamente utilizado na literatura permanece aberto a diversas interpretações que, aparentemente, buscam descrever conceitos que pouco tem a ver entre si, de outro possibilita análises equivocadas ou incompletas, como por exemplo, estudos sobre sustentabilidade da dívida pública onde simplesmente se adiciona ao fluxo da dívida do setor público a estimativa da receita de senhoriagem, sem se atentar ao fato de que esta pode ter sido já considerada no cálculo do déficit público.

Nesse sentido, recomenda-se ao Banco Central tornar claro, na divulgação de seus Balanços Semestrais e em seus relatórios de

administração, que a receita de senhoriagem está sendo apropriada e contabilizada segundo o conceito de custo de oportunidade e, na divulgação dos resultados das NFSP, que a receita de senhoriagem já está sendo implicitamente considerada no cálculo do déficit público. Além disso, a receita de senhoriagem deveria se estimada e contabilizada como receita primária do Banco Central, em contrapartida de uma despesas maior de juros do Governo.

## VII – BIBLIOGRAFIA

- AGÉNOR, Pierre-Richard e MONTIEL, Peter J. (1996).** “Development Macroeconomics”. Princeton University Press: Princeton, New Jersey, USA, 1996.
- AHUMADA, Hildegart, CANAVESE, Alfredo e ALVAREDO, Facundo G.(2000).** “Un Análisis Comparativo del Impacto Distributivo del Impuesto Inflacionario Y de un Impuesto sobre el Consumo”. Quintas Jornadas de Economía Monetaria e Internacional: La Plata, 11 y 12 de mayo de 2000.
- AIZENMANN, Joshua (1989).** “The Competitive Externalities and the Optimal Seigniorage”. NBER Working Papers Series, WP 2937, April/1989.
- ALVES, Silvio Rodrigues (1984).** “Déficit Público e seu Acompanhamento”. BCB/DEPEC, maio/1984.
- AMANO, Robert A. (1998).** “On the Optimal Seigniorage Hypothesis”. Journal of Macroeconomics, Vol. 20, n.º 2, pp. 295-308, Spring/1998.
- AUERNHEIMER, Leonardo (1974).** “The Honest Government's Guide to the Revenue from the Creation of Money”. Journal of Political Economy, vol. 82, issue 3, pp. 598-606, 1974.
- BACHA, Edmar L. (1994).** “O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro”. Revista de Economia Política, vol. 14, n.º 1(53) janeiro-março/1994.
- BAILEY, Martin J. (1956).** “The Welfare Costs of Inflationary Finance”. The Journal of Political Economy, vol. 64, n.º 2, pp. 93-110, April/1956.
- BALI, Turan G. e THURSTON, Thom (2000).** “Empirical Estimates of Inflation Tax Laffer Surfaces: a 30-country Study”. Journal of Development Economics, vol. 63, pp.529-546, 2000.
- BALTESPERGER, Ernst e JORDAN, Thomas T. (1994).** “Principles of Seigniorage”. Discussion Paper 94-9, University of Berne, Switzerland, April/1994.
- BCB -Banco Central do Brasil (1996).** “Imposto Inflacionário e Ganhos Inflacionários Pós-Real”. Nota DEPEC/COPEC, mimeo, maio/1996.
- BIS - Bank for International Settlements (1996).** “Implications for Central Banks of The Development of Electronic Money”. Basle, October/1996.

- BANK OF CANADA (2004).** "Seigniorage Revenue", in <http://www.bankofcanada.ca/en/backgrounders/bg-m3.htm>, acesso em 11/10/2004.
- BARRO, Robert J. (1982).** "Measuring the Fed's Revenue from Money Creation". Economics Letters, vol. 10, pp. 327-332, March/1982.
- BERG, Andrew e BORENSZTEIN, Eduardo (2000).** "The Pros and Cons of Full Dollarization". IMF Working Papers WP/00/50, March/2000.
- BINGHAN, Gavin (1994).** "Balance Sheet Strength, Profitability and Central Bank Policy". BIS, June/1994.
- BHATTACHARYA, Joydeep e HASLAG, Joseph H. (1998).** "Seigniorage in a Neoclassical Economy: Some Computational Results". Research Dept. WP. 9901, Federal Reserve Bank of Dallas, December/1998.
- BLACK, Stanley W. (1987).** "Seigniorage". in J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman (eds): The New Palgrave Money, The Macmillan Press Limited, New York, 1987.
- BORDO, Michael D. (1981).** "The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today". Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, pp.2-17, May/1981.
- \_\_\_\_\_ (1986). "Money, Deflation and Seigniorage in the Fifteenth Century". Journal of Monetary Economics, vol. 18, pp. 337-346, 1986.
- BROCK, Philip L. (1984).** "Inflationary Finance in an Open Economy". Journal of Monetary Economics, vol. 14, pp. 37-53, 1984.
- \_\_\_\_\_ (1989). "Reserve Requirements and the Inflation Tax", Journal of Money, Credit and Banking, vol. 21, issue 1, pp. 106-121, 1989.
- BURNSTEIN, Meyer L. (1986).** "Modern Monetary Theory". The Macmillan Press Ltd., London, 1986.
- CAGAN, Phillip (1956).** "The Monetary Dynamics of Hyperinflation". in Friedman, Milton (ed.), Studies in the Quantity Theory of Money, Chicago UP, Chicago, 1956.
- CALVO, Guillermo A. (1978).** "Optimal Seigniorage from Money Creation" – An Analysis in Terms of the Optimum Balance of Payments Deficit Problem", Journal of Monetary Economics 4, pp. 503-517: North Holland Publish Company, 1978.
- CARDOSO, Eliana (2003).** "Seigniorage, Reserve Requirements and Bank Spread in Brazil". in Taxation of Financial Intermediation: Theory

and Practice for Emerging Economies (chapter 7), edited by Patrick Honohan, Oxford University Press, World Bank, June/2003.

- CARVALHO, José Henrique Dias de (1996).** "Estimativa do Produto Interno Bruto: dados mensais em reais e em dólares". Nota Técnica Depec 96/05, BCB/Depec, 1996, in Boletim do Banco Central do Brasil, Separata, Coletânea de Notas Técnicas, fevereiro/1998.
- COHEN, Benjamin J. (1971).** "The Seigniorage Gain of an International Currency: an Empirical Test". The Quarterly Journal of Economics, Vol. 85, n.º 3, pp. 494-507, August/1971.
- COOLEY, Thomas F. e HANSEN, Gary D. (1989).** "The Inflation Tax in a Real Business Cycle Model". in The American Economy Review, vol. 79, n.º 4, pp. 733-748, September/1989.
- COTTARELI, Carlo (1993).** "Limiting Central Bank Credit to the Government – Theory and Practice", IMF, December/1993.
- CREGO, Alvaro A. (2000).** "El Señoraje en España". Universidad de Salamanca, España, apresentado no III Encuentro de Economía Aplicada, Valencia, España, junio/2000.
- CUKIERMAN, Alex, EDWARDS, Sebastian e TABELLINI, Guido (1989).** "Seigniorage and Political Instability". NBER Working Paper Series, WP. n.º 3199, December/1989.
- CURKROWSKI, Jacek e STAVREV, Emil (2001).** "Central Bank Seigniorage: Czech Republic 1993-1997". Applied Economics Letters, vol. 8, n.º 4, pp. 243-247, April/2001.
- CYPRIANO, Marcelo P. (1994).** "Relações entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional". Dissertação de Mestrado (Economia), Unicamp, julho/1994.
- CYSNE, Rubens P. (1994).** "Imposto Inflacionário e Transferências Inflacionárias no Brasil". Revista de Economia Política, vol. 14 n.º 3 (55), p. 121-128, julho-setembro/1994.
- CYSNE, Rubens P. e COIMBRA-LISBOA, Paulo C. (2004).** "Imposto Inflacionário e Transferências Inflacionárias no Brasil: 1947-2003". EPGE/FGV, Ensaios Econômicos, n.º 539, março/2004.
- DRAZEN, Allan (1985).** "A General Measure of Inflation Tax Revenues". Economics Letters, vol. 17, pp. 327-330, 1985.
- FERREIRA, Edésio F. (1974).** "Administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil". BCB, mimeo, 1974.

- \_\_\_\_\_ (1976). "Política Monetária no Brasil – o Orçamento Monetário". BCB, mimeo, setembro/1976.
- \_\_\_\_\_ (1979a). "A Base Monetária no Brasil". BCB, mimeo, 1979.
- \_\_\_\_\_ (1979b). "A Política Monetária no Brasil: O Banco Central como Banco de Fomento e a Atual Controvérsia sobre o Modelo Institucional". mimeo, novembro/1979.
- FERREIRA, Pedro C. e ROSAL, João Mauricio L. (1998).** "Imposto Inflacionário e Opções de Financiamento do Setor Público em um Modelo de Ciclos Reais de Negócios para o Brasil". Ensaios Econômicos n.º 320, FGV/EPGE, janeiro/1998.
- FIPECAFI - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (1998).** "Parecer Técnico Quanto ao Tratamento Contábil do Meio Circulante no Balanço do Banco Central do Brasil". mimeo, abril/1998.
- FISCHER, Stanley (1981).** "Seigniorage and Fixed Exchange Rates: An Optimal Inflation Tax Analysis". NBER Working Papers Series WP. n.º 0783, October/1981.
- \_\_\_\_\_ (1982) "Seigniorage and the case of a National Money". Journal of Political Economy. vol. 90, issue 2, pp. 295-313, 1982.
- FISCHER, Stanley e BRUNO, Michael (1990).** "Seigniorage, Operating Rules and the High Inflation Trap". Quarterly Journal of Economics, vol. V, issue 2, pp. 353-374, May/1990.
- FREITAS, Carlos Eduardo de (1999).** "A Reavaliação da Dívida Pública Federal Brasileira", Edição do Autor, Brasília, abril/1999.
- FRIEDMAN, Milton (1942).** "Discussion of the Inflationary Gap". The American Economic Review, vol. 32, n.º 2, pp. 314-320, June/1942.
- \_\_\_\_\_ (1971). "Government Revenue from Inflation". Journal of Political Economy, vol. 79, pp. 846-856, 1971.
- FRY, Maxwell J. (1993).** "The Fiscal Abuse of Central Banks". IMF WP/93/58 July/1993.
- GERHEIM, Renato e CARVALHO, José Henrique D. de (1995).** "Metodologia para o Cálculo do PIB Valorizado: Um Enfoque Alternativo". Nota COPEC-95/269, BCB/Depec/Copec, agosto/1995.
- GIAMBIAGI, Fabio (1993).** "Financiamento do Governo através da senhoriagem em condições de equilíbrio: algumas simulações". Revista Brasileira de Economia, vol. 47, n.º 2, abril-junho/1993.

- GIAMBIAGI, Fabio e ALÉM, Ana Cláudia (2001).** "Finanças Públicas - Teoria e Prática no Brasil". 2ª Edição, Rio de Janeiro, Editora Elsevier, 2001.
- GOFF, Brian L. e TOMA, Mark (1993).** "Optimal Seigniorage, the Gold Standard, and Central Bank Financing". Journal of Money, Credit and Banking, vol. 25, n.º 1, pp. 79-95, February/1993.
- GRILLI, Vittorio (1988).** "Seigniorage in Europe". NBER Working Papers Series WP. n.º 2778, November/1988.
- GROS, Daniel (1989).** "Seigniorage in the EC: the Implication of the SEM and Financial Market Integration". IMF, WP/89/7, June/1989.
- \_\_\_\_\_ (1993). "Seigniorage and EMU – The fiscal implications of price stability and financial market integration". European Journal of Political Economy n.º 9, pp. 581-601, North-Holland, 1993.
- \_\_\_\_\_ (2004). "Financial Aspects of Central Bank Independence and Price Stability – The Case of Turkey". Center for European Policy Studies. EU-Turkey Working Papers, n.º 12, September/2004.
- GROSSMAN, Hershel I. e VAN HUYCK, John B. (1984).** "Seigniorage, Inflation and Reputation". NBER Working Papers Series, WP. n.º 1505, November/1984.
- HASLAG, Joseph H. (1998).** "Seigniorage Revenue and Monetary Policy". Federal Reserve Bank of Dallas. Economic & Financial Review, pp. 10-20, issue 0, 1998.
- HASLAG, Joseph H. e YOUNG, Eric R. (1998).** "Money Creation, Reserve Requirements, and Seigniorage". Review of Economic Dynamics, 1, pp. 677-698, 1998.
- HORCHREITER, Eduard, ROVELLI, Riccardo e WINCKER, Georg (1996).** "Central Banks and Seigniorage: A Study of Three Economies in Transition". European Economic Review – Paper and Proceedings, 40, pp. 629-644, April/1996.
- HORCHREITER, Eduard e ROVELLI, Riccardo (2002).** "The Generation and Distribution of Central Bank Seigniorage in the Czech Republic, Hungary and Poland". Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, n.º 223, pp. 391-415, December/2002.
- HORTIGÜELA, Oscar J. A. e SÁNCHEZ, José M. M. (2000).** "Una Revisión Crítica del Concepto de Señoraje". Departamento de Economía Aplicada, Universidade de Burgos, VII Jornadas de Economía Crítica, Albacete, Espanha, febrero/2000.



**IMF- International Monetary Fund (1986).** “Manual de Estadísticas de las Finanzas Publicas”. IMF, 1986.

\_\_\_\_\_ **(1994).** “Recommended Chart of Accounts for Central Banks”. IMF, July/1994.

\_\_\_\_\_ **(2001).** “Government Finance Statistics Manual”. IMF, 2001.

**ISSLER, João Victor e LIMA, Luiz R. (1998a).** “Public Debt Sustainability and Endogenous Seigniorage in Brazil: Time-Series Evidence from 1947-92”. FGV/Escola de Pós-Graduação em Economia-EPGE, dezembro/1998.

\_\_\_\_\_ **(1998b).** “Como se Equilibra o Orçamento do Governo no Brasil? Aumento de Receitas ou Corte de Gastos?”. Fundação Getúlio Vargas – FGV/EPGE, março/1998.

**JALORETTO, Cláudio (1996).** “Necessidades de Financiamento do Setor Público – Metodologia de Apuração”. BCB/Departamento Econômico-Depec, mimeo, 1996.

\_\_\_\_\_ **(1997).** “Déficit Público e Contas Nacionais”. Nota Técnica Depec 97/07, BCB/Depec, junho/1997, in Boletim do Banco Central do Brasil, Separata, Coletânea de Notas Técnicas, fevereiro/1998.

**KIGUEL, Miguel A. e NEUMEYER, Pablo A. (1995).** “Seigniorage and Inflation: The Case of Argentina”. Journal of Money, Credit and Banking, vol. 27, n.º 3, pp. 672-682, August/1995.

**KLEIN, Martin and NEUMANN, Manfred (1989).** “Seigniorage: What is it and who gets it?”. Projektbereich B Discussion Paper nº B-124, Institut for Internationale Wirtschaftspolitik, Universität Bonn, Germany, November/1989.

**LIPIETZ, Alan (1991).** “Dívida, senhoriagem e inflação em economia do tipo brasileiro”. Revista de Economia Política, vol. 11, n.º 1(41), janeiro-março/1991.

**MACKENZIE, George A. e STELLA, Peter (1996).** “Quasi-Fiscal Operations of Public Financial Institutions”. IMF Occasional Papers 142, October/1996.

**MANKIW, Gregory (1987).** “The Optimal Collection of Seigniorage – Theory and Evidence”. Journal of Monetary Economics, n.º20, pp. 327-341 North Holland Publishing Company, 1987.

**MARTONE, Celso L. (1998).** “O Problema de Capital do Banco Central e o Papel-Moeda como Medida de Seigniorage”. mimeo, abril/1998.

- MARTY, Alvin L. (1967).** "Growth and the Welfare Cost of Inflationary Finance". The Journal of Political Economy, vol. 75, n.º 1, pp. 71-76, February/1967.
- \_\_\_\_\_ **(1968).** "The Optimal Rate of Growth of Money". The Journal of Political Economy, vol. 76, n.º 4, Part.2: Issues in Monetary Research, pp. 860-873, July-August/1968.
- \_\_\_\_\_ **(1973).** "Growth, Satiety, and the Tax Revenue from Money Creation". The Journal of Political Economy, vol. 81, n.º 5, pp. 1136-1152, September-October/1973.
- \_\_\_\_\_ **(1978).** "Inflation, Taxes and the Public Debt". Journal of Money, Credit and Banking, vol. 10 n.º 4, pp. 437-452, November/1978.
- MEYER, Arno (1997).** "Lucro do Banco Central, Remuneração da Conta do Tesouro e Financiamento do Déficit do Tesouro Nacional". in Finanças Públicas: Ensaio Selecionados, org. por Arno Meyer, IPEA/FUNDAP, pp. 151-215, 1997.
- MILLER, Preston J. e SARGENT, Thomas J. (1984).** "A Reply to Darby". Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, Vol. 8, n.º 2, pp. 21-26, Spring/1984.
- MOLHO, Lázarus (1989).** "European Financial Integration and Reserve from Seigniorage: the Case of Italy". IMF, WP/89/41, May/1989.
- MOTA, Edvino G. da (1993).** "Relacionamento entre Banco Central e o Tesouro Nacional: Observações sobre a Utilização do Resultado". UNB, Brasília, dezembro/1993.
- MUNRO, John (2001).** "Money, Wages, and Real Incomes in the Age of Erasmus: The Purchasing Power of Coins and of Building Craftsmen's Wages in England and the Low Countries, 1500-1540". Working Paper n.º. 1 for 2001, Department of Economics and Institute for Policy Analysis, University of Toronto, Canadá, 2001.
- NEUMANN, Manfred J. M. (1992).** "Seigniorage in the United States: How Much does the US Government make from Money Production?". Federal Reserve Bank of St. Louis, pp. 29-40, March/April/1992.
- \_\_\_\_\_ **(1996).** "A Comparative Study of Seigniorage: Japan and Germany". Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, Vol. 14, n.º 1, pp. 104-142, July/1996.
- NOBREGA, Mailson da (2000).** "O Brasil em Transformação". Editora Gente, 2000.

- NUNES, Selene Peres Peres (1999).** “Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central: Aspectos de Coordenação entre as Políticas Fiscal e Monetária no Brasil”. Dissertação de Mestrado (Economia), UNB, 1999.
- OBSTFELD, Maurice (1989).** “Dynamic Seigniorage Theory: An Exploration”. NBER Working Paper Series WP, n.º 2869, February/1989.
- OGASAWARA, Roberto S. (1991).** “Conta do Tesouro no Banco Central”. Revista Brasileira de Economia, vol. 45, n.º 2, pp. 287-303, abril-junho/1991.
- PASTORE, Affonso C. (1974).** “A Oferta de Moeda no Brasil 1961-72”. IPE/USP, Trabalho para Discussão, 1974/02.
- \_\_\_\_\_ **(1997).** “Senhoriagem e Inflação: O Caso Brasileiro”. Texto para Discussão, n.º 5, FGV/FPGE, setembro/1997.
- PEDERSEN, Erick H. e WAGENER, Tom (2000).** “Compilation of Seigniorage” Monetary Review, Danmarks Nationalbank, 4<sup>th</sup> Quarter 2000.
- PHELPS, Edmund S. (1973).** “Inflation in a Theory of Public Finance”. Swedish Economic Journal, Vol. 75, n.º 1, pp. 67-82, March/1973.
- PORTO GONÇALVES, Antonio C. (1998).** “A Contabilização do Papel Moeda Emitido no Balanço do Banco Central”. mimeo, maio/1998.
- QUEIROZ, Bernardino H. M. (1989).** “Efeito dos Salários sobre o “Déficit” do Setor Público”. Trabalho apresentado no Seminário Banco Central 25 anos, mimeo, 1989.
- \_\_\_\_\_ **(1991).** “Déficit Público – O Conceito Relevante”. mimeo, novembro/1991.
- QUEIROZ, Bernardino H. M. e NABÃO, Márcia (1990).** “O Déficit Quase-Fiscal Brasileiro na Década de 80”. mimeo, agosto/90.
- RAMALHO, Valdir (1997).** “Revendo a Variedade de Conceitos de Déficit Público”. in Finanças Públicas: Ensaio Seleccionados, org. por Arno Meyer, IPEA/FUNDAP, pp. 39-150, 1997.
- Reserve Bank of Australia (1997).** “Measuring Profits from Currency Issue”. Reserve Bank of Australia Bulletin, July/1997.
- RIBEIRO, Casimiro A. (1978).** “A Estrutura do Banco Central e suas Relações com o Banco do Brasil”. Debate Econômico, ano I, n.º 3, setembro/1978.
- ROLNICK, Arthur J., VELDE, François R. e WEBER, Warren E. (1997).** “The Debasing Puzzle: an Essay on Medieval Monetary History”.

Federal Reserve of Minneapolis, Quarterly Review, Vol. 21, n.º 4, pp. 8-20, Fall/1997.

**ROSSI, José W. (1997).** "A Solvência da Dívida: Testes para o Brasil". IPEA, Texto para Discussão, n.º 493, julho/97.

**ROVELLI, Riccardo (1994).** "Reserve Requirements, Seigniorage and the financing of the government in a economic and monetary union". European Economy, Reports and Studies, n.º 1, pp.11-56, 1994.

**SARGENT, Thomas J. e WALLACE, Neil (1981).** "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic". Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, Vol. 5, n.º 3, pp. 1-17, Fall/1981.

**SCHOBERT, Franziska (2001).** "Seigniorage: an Argument for a National Currency?". Centre for European Policy Studies, Working Document n.º 174, October/2001.

**SIEGEL, Jeremy J. (1981).** "Inflation, Bank Profits, and Government Seigniorage". The American Economic Review, vol. 71, n.º 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Third Annual Meeting of the American Economic Association, May/1981.

**STELLA, Peter (1997).** "Does Central Banks Need Capital?" IMF WP/97/83, July/1997.

**TEIXEIRA, Eduardo de F. (1989).** "O Déficit e a Crise das Finanças Públicas 1982-1987", Tese de Mestrado em Economia Industrial e de Tecnologia, UFRJ/IEI, Rio de Janeiro, 1989.

**TER-MINASSIAN, Teresa (1998).** "The proposed change to the BACEN's balance sheet". mimeo, abril/1998.

**TREHAN, Bharat e WALSH, Carl E. (1990).** "Seigniorage and Tax Smoothing in the United States 1914/1986". Journal of Monetary Economics 25, pp. 97-112 – North Holland Publishing Company, 1990.

## APÊNDICE

### Taxa de Juros Implícita sobre a Carteira Líquida de Títulos Públicos do Banco Central

Seja:

$$(1) \quad BL^{bc} = B^{bc} - C^t$$

$$(2) \quad J = i^b B^{bc} - i^c C^t$$

onde:

$B^{bc}$  = Carteira de títulos públicos do Banco Central

$C^t$  = Conta única do Tesouro no Banco Central

$BL^{bc}$  = Carteira líquida do Banco Central

$J$  = Fluxo líquido de juros recebidos pelo Banco Central

$i^b$  = taxa de juros aplicada sobre a carteira bruta

$i^c$  = taxa de juros aplicada sobre a conta única

Façamos:

$$(3) \quad \alpha = \frac{C^t}{B^{bc}}$$

Substituindo (3) em (2), temos:

$$(4) \quad J = i^b B^{bc} - i^c \alpha B^{bc} \therefore J = (i^b - i^c \alpha) B^{bc}$$

$$(5) \quad \frac{J}{BL^{bc}} = (i^b - i^c \alpha) \frac{B^{bc}}{BL^{bc}}$$

Chamando:

$$(6) \quad v = \frac{J}{BL^{bc}}, \text{ e}$$

$$(7) \quad \frac{BL^{bc}}{B^{bc}} = \frac{B^{bc}}{B^{bc}} - \frac{C^t}{B^{bc}} \therefore \frac{BL^{bc}}{B^{bc}} = 1 - \alpha$$

Logo, temos:

$$(8) \quad v = \frac{(i^b - i^c \alpha)}{(1 - \alpha)} \text{ ou}$$

$$(9) v = \frac{i^b}{1-\alpha} - \frac{i^c \alpha}{1-\alpha}$$

Derivando:

$$(10) \frac{\partial v}{\partial \alpha} = \frac{i^b}{(1-\alpha)^2} - \frac{i^c(1-\alpha) + i^c \alpha}{(1-\alpha)^2}$$

∴

$$(11) \frac{\partial v}{\partial \alpha} = \frac{i^b - i^c}{(1-\alpha)^2}$$

Se a taxa que remunera a conta única do Tesouro ( $i^c$ ) for superior à taxa de remuneração da carteira de títulos ( $i^b$ ), a expressão (11) seria  $< 0$ , ou seja, a taxa de juros implícita sobre a carteira líquida será menor que a taxa de remuneração da carteira do Banco Central em títulos públicos.

**ANEXO ESTADÍSTICO**

Quadro 1

Déficit do Setor Público no Brasil

Dados de Contas Nacionais corrigidos pela NFSP

Ano	Carga Tributária Bruta	Outras Receitas Líquidas Correntes	Transferências			Receita Líquida	Consumo			Poupança do Governo	Investimento	Déficit	
			Juros	Assistência e Previdência	Subsídios		Salários e Encargos	Bens e Serviços	Total			Operacional	Primário
1965	19,71	-0,57	0,18	5,11	1,45	12,40	7,32	3,34	10,66	1,74	4,73	-2,99	-2,81
1966	22,13	-0,18	0,12	5,68	0,95	15,20	7,33	3,28	10,61	4,59	4,04	0,55	0,67
1967	21,62	-0,77	0,31	6,44	0,81	13,30	7,99	3,36	11,35	1,95	4,62	-2,66	-2,36
1968	24,30	-0,17	0,34	6,67	0,73	16,40	7,55	3,51	11,05	5,34	4,39	0,95	1,29
1969	25,91	-0,05	0,57	10,28	0,71	14,30	7,48	3,41	10,89	3,41	5,37	-1,96	-1,39
1970	25,98	0,98	0,67	8,21	0,77	17,31	8,29	3,03	11,32	5,98	4,42	1,56	2,23
1971	25,26	0,73	0,57	7,07	0,81	17,54	8,30	2,80	11,10	6,44	4,28	2,16	2,73
1972	26,01	-0,28	0,71	7,31	0,69	17,03	7,96	2,82	10,77	6,26	3,88	2,37	3,09
1973	25,05	-0,19	0,80	6,68	1,17	16,20	6,98	2,92	9,91	6,30	3,71	2,59	3,39
1974	25,05	-2,20	0,78	6,08	2,16	13,83	6,49	2,84	9,33	4,50	3,86	0,65	1,43
1975	25,22	-0,73	0,79	6,72	2,69	14,29	7,14	3,05	10,19	4,10	3,95	0,15	0,94
1976	25,14	-0,22	1,15	7,20	1,55	15,02	7,15	3,33	10,49	4,53	4,03	0,50	1,64
1977	25,55	-1,56	1,50	7,24	1,50	13,75	6,57	2,86	9,43	4,33	3,30	1,03	2,53
1978	25,70	-1,54	1,66	8,13	1,87	12,50	6,92	2,76	9,68	2,82	3,15	-0,33	1,33
1979	24,66	-0,59	1,71	7,80	1,92	12,63	6,99	2,91	9,90	2,73	2,47	0,26	1,97
1980	24,45	-1,01	1,03	7,69	3,83	10,88	6,24	2,87	9,11	1,78	2,34	-0,57	0,46
1981	25,18	-3,87	1,40	8,40	2,74	8,78	6,59	2,92	9,52	(0,74)	2,65	-3,39	-1,99
1982	26,24	-3,43	2,35	8,90	2,58	8,98	7,32	3,07	10,39	(1,41)	2,44	-3,85	-1,50
1983	26,84	-0,80	3,41	8,97	2,84	10,82	7,09	3,27	10,36	0,47	1,90	-1,43	1,98

Fontes: IBGE (Estatísticas do Século XX, até 1999 e Contas Nacionais de 2000 a 2004); Boletins do Banco Central (Resultados Operacional e Primário de 1983 a 2003).



Quadro 1 - continuação  
 Déficit do Setor Público no Brasil  
 Dados de Contas Nacionais corrigidos pela NFSP

Ano	Carga Tributária Bruta	Outras Receitas Líquidas Correntes	Transferências			Receita Líquida	Consumo			Poupança do Governo	Investimento	Déficit		% PIB
			Juros	Assistência e Previdência	Subsídios		Salários e Encargos	Bens e Serviços	Total			Operacional	Primário	
1984	24,19	0,13	4,34	8,62	1,77	9,60	6,28	2,92	9,19	0,41	2,03	-1,62	2,72	
1985	23,83	0,47	4,08	7,69	1,68	10,85	7,35	3,13	10,48	0,37	2,60	-2,23	1,85	
1986	26,50	-1,64	2,71	8,36	1,55	12,24	7,81	3,64	11,44	0,80	3,18	-2,38	0,33	
1987	24,25	-1,44	2,53	7,76	1,42	11,11	8,11	4,73	12,84	(1,73)	3,28	-5,01	-2,48	
1988	23,36	1,98	3,52	7,61	1,31	12,90	8,49	5,06	13,55	(0,65)	3,43	-4,08	-0,56	
1989	23,74	4,13	3,70	7,98	1,38	14,82	11,27	5,45	16,73	(1,91)	2,94	-4,85	-1,15	
1990	27,94	8,14	1,11	9,22	0,75	25,00	12,91	6,38	19,29	5,71	3,73	1,98	3,09	
1991	24,38	9,10	1,78	8,90	1,71	21,09	11,27	6,63	17,90	3,19	2,59	0,61	2,39	
1992	25,15	7,80	2,40	9,78	1,78	18,98	10,62	6,44	17,06	1,92	3,16	-1,24	1,16	
1993	25,92	8,56	2,19	11,62	0,70	19,97	10,12	7,54	17,66	2,30	3,06	-0,76	1,43	
1994	28,87	7,97	2,52	11,71	0,35	22,26	10,73	7,13	17,87	4,40	3,20	1,20	3,72	
1995	30,64	3,19	4,45	12,73	0,55	16,10	10,29	7,39	17,68	(1,57)	2,54	-4,11	0,34	
1996	28,63	3,21	2,91	12,70	0,44	15,80	9,99	6,58	16,57	(0,77)	2,31	-3,08	-0,17	
1997	28,58	3,66	3,01	12,64	0,43	16,16	9,72	8,48	18,20	(2,04)	1,98	-4,02	-1,01	
1998	29,33	7,91	7,27	14,59	0,37	15,02	9,64	9,49	19,13	(4,11)	2,80	-6,91	0,36	
1999	31,07	7,34	6,24	14,69	0,33	17,14	9,55	9,54	19,08	(1,94)	1,73	-3,67	2,57	
2000	31,61	6,91	4,40	14,82	0,35	18,96	9,32	9,74	19,06	(0,10)	1,90	-2,00	2,40	
2001	33,40	5,99	4,63	14,83	0,39	19,53	9,62	9,62	19,25	0,28	2,20	-1,92	2,71	
2002	34,88	5,89	3,15	15,03	0,25	22,34	10,12	10,01	20,13	2,21	2,20	0,01	3,16	
2003	34,01	6,31	4,93	15,13	0,23	20,03	9,99	9,91	19,90	0,14	1,70	-1,56	3,37	

Fontes: IBGE (Estatísticas do Século XX, até 1999 e Contas Nacionais de 2000 a 2004); Boletins do Banco Central (Resultados Operacional e Primário de 1983 a 2003).

## Quadro 2

## Déficit do Setor Público no Brasil

Dados de Contas Nacionais corrigidos pela NFSP e acrescidos das Receitas de Senhoriagem

Ano	Carga Tributária Bruta	Outras Receitas Líquidas Correntes	Transferências			Receita Líquida	Consumo			Poupança do Governo	Investimento	Déficit	
			Juros	Assistência e Previdência	Subsídios		Salários e Encargos	Bens e Serviços	Total			Operacional	Primário
1965	21,64	-0,57	0,18	5,11	3,30	12,48	7,33	3,35	10,68	1,80	4,73	-2,93	-2,75
1966	23,58	-0,18	0,12	5,68	2,31	15,29	7,39	3,28	10,67	4,62	4,04	0,58	0,70
1967	23,19	-0,77	0,31	6,44	2,27	13,40	8,06	3,39	11,45	1,95	4,62	-2,66	-2,36
1968	25,78	-0,17	0,34	6,67	2,05	16,55	7,61	3,54	11,14	5,41	4,39	1,02	1,36
1969	26,97	-0,05	0,57	10,28	1,45	14,62	7,54	3,48	11,02	3,60	5,37	-1,77	-1,20
1970	26,89	0,98	0,67	8,21	1,23	17,76	8,35	3,09	11,45	6,31	4,42	1,89	2,55
1971	25,97	0,73	0,57	7,07	1,14	17,92	8,36	2,92	11,28	6,64	4,28	2,35	2,93
1972	26,71	-0,28	0,71	7,31	1,02	17,40	8,02	2,93	10,94	6,45	3,88	2,57	3,28
1973	25,66	-0,19	0,80	6,68	1,16	16,83	7,04	3,04	10,08	6,75	3,71	3,04	3,84
1974	25,67	-2,20	0,78	6,08	2,05	14,57	6,55	2,95	9,50	5,07	3,86	1,21	1,99
1975	25,89	-0,73	0,79	6,72	2,88	14,77	7,21	3,19	10,40	4,37	3,95	0,42	1,21
1976	26,29	-0,22	1,15	7,20	2,16	15,56	7,21	3,53	10,74	4,83	4,03	0,79	1,94
1977	26,88	-1,56	1,50	7,24	2,30	14,29	6,65	3,05	9,69	4,59	3,30	1,30	2,80
1978	27,24	-1,54	1,66	8,13	2,49	13,42	6,98	2,86	9,83	3,59	3,15	0,44	2,10
1979	26,02	-0,59	1,71	7,80	2,82	13,10	7,05	3,01	10,06	3,03	2,47	0,56	2,27
1980	25,77	-1,01	1,03	7,69	4,97	11,07	6,30	2,95	9,25	1,82	2,34	-0,52	0,50
1981	27,11	-3,87	1,40	8,40	4,13	9,31	6,65	3,01	9,66	-0,35	2,65	-3,00	-1,60
1982	28,59	-3,43	2,35	8,90	3,51	10,39	7,38	3,13	10,51	-0,11	2,44	-2,55	-0,20
1983	29,64	-4,61	2,69	8,97	5,57	7,80	7,15	3,30	10,45	-2,65	1,90	-4,55	-1,86

Fontes: IBGE (Estatísticas do Século XX, até 1999 e Contas Nacionais de 2000 a 2004); Boletins do Banco Central (Resultados Operacional e Primário de 1983 a 2003).

## Quadro 2 - continuação

## Déficit do Setor Público no Brasil

## Dados de Contas Nacionais corrigidos pela NFSP e acrescidos das Receitas de Senhoriagem

Ano	Carga Tributária Bruta	Outras Receitas Líquidas Correntes	Transferências			Receita Líquida	Consumo			Poupança do Governo	Investimento	Déficit	
			Juros	Assistência e Previdência	Subsídios		Salários e Encargos	Bens e Serviços	Total			Operacional	Primário
1984	26,68	3,56	4,50	8,62	3,46	13,67	6,34	3,02	9,36	4,31	2,03	2,28	6,78
1985	26,13	0,09	3,77	7,69	3,05	11,71	7,41	3,22	10,64	1,07	2,60	-1,53	2,24
1986	27,81	-8,71	2,54	8,36	2,36	5,84	7,87	3,67	11,54	-5,70	3,18	-8,88	-6,34
1987	27,39	1,59	0,09	7,76	2,05	19,08	8,17	4,78	12,95	6,13	3,28	2,85	2,94
1988	27,27	-1,74	3,52	7,61	1,31	13,09	8,55	5,19	13,74	-0,65	3,43	-4,08	-0,56
1989	29,26	-1,09	3,70	7,98	1,38	15,11	11,33	5,68	17,02	-1,91	2,94	-4,85	-1,15
1990	31,83	4,53	1,11	9,22	0,75	25,28	12,97	6,59	19,57	5,71	3,73	1,98	3,09
1991	27,97	5,78	1,78	8,90	1,72	21,36	11,33	6,84	18,17	3,19	2,59	0,61	2,39
1992	28,42	5,02	2,40	9,78	1,91	19,35	10,68	6,74	17,42	1,92	3,16	-1,24	1,16
1993	29,31	5,60	2,19	11,62	0,70	20,40	10,18	7,91	18,10	2,30	3,06	-0,76	1,43
1994	30,64	6,59	2,52	11,71	0,48	22,51	10,79	7,32	18,11	4,40	3,20	1,20	3,72
1995	31,68	2,53	4,45	12,73	0,79	16,23	10,35	7,46	17,81	-1,57	2,54	-4,11	0,34
1996	29,19	2,98	2,91	12,70	0,64	15,93	10,05	6,66	16,70	-0,77	2,31	-3,08	-0,17
1997	29,24	3,59	3,01	12,64	0,90	16,27	9,78	8,53	18,32	-2,04	1,98	-4,02	-1,01
1998	30,26	8,41	7,27	14,59	1,71	15,11	9,70	9,52	19,22	-4,11	2,80	-6,91	0,36
1999	31,97	7,31	6,24	14,69	1,11	17,23	9,61	9,57	19,17	-1,94	1,73	-3,67	2,57
2000	32,20	6,44	4,40	14,82	0,37	19,06	9,38	9,78	19,16	-0,10	1,90	-2,00	2,40
2001	34,01	5,64	4,63	14,83	0,56	19,63	9,68	9,66	19,34	0,28	2,20	-1,92	2,71
2002	35,61	5,62	3,15	15,03	0,62	22,42	10,18	10,03	20,21	2,21	2,20	0,01	3,16
2003	34,89	5,52	4,93	15,13	0,27	20,08	10,00	9,94	19,94	0,14	1,70	-1,56	3,37

Fontes: IBGE (Estatísticas do Século XX, até 1999 e Contas Nacionais de 2000 a 2004); Boletins do Banco Central (Resultados Operacional e Primário de 1983 a 2003).