



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Lucas de Brito

Os impactos da senhoriagem no financiamento do setor público brasileiro: um estudo
sobre a arrecadação da receita oriunda da emissão monetária entre 2005 e 2023.

Florianópolis

2024

Lucas de Brito

Os impactos da senhoriagem no financiamento do setor público brasileiro: um estudo sobre a arrecadação da receita oriunda da emissão monetária entre 2005 e 2023.

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Ciências Econômicas do Centro Socioeconômico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador(a): Prof. Roberto Meurer, Dr.

Florianópolis

2024

Ficha de identificação da obra

de Brito, Lucas

Os impactos da senhoriagem no financiamento do setor público brasileiro : um estudo sobre a arrecadação da receita oriunda da emissão monetária entre 2005 e 2023. / Lucas de Brito ; orientador, Roberto Meurer, 2024.
54 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Socioeconômico, Graduação em Ciências Econômicas, Florianópolis, 2024.

Inclui referências.

1. Ciências Econômicas. 2. Senhoriagem. 3. Imposto inflacionário. 4. Setor Público. I. Meurer, Roberto. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Ciências Econômicas. III. Título.

Lucas de Brito

Os impactos da senhoriação no financiamento do setor público brasileiro: um estudo sobre a arrecadação da receita oriunda da emissão monetária entre 2005 e 2023.

Florianópolis, 03 de dezembro de 2024.

O presente Trabalho de Conclusão de Curso foi avaliado e aprovado pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Profa. Carmen Rosário Ortiz Gutierrez Gelinski, Dra.
UFSC

Prof. Cassiano Ricardo Dalberto, Dr.
UFSC

Certifico que esta é a **versão original e final** do Trabalho de Conclusão de Curso que foi julgado adequado para obtenção do título de Bacharel em Economia por mim e pelos demais membros da banca examinadora.

Prof. Roberto Meurer, Dr.
Orientador

Florianópolis, 2024.

AGRADECIMENTOS

Meus primeiros agradecimentos vão para os meus pais e para a minha avó. Sem a criação dessas pessoas eu não estaria aqui e mesmo diante de dificuldades, me abraçaram e me apoiaram na melhor de suas capacidades.

Quero agradecer a UFSC, que, como instituição, me proporcionou não apenas conhecimento e uma formação acadêmica, mas também uma série de vivências e amizades determinantes para quem sou hoje. Ao agradecer a universidade, agradeço a todos os professores que trouxeram conhecimento, profissionalidade, empatia, paciência e a capacidade de aflorar a curiosidade dos alunos.

Parte crucial do meu progresso no curso, principalmente nos períodos estranhos de pandemia, foi a parceria dos meus amigos. Desta forma, tenho uma grande gratidão por estes grandes guerreiros: Arthur com as nossas longas conversas sobre macro e política; Carlotta com suas dicas fora da caixinha; Cassiano, que fez basicamente o curso todo comigo e é meu parceiro das conversas absurdas e profundas. Você virou um irmão pra vida; Jaqueline com sua avidez pelo estudo e auxílio nos momentos mais difíceis; Marcelo com seu senso de humor e hospitalidade que me fizeram sentir pertencido no início de tudo; Sofia, que vem por último mas não menos importante, já que neste período de curso se tornou minha melhor amiga. Obrigado, querida, pela sua companhia, sagacidade, generosidade e pelo seu grande coração.

RESUMO

Foi realizada uma avaliação do impacto da senhoriagem no financiamento do setor público brasileiro entre janeiro de 2005 e dezembro de 2023. O estudo realizou um levantamento de dados e uma análise conjuntural dos indicadores estudados sobre as séries temporais obtidas pela pesquisa no intuito de inferir o papel da senhoriagem em um cenário recente no Brasil. Para a senhoriagem, foram utilizados dados de variação de base monetária em relação ao seu período anterior. A análise conjuntural contemplou a série de dados da senhoriagem, do imposto inflacionário e da senhoriagem em relação à arrecadação da Receita Federal. A análise da política monetária foi feita através da série de dados da taxa de juros. A senhoriagem apresentou valores voláteis em sua série tanto em valores reais, como em relação ao PIB e em relação à arrecadação da Receita, totalizando uma média total de R\$ 2,55 bilhões para o primeiro, 0,38% para o segundo e 1,84% para o terceiro. Houve, no entanto, períodos específicos, como durante o ápice dos impactos econômicos da pandemia da Covid-19, que a senhoriagem anotou valores expressivos em relação aos demais períodos, com as máximas de R\$ 59,27 bilhões em valores reais em julho de 2020, 7,26% em relação ao PIB em julho de 2020 e 43,40% da Receita, em maio de 2020. O imposto inflacionário teve a média de R\$ 1,71 bilhões para a série estudada e, apesar de ser correlacionada à senhoriagem, apresentou efeitos mais duradouros. O estudo conclui que a senhoriagem, apesar de gerar o ônus do imposto inflacionário, tem impacto no financiamento do setor público e apresenta valores mais significativos em períodos de baixa do PIB.

Palavras-chave: Senhoriagem; Imposto Inflacionário; Setor Público.

ABSTRACT

An assessment of the impact of seigniorage on Brazilian public sector financing was carried out between January 2005 and December 2023. The study carried out a data collection and a situational analysis of the indicators studied on the time series obtained by the research to infer the role of seigniorage in a recent scenario in Brazil. For seigniorage, data on variation in the monetary base in relation to its previous period were used. The conjunctural analysis included the data series on seigniorage, inflation tax, and seigniorage in relation to Federal Revenue collections. The monetary policy analysis was carried out using the interest rate data series. Seigniorage presented volatile values in its series both in real values and in relation to GDP, and in relation to Revenue collection, totaling an average of R\$ 2.55 billion for the first, 0.38% for the second, and 1.84% for the third. There were, however, specific periods, such as during the height of the economic impacts of the Covid-19 pandemic, when the seigniorage recorded significant values concerning other periods, with maximum amounts of R\$ 59.27 billion in real values in July 2020, 7.26% in relation to GDP in July 2020 and 43.40% of Revenue in May 2020. The inflation tax averaged R\$ 1.71 billion for the series studied and, despite being correlated to seigniorage, showed longer-lasting effects. The study concludes that seigniorage, despite generating the burden of inflation tax, has an impact on public sector financing and presents more significant values in periods of lower GDP.

Keywords: Seigniorage; Inflationary Tax; Public Sector.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Taxa de Juros – Selic Acumulada no Mês Anualizada Base 252 (% a.a.) de Janeiro de 2005 a Dezembro de 2010	22
Figura 2 – Taxa de Juros – Selic Acumulada no Mês Anualizada Base 252 (% a.a.) de Janeiro de 2011 a Agosto de 2016	23
Figura 3 – Taxa de Juros – Selic Acumulada no Mês Anualizada Base 252 (% a.a.) de Setembro de 2016 a Dezembro de 2018	24
Figura 4 – Taxa de Juros – Selic Acumulada no Mês Anualizada Base 252 (% a.a.) de Janeiro de 2019 a Dezembro de 2022	25
Figura 5 – Taxa de Juros – Selic Acumulada no Mês Anualizada Base 252 (% a.a.) de Janeiro de 2023 a Dezembro de 2023	26
Figura 6 – Senhoriagem (R\$ milhões) de Janeiro de 2005 a Dezembro de 2010	28
Figura 7 – Senhoriagem (R\$ milhões) de Janeiro de 2011 a Agosto de 2016	29
Figura 8 – Senhoriagem (R\$ milhões) de Setembro de 2016 a Dezembro de 2018	30
Figura 9 – Senhoriagem (R\$ milhões) de Janeiro de 2019 a Dezembro de 2022	31
Figura 10 – Senhoriagem (R\$ milhões) de Janeiro de 2023 a Dezembro de 2023	32
Figura 11 – Senhoriagem em Relação ao PIB (%) de Janeiro de 2005 a Dezembro de 2010	34
Figura 12 – Senhoriagem em Relação ao PIB (%) de Janeiro de 2011 a Agosto de 2016	35
Figura 13 – Senhoriagem em Relação ao PIB (%) de Setembro de 2016 a Dezembro de 2018	36
Figura 14 – Senhoriagem em Relação ao PIB (%) de Janeiro de 2019 a Dezembro de 2022	37
Figura 15 – Senhoriagem em Relação ao PIB (%) de Janeiro de 2023 a Dezembro de 2023	38
Figura 16 – Imposto Inflacionário (em R\$ bilhões) de Janeiro de 2005 a Dezembro de 2010	39
Figura 17 – Imposto Inflacionário (em R\$ bilhões) de Janeiro de 2011 a Agosto de 2016	40
Figura 18 – Imposto Inflacionário (em R\$ bilhões) de Setembro de 2016 a Dezembro de 2018	42
Figura 19 – Imposto Inflacionário (em R\$ bilhões) de Janeiro de 2019 a Dezembro de 2022	43
Figura 20 – Imposto Inflacionário (em R\$ bilhões) de Janeiro de 2023 a Dezembro de 2023	44
Figura 21 – Senhoriagem em Relação a Arrecadação (%) de janeiro de 2005 a dezembro de 2010	46

Figura 22 – Senhoriagem em Relação a Arrecadação (%) de Janeiro de 2011 a Agosto de 2016.....	47
Figura 23 – Senhoriagem em Relação a Arrecadação (%) de Setembro de 2016 a Dezembro de 2018.....	48
Figura 24 – Senhoriagem em Relação a Arrecadação (%) de Janeiro de 2019 a Dezembro de 2022.....	49
Figura 25 – Senhoriagem em Relação a Arrecadação (%) de Janeiro de 2023 a Dezembro de 2023.....	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Senhoriagem (R\$ bilhões) a Valores Constantes de Dezembro de 2023 Corrigidos pelo IPCA de 2005 a 2023.....	27
Tabela 2 – Senhoriagem em relação ao PIB (%) a Valores Constantes de Dezembro de 2023 Corrigidos pelo IPCA de 2005 a 2023.....	33

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	15
2.1	SENHORIAGEM	15
2.2	IMPOSTO INFLACIONÁRIO.....	17
2.3	RECEITA DA SENHORIAGEM E FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO	18
3	RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	20
3.1	POLÍTICA MONETÁRIA E TAXA DE JUROS	21
3.2	SENHORIAGEM	26
3.3	IMPOSTO INFLACIONÁRIO.....	38
3.4	PARTICIPAÇÃO DA SENHORIAGEM NA ARRECADAÇÃO DO GOVERNO...	45
4	CONSIDERAÇÕES FINAIS	51
	REFERÊNCIAS.....	53

1 INTRODUÇÃO

A senhoriagem é um conceito constantemente discutido na literatura econômica. Enquanto algumas vertentes criticam o lucro do banco central (BC) com a emissão de moeda, outras apontam a senhoriagem como uma importante fonte de financiamento governamental, sendo este um dos mais recorrentes argumentos para o governo proteger o seu monopólio de emissão monetária (Jaloretto, 2005).

O termo ‘senhoriagem’, que surgiu ainda na idade média para caracterizar a taxa paga à casa de moeda feudal pelo direito de cunhar moedas a partir de ouro e prata, passou por mudanças de definição e conceito com o passar dos anos (Jaloretto, 2005). Sendo primariamente uma prática exclusivamente privada, com o soberano exercendo seu direito de definir as características das moedas cunhadas, estabelecendo tipo, peso e pureza e gerando a distinção entre valor de face e valor intrínseco ao metal, a senhoriagem evoluiu para contemplar o fato de a moeda não apresentar mais a dualidade de dinheiro e mercadoria. Como o uso da moeda passou a ser fundamentado na confiança, a senhoriagem não figura mais uma definição universal adotada por toda a literatura, ora sendo definida como o lucro do governo resultante da emissão monetária, ora como a receita derivada do monopólio desta emissão (Jaloretto, 2005). Ainda outra definição coloca a senhoriagem como o recebimento de recursos legais obtidos por autoridades públicas imprimindo moeda ou fazendo os bancos manterem depósitos no BC (Gros, 2004).

Os procedimentos de operação do Banco Central do Brasil (BCB) podem liberar a autoridade fiscal para utilização livre do financiamento inflacionário dos déficits. A autoridade fiscal tem o poder de decidir os níveis de gasto do déficit público e, através do BCB, gerar receitas para financiar os déficits. Considerando então que um típico banco central desempenha as funções de gestor de política monetária e supervisor do sistema financeiro, este pode ser remunerado pela receita oriunda da senhoriagem, assim como pela cobrança de taxas e multas ou pela receita advinda da imposição de requerimentos de reservas sobre os passivos das instituições financeiras, significando o comando na produção de senhoriagem pelo Tesouro Nacional (Pastore, 1997).

A senhoriagem, no entanto, implica em um aspecto dual em sua execução. Enquanto a senhoriagem positiva pode significar uma parcela da arrecadação do Tesouro, seu ônus consiste na transferência inflacionária para a população. O imposto inflacionário é definido como a diminuição do poder de compra da moeda que, enquanto beneficia o BC, penaliza a população pelo fato de a moeda render juros nominais nulos, significando que a emissão de

moeda que gera senhoriagem gera também um efeito inflacionário (Cysne, 1994).

Para Cysne (1994), o imposto inflacionário implica em duas principais problemáticas: a arbitrariedade e a camuflagem. A arbitrariedade se dá por ser um imposto sem qualquer legislação que o tenha instituído. A problemática da camuflagem, por sua vez, pelo imposto não gerar operação de arrecadação por ser um ganho de capital. A autoria deste processo cabe exclusivamente ao BC, sendo este o único com o poder de aumentar continuamente a oferta dos meios de pagamento e não aos bancos comerciais. Cysne (1994) define este processo como “transferência de renda do setor não bancário para o setor bancário.”

O estudo de Jaloretto (2005) aponta que a senhoriagem desempenhou um papel determinante no financiamento dos gastos públicos entre 1965 e 2004 no Brasil. No período de análise, o maior volume de senhoriagem foi em 1990 (5,58% do PIB no critério de senhoriagem monetária), ano em que a inflação, medida pelo IGP-DI, apresentou uma taxa 1.476,70% a.a. O ápice inflacionário da série foi em 1993, com uma taxa de 2.708,39% a.a. Este ano anotou uma senhoriagem de 2,82% no critério monetário. Os anos que seguiram a estabilização dos preços de 1994 por conta do plano real até 2004 apresentaram uma média de senhoriagem como proporção do PIB de 0,5% ao ano.

Ao se observar ainda os dados mensais da base monetária fornecidos pelo BCB, Jaloretto (2005) concluiu que uma maximização de senhoriagem no Brasil resultaria em um nível de inflação notoriamente alto, tornando inviável o aumento deliberado de senhoriagem como uma política de arrecadação de financiamento do setor público.

A dissertação que serviu de base para o presente trabalho foi a ‘Senhoriagem e Financiamento do Setor Público’, publicada por Cláudio Jaloretto em 2005, que estuda os valores de senhoriagem até 2004. Desta forma, este trabalho visa avaliar o impacto da senhoriagem no financiamento do setor público brasileiro no período entre 2005 e 2023. O objetivo geral é concluído através da realização das seguintes atividades específicas:

- a) Revisar a bibliografia macroeconômica que contempla o conceito de senhoriagem e suas propriedades no financiamento do setor público;
- b) Medir a senhoriagem em valores reais e em relação ao PIB;
- c) Determinar a magnitude da receita da senhoriagem para com a arrecadação do governo;
- d) Apontar a relação entre variação da base monetária e imposto inflacionário no Brasil durante os mandatos presidenciais vigentes no período estudado.

No capítulo 2, será efetuada a revisão bibliográfica sobre os temas do trabalho, incluindo os conceitos de senhoriagem, imposto inflacionário e a relação da receita da senhoriagem e o financiamento do setor público. O capítulo 3 abordará os dados utilizados na pesquisa e o capítulo 4 apresenta as conclusões do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção é uma revisão de pesquisas e discussões de outros autores sobre os temas analisados no trabalho. Desta forma, o capítulo tem por objetivo verificar fontes teóricas que abordam o tema do trabalho para contextualizar e embasar o estudo. Esta seção está segmentada em três partes. A primeira trata da senhoriagem em sua definição e abordagens. A segunda parte da seção é sobre o imposto inflacionário, contemplando sua definição e as diferentes vertentes de estudo sobre o assunto originadas das diferentes abordagens ao conceito. Por fim, o último segmento aborda a receita da senhoriagem e o financiamento do setor público em uma breve discussão sobre estudos anteriores que abordaram o papel da senhoriagem no financiamento do setor público.

2.1 SENHORIAGEM

Historicamente, a senhoriagem se refere à diferença entre o valor de face de uma moeda e o seu custo de produção e cunhagem. Como o papel é utilizado na impressão da maior parte da moeda física em poder do público, os custos de produção de uma moeda de uma economia moderna são praticamente nulos, se considerados os altos valores de face que nessa moeda podem ser cunhados. Desta forma, imprimir dinheiro pode ser uma atividade altamente lucrativa, atividade esta que, no caso da maioria das economias, como a brasileira, é regulada e monopolizada pelo Estado (Buiter, 2007).

Segundo Jaloretto (2005, p. 9):

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.

A senhoriagem é, por vezes, definida como o lucro obtido pelo governo através da emissão monetária e ora pela receita derivada do monopólio de emissão de moeda detida pelo governo (Jaloretto, 2005). Outra definição amplamente aceita nas discussões modernas sobre a senhoriagem é a que a caracteriza como o recebimento de recursos reais que autoridades públicas recebem imprimindo moeda ou forçando bancos a manter depósitos no banco central (Gros, 2004).

A bibliografia econômica especializada no conceito da senhoriagem aceita, tradicionalmente, três formas de se medir a senhoriagem. Sendo elas: a senhoriagem

monetária, que significa a variação nominal da base monetária ou, o ganho obtido pela multiplicação da taxa de crescimento do estoque nominal de moeda pelo valor da base monetária real; o conceito de imposto inflacionário, obtido pela multiplicação da taxa de inflação pelo valor da base monetária real e o custo de oportunidade da senhoriagem, dado pela taxa de juros nominal multiplicada pela base monetária real (Jaloretto, 2005).

A senhoriagem monetária é a abordagem da senhoriagem que a define como a variação da base monetária entre dois períodos t . O cálculo desta definição consiste no valor da base monetária do período anterior subtraída do valor da base monetária no período atual, conforme equação (1):

$$SM_t = \Delta M_t = M_t - M_{t-1} \quad (1)$$

onde SM_t = Senhoriagem monetária; ΔM_t = variação da base monetária; M_t = base monetária do período t ; M_{t-1} = base monetária do período anterior (Jaloretto, 2005).

Para fins de mensuração em relação ao produto, é possível medir a senhoriagem como proporção do PIB em um indicador em unidade percentual, conforme a equação (2), utilizada por Jaloretto (2005):

$$\frac{SM_t}{Y} = \frac{\Delta M_t}{Y} = \frac{M_t - M_{t-1}}{Y} \quad (2)$$

onde Y representa o produto.

O imposto inflacionário, definido como o imposto transferido à população como a consequência da emissão de moeda por autores como Cysne (1994), é considerado um sinônimo da senhoriagem por Jaloretto (2005), sendo uma das três definições abordadas pelo autor. Sua obra define o imposto inflacionário como a multiplicação da taxa de inflação pelo valor da base monetária, conforme a seguinte equação (3):

$$IMP.INFLAC. = \pi.M \quad (3)$$

onde π = taxa de inflação; M = valor da base monetária.

O conceito de custo de oportunidade da senhoriagem, por sua vez, é a taxa de juros multiplicada pela base monetária. Esta relação representa os juros auferidos pelo investimento dos recursos obtidos através da emissão de moeda em ativos que rendem juros (Buiter, 2007)

e pode ser quantificada pela seguinte equação (4):

$$S \text{ CUSTO DE OPORTUNIDADE} = i \cdot M \quad (4)$$

onde S = senhoriagem de custo de oportunidade; i = taxa de juros e M = base monetária (Jaloretto, 2005).

A escolha do critério depende do entendimento de qual é a função desempenhada pela moeda na economia ou o que representa a moeda para o emissor e para o detentor. Se considerar-se que a moeda emitida não é um passivo do governo, logo, que a moeda só é resgatável por ela mesma, então o conceito de senhoriagem monetária é o mais adequado; no entanto, se considerarmos que a moeda é um passivo do governo e que ela tem a possibilidade de ser resgatada, o conceito adequado então é o de senhoriagem custo de oportunidade (Jaloretto, 2005). Para o trabalho, a definição de senhoriagem adotada será aquela apresentada pelo conceito de senhoriagem monetária. O imposto inflacionário será considerado não como sinônimo de senhoriagem, mas como seu ônus.

2.2 IMPOSTO INFLACIONÁRIO

É perceptível, portanto, que há diferentes definições para a senhoriagem, ampliando a percepção dos olhares econômicos para este conceito tão antigo, mas de tamanha presença e importância no cenário público estatal. O consenso entre as vertentes que estudam a emissão monetária é a forte associação entre senhoriagem e imposto inflacionário, onde a senhoriagem seria o lucro do Estado obtido por meio da inflação, sendo esta uma forma de tributação em que a manutenção de um encaixe monetário gera um ônus, ou imposto que é passado para a população (Mankiw, 1987).

Embora o imposto inflacionário não seja uma operação deliberada e sim um resultado de uma combinação de medidas fiscais e monetárias, pondo em questionamento a utilização do termo “imposto” (Mackenzie, Stella, 1996), é notório que o conceito anda de mãos dadas com a senhoriagem, em vista que, na aplicação da emissão de moeda, ao quitar parte do seu déficit, o governo não será exposto imediatamente à inflação gerada por esta emissão. Este ônus, portanto, será repassado para o público (Mankiw, 1987).

Cysne e Coimbra-Lisboa (2004) definem o imposto inflacionário como uma transferência de renda por meio de juros reais negativos pagos pela base monetária em bônus do banco central e ônus do restante da população, incluindo pessoa física e pessoa jurídica,

que têm sua parcela da base monetária alocada em ativos. Estes autores elaboram uma visão mais determinista sobre o imposto inflacionário em relação a Mackenzie e Stella, postulando que este imposto é um processo ilegal e camuflado, que transfere a renda do setor não bancário (pessoa física e pessoa jurídica não bancária) para o setor bancário. A ilegalidade se dá pela ausência de legislação e a camuflagem pela ausência de operação de arrecadação (Cysne, 1994).

O Brasil historicamente apresentou altas taxas de inflação, com períodos notáveis em meados dos anos 60 e entre 1980 e 1994. Este último período foi permeado por uma severa e problemática estagnação econômica que seguiu uma crise da dívida externa localizada no início dos anos 80. É anotada nesse período uma forte correlação entre inflação e senhoriagem (Ayres, *et. al*, 2019).

2.3 RECEITA DA SENHORIAGEM E FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO

Como órgão condutor da gestão de política monetária e supervisão do sistema financeiro, o banco central pode obter remuneração originada da receita da senhoriagem e pela receita da imposição de critérios de reservas sobre passivos das instituições financeiras e esta imposição atua em quatro possíveis funções para o BC:

- a) Instrumento de política monetária utilizado no controle de demanda monetária;
- b) Fonte primária de liquidez no curto prazo;
- c) Preço a ser pago pelos serviços que o sistema financeiro desfruta do banco central;
- d) Restrição de carteira aos intermediários financeiros, criando demanda por base monetária, ou seja, uma fonte não inflacionária de senhoriagem.

Sendo as funções a), b) e d) estritamente relacionadas com a política monetária de arrecadação de senhoriagem (Rovelli, 1994).

O déficit público, por sua vez, apresenta dois diferentes conceitos: nominal e primário. Enquanto o primeiro considera os juros nominais pagos, o segundo desconsidera as despesas com juros (Jaloretto, 2005). A inclusão ou não de juros no conceito de déficit público, no entanto, não deve distrair a devida dimensão de cada uma das definições.

Pastore (1997) demonstra em seu trabalho que a senhoriagem explica a relação entre a dívida pública e períodos inflacionários. Nos anos de altas inflacionárias, o financiamento

inflacionário anulava o crescimento explosivo da dívida pública, mas apenas em escala federal, já que os estados não têm o poder de emitir moeda. Em 1994, na reforma monetária, onde a taxa de inflação declinou, a queda significativa das taxas de senhoriagem explicitou os efeitos que o déficit público tem sobre o aumento da dívida, que por sua vez teve o crescimento acelerado.

O trabalho de Jaloretto (2005), que analisa uma série de senhoriagem de 1965 até 2004, conclui que no período de análise, o maior valor anotado de senhoriagem ocorreu em 1990 (5,58% do PIB pelo critério de senhoriagem monetária) ano em que a taxa de inflação atingiu 1.476,70%. O ápice inflacionário da série ocorreu em 1993 (variação de 2.708,39%), onde a arrecadação de senhoriagem correspondeu a 2,82% do PIB. Apesar de não ser o maior valor da série, foi significativamente maior que a média de 0,50% do PIB para os anos subsequentes à estabilização de 1994.

Os dados apresentados para o período estudado por Jaloretto (2005) também sugerem que o ponto máximo de senhoriagem para o Brasil estaria situado em um alto nível de inflação. A origem deste comportamento pode ter sido, de um lado, do processo de indexação por qual a economia brasileira passou no regime inflacionário, permitindo um ajustamento veloz das carteiras dos agentes econômicos de forma a minimizar o custo de manutenção de encaixes monetários. Do outro lado, o processo de aceleração inflacionária induziu o governo a diminuir os períodos de prazo entre a data de geração dos impostos e a data de recolhimento destes, reduzindo o efeito Olivera-Tanzi e, com isso, possibilitando o deslocamento do ponto de máximo da arrecadação da senhoriagem (Jaloretto, 2005).

3. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Esta seção apresenta e analisa os dados obtidos na pesquisa, assim como sua relação com a literatura apresentada e as implicações para o tema. Os dados levantados pela pesquisa de forma bruta configuram os resultados, enquanto a discussão é definida pela análise que contextualiza os dados conforme os objetivos do trabalho.

Este capítulo tem o objetivo de analisar a participação e o impacto da senhoriagem no financiamento do setor público entre janeiro de 2005 e dezembro de 2023. Foram contemplados os indicadores: senhoriagem em valores correntes R\$, medidos com valores brutos da base monetária; senhoriagem como proporção do PIB em unidade percentual medida com os dados brutos da base monetária e do produto; imposto inflacionário em valores correntes R\$; participação da senhoriagem na arrecadação da Receita Federal em unidade percentual medida com os dados brutos da base monetária e da arrecadação. Os dados foram analisados em cinco recortes de período: janeiro de 2005 a dezembro de 2010; janeiro de 2011 a agosto de 2016; setembro de 2016 a dezembro de 2018; janeiro de 2019 a dezembro de 2022; janeiro de 2023 a dezembro de 2023. Cada um desses segmentos representa um mandato presidencial.

A determinação da magnitude da senhoriagem como proporção do PIB foi realizada através do levantamento de dados anuais (em tabela) e mensais (em gráfico). Os dados da senhoriagem em valores reais, da senhoriagem como proporção da arrecadação governamental e do imposto inflacionário, foram analisados por meio de dados mensais (em gráfico). Para incorporar no estudo o olhar da política monetária durante o período contemplado, foram analisados os dados de taxas de juros mensais através da taxa Selic acumulada no mês anualizada base 252, disponibilizados no site de Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil.

Para a senhoriagem, foram considerados os números de variação da base monetária (saldo em final de período sazonalmente ajustado) entre o período e seu relativo período anterior ($t-t_1$) conforme o método utilizado por Buitier (2007) em dados disponibilizados pelo site de séries especiais (SGS) do Banco Central do Brasil. A equação (1) foi utilizada para medir o indicador, enquanto a equação (2) foi a base de medida para o indicador em relação ao produto. Foi feita também a análise de senhoriagem em relação ao produto, a fins de comparação com o indicador macroeconômico, onde este foi incorporado ao estudo como a variável do Produto Interno Bruto (PIB), disponibilizada pelo Banco Central do Brasil, no site de séries temporais especiais (SGS) em unidade de porcentagem de SM/Y .

Os dados anuais de senhoriagem consideram a soma das senhoriagem mensais do ano.

Para a arrecadação governamental, foram considerados os dados de arrecadação das receitas federais em receita bruta, disponibilizados pelo Ministério da Economia, Secretaria da Receita Federal no site da Receita Federal. A proporção da senhoriagem para com a arrecadação do governo permite, em alinhamento com a consulta bibliográfica, uma conclusão sobre a magnitude do indicador em foco.

A série de imposto inflacionário, por sua vez, utiliza dados mensais do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), disponibilizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor (IBGE/SNIPC) no site do IBGE. Para o cálculo do imposto inflacionário, a metodologia utilizada foi a de Jaloretto (2005), que adaptou o método originalmente utilizado por Friedman (1942) para o conceito representado pela equação (3), multiplicando a taxa de inflação pela base monetária.

Os indicadores da base monetária, do PIB e da arrecadação das receitas federais foram deflacionados, utilizando-se o IPCA no cálculo do deflator. O deflator foi calculado atribuindo o valor de base 1 para o período mais recente da série (dezembro de 2023), com os demais valores representando o coeficiente entre o deflator e a variação de preços em relação a base 1, ambos do período seguinte.

A avaliação das relações entre a senhoriagem e a inflação, representada pelo imposto inflacionário e a relação entre senhoriagem e financiamento do setor público, representada pelo quociente entre a variação da base monetária e a arrecadação da Receita Federal, incorporam a análise conjuntural da série de dados desses indicadores.

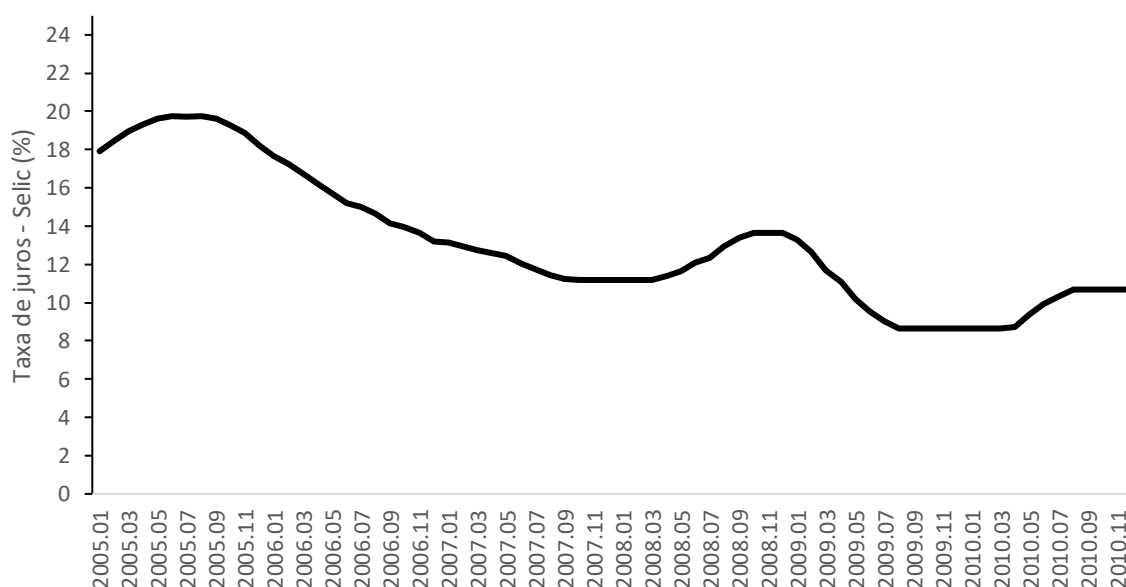
3.1 POLÍTICA MONETÁRIA E TAXA DE JUROS

Quando há dominância fiscal, as políticas monetárias se tornam passivas e atuam apenas em reação às políticas fiscais. Nesse caso, a autoridade monetária é forçada a gerar receita de senhoriagem para equilibrar as contas do governo (De Mendonça; Moreira; Sachsida, 2017). Para se ter um olhar legítimo da política monetária como ferramenta geradora da senhoriagem, é necessária a abordagem da taxa de juros, instrumento utilizado pelo Banco Central para controlar a expansão ou contração da demanda por moeda.

O primeiro recorte estudado da taxa de juros inicia em janeiro de 2005, seguindo o período estudado por Jaloretto, que termina em 2004, terminando em dezembro de 2010 e contemplando os últimos dois anos do primeiro mandato do presidente Luís Inácio “Lula” da

Silva, assim como a totalidade do seu segundo mandato. A série dos dados pode ser observada na Figura 1.

Figura 1 – Taxa de Juros – Selic Acumulada no Mês Anualizada Base 252 (% a.a.) de Janeiro de 2005 a Dezembro de 2010



Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

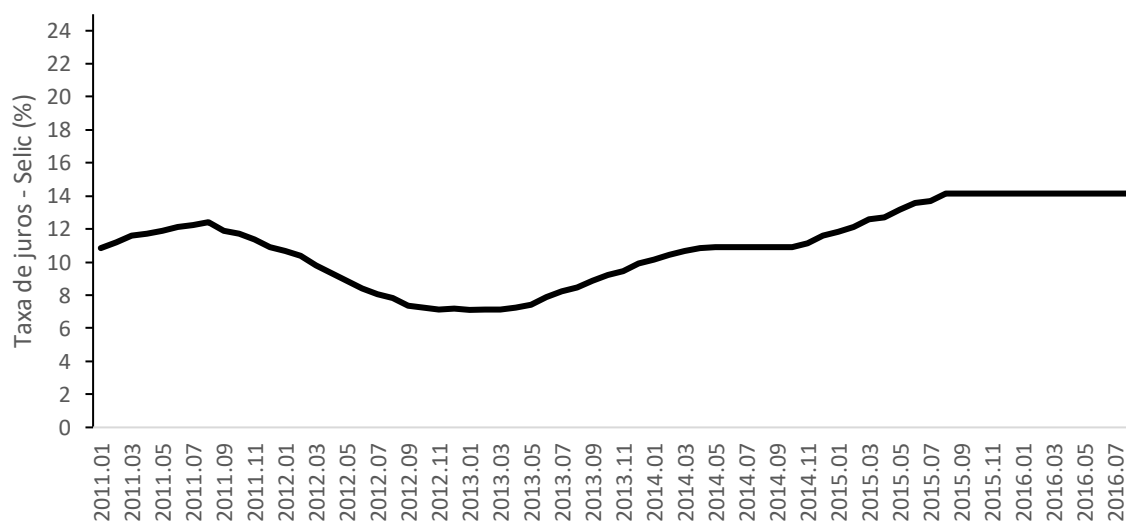
Nota-se, para o primeiro recorte, que há uma tendência de queda da taxa de juros entre os anos de 2005 e 2007. A série começa com 17,93% em janeiro de 2005, atinge o ápice do recorte em agosto de 2005 com 19,75% e mantém uma tendência de queda até março de 2008, quando anotou 11,18%. Esta tendência de diminuição se deu pela valorização do real e pela queda dos preços agrícolas e de combustíveis (Silva, 2017).

Em 2008, o Brasil é afetado pela crise financeira internacional iniciada pela crise do *subprime* no mercado imobiliário norte-americano, aumentando então a inflação e, consequentemente, a taxa de juros em uma tendência de crescimento que perdura até outubro de 2008, período que anotou uma taxa de 13,66% (Silva, 2017).

A Selic volta a apresentar uma tendência de queda em 2009 que perdura até março de 2010 na baixa da série (8,65%). Após esse período, a série apresenta um movimento crescente até o fim do recorte, que teve média de 13,10%.

A Figura 2 ilustra a série de dados da taxa de juros entre janeiro de 2011 e agosto de 2016, abrangendo a totalidade do primeiro mandato da ex-presidente Dilma Rousseff e o segundo até o processo de *impeachment*.

Figura 2 – Taxa de Juros – Selic Acumulada no Mês Anualizada Base 252 (% a.a.) de Janeiro de 2011 a Agosto de 2016



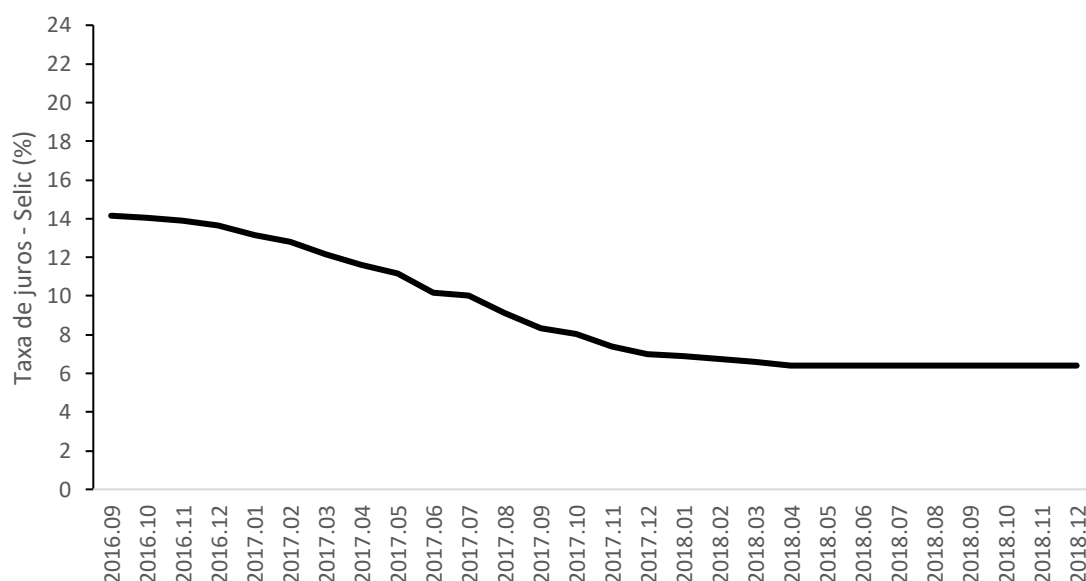
Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

A série inicia com uma tendência de crescimento remanescente do segundo mandato do presidente Lula, perdurando até agosto de 2011, que anotou a taxa de 12,42%. A elevada taxa de juros interna em relação à externa estava prejudicando a tentativa de contenção do crédito por parte do governo (Silva, 2017). Após o governo não obter eficácia ao aumentar a cobrança do Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF) sobre os empréstimos no exterior, a Selic passa a apresentar uma tendência decrescente até janeiro de 2013, na baixa do recorte de 7,11%.

Em um período de altas taxas de inflação, o governo Dilma obteve pouco sucesso na contenção do aumento de preços, mas em uma combinação de políticas de câmbio e juros (Silva, 2017), a taxa Selic entrou em um movimento crescente que perdurou até o fim do mandato da então presidente. O recorte teve média de 10,95%.

Após o *impeachment* de Dilma Rousseff em agosto de 2016, o então vice-presidente Michel Temer assume o cargo. Seu mandato se estendeu até dezembro de 2018 e a série de dados da taxa de juros durante este período pode ser observada na Figura 3.

Figura 3 – Taxa de Juros – Selic Acumulada no Mês Anualizada Base 252 (% a.a.) de Setembro de 2016 a Dezembro de 2018



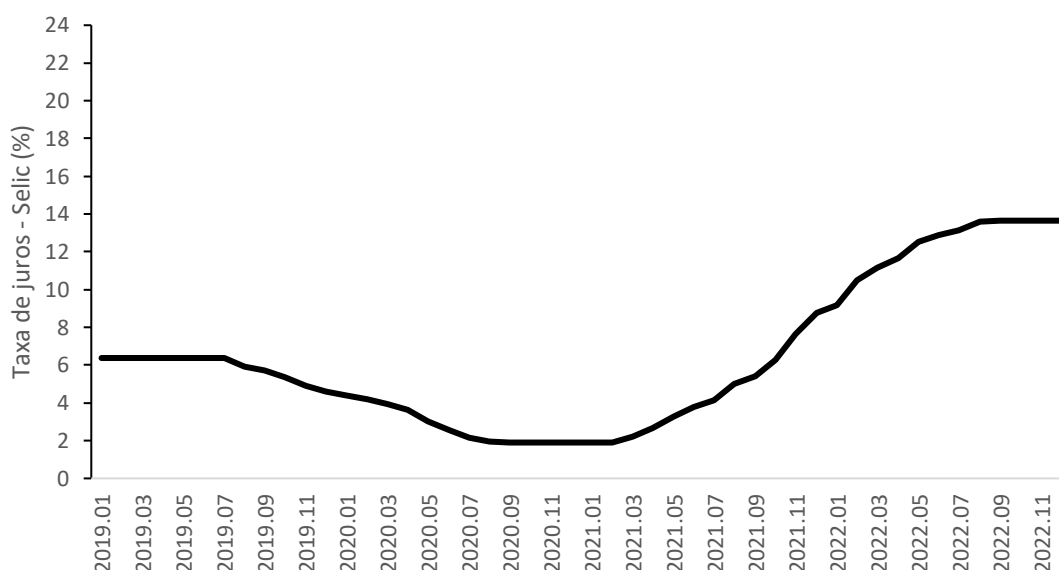
Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

Para os dois anos e quatro meses de mandato, nota-se na série que a principal tendência da Selic foi decrescente. Michel Temer assume a presidência do país em um contexto de crise econômica e insatisfação popular herdadas do governo Dilma, com as maiores taxas de inflação desde o período anterior ao plano real (Oreiro, Paula, 2019). O controle da inflação foi então uma das prioridades. Medidas como a liberação do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), foram utilizadas na tentativa de reanimar a economia do país (Oreiro, Paula, 2019).

Logo nos primeiros meses, a taxa de juros começa sua trajetória de redução. A série teve seu ápice em setembro de 2016 com 14,15% e a partir deste período, mantém uma tendência de queda até março de 2018. Até o fim do ano, a taxa se manteve constante em 6,40%, como forma de ajuste ao aumento dos preços causados pela greve dos caminhoneiros em maio de 2018 (Oreiro, Paula, 2019). O recorte teve média de 9,09%.

A taxa de juros durante o período do mandato de Jair Bolsonaro, situado entre janeiro de 2019 e dezembro de 2022, pode ser observada na Figura 4.

Figura 4 – Taxa de Juros – Selic Acumulada no Mês Anualizada Base 252 (% a.a.) de Janeiro de 2019 a Dezembro de 2022



Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

Jair Bolsonaro assume a presidência em janeiro de 2019 e o seu primeiro ano de mandato apresenta valores da taxa de juros constantes em 6,40% até julho e uma leve oscilação até dezembro. Seu segundo ano de mandato, porém, exigiu medidas mais drásticas quanto à determinação da Selic.

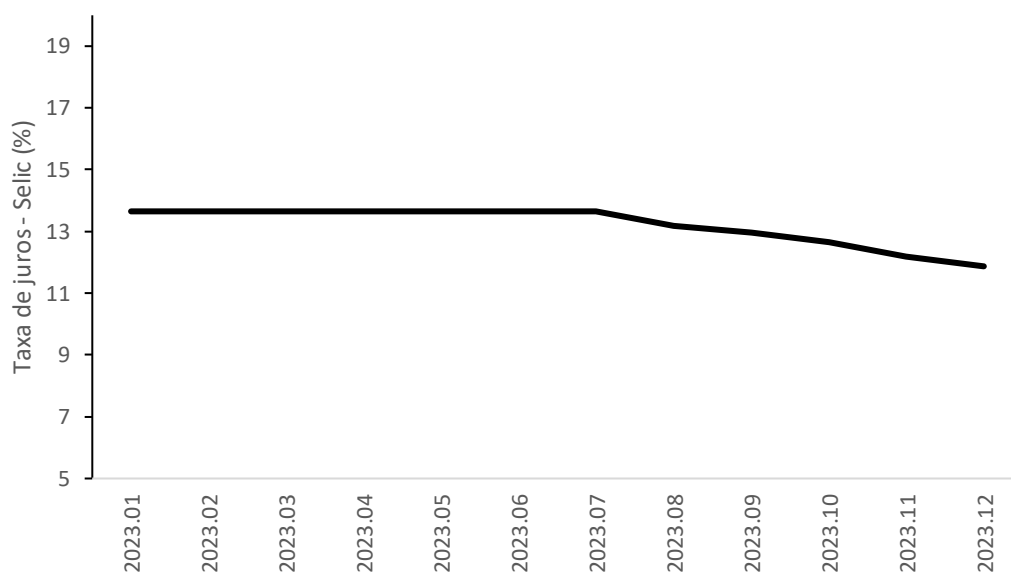
Com a proliferação da Covid-19 em nível mundial, os efeitos econômicos aparecem primeiramente nos países emergentes, pois os investidores dos demais países que possuem capital nessas nações em desenvolvimento, imediatamente fazem a retirada de parte desses recursos como resposta à incerteza gerada pela crise (Bianchin, Pagnussat, 2022).

Neste contexto, o Brasil se torna extremamente dependente de sua política interna para manter o mercado aquecido e conter a queda do produto. A política monetária torna-se então reativa a este cenário e o BCB passa a adotar uma notável queda na taxa de juros, reduzida até fevereiro de 2021, na baixa da série, anotando 1,90%.

Como visto em Bianchin e Pagnussat (2022), com os efeitos econômicos da pandemia diminuindo, a demanda passou a aumentar e o índice de preços voltou a atuar em um nível mais próximo ao natural. O BCB começou então a subir forte e repetidamente a taxa de juros, sob críticas de que teria demorado a fazê-lo em um cenário já de inflação. A taxa de juros passa a crescer em sequência até o ápice do recorte em setembro de 2022 (13,65%), taxa que permanece até o recorte seguinte. O recorte apresenta uma média de 6,39%.

O último recorte da série estudada da taxa de juros foi a do ano de 2023, em dados mensais que contemplam o primeiro ano do terceiro mandato do presidente Lula. A série pode ser observada no gráfico disposto na Figura 5.

Figura 5 – Taxa de Juros – Selic Acumulada no Mês Anualizada Base 252 (% a.a.) de Janeiro de 2023 a Dezembro de 2023



Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

Oscilando em um intervalo menor em comparação com os recortes anteriores, até mesmo por abordar apenas um ano, percebe-se para 2023 uma estabilidade da taxa de juros no passar dos meses, mantendo o valor de 13,65% até julho e diminuindo gradativamente até dezembro, quando anotou 11,87%. Com a média de 13,20%, o período se manteve em um patamar alto comparado aos dos demais recortes.

3.2 SENHORIAGEM

A Tabela 1 apresenta os dados anuais de senhoriagem em valores reais, corrigidos pelo IPCA. Anotando R\$ 29,89 bilhões em 2005, R\$ 48,55 bilhões em 2006 e R\$ 61,13 bilhões em 2007, os dados reduzem em valor significativamente em relação aos anos iniciais da série, com -R\$ 0,94 bilhões em 2008. A senhoriagem volta a aumentar em 2009 e 2010 e reduz novamente em 2011, com os dados variando em um intervalo menor nos parâmetros da série até 2014. 2015 volta a anotar um valor negativo (R\$ 11,66 bilhões) e o indicador oscila

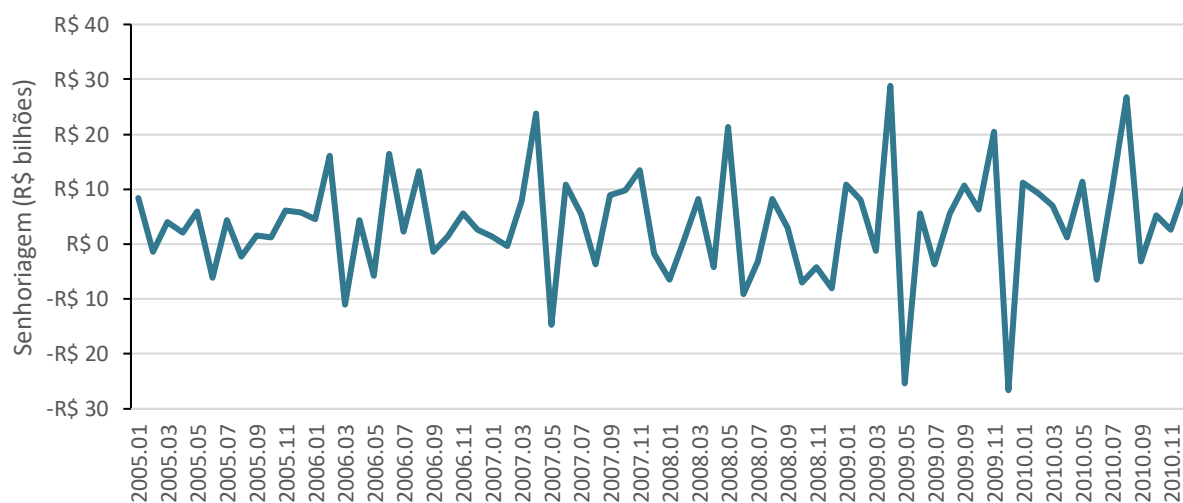
em uma escala relativamente contida até 2020. Este ano anotou uma senhoriagem de R\$ 115,19, o maior valor da série. Entre 2021 e 2023, os valores voltam a variar em um intervalo menor, com o maior valor dos últimos três anos estudados sendo em 2021 (R\$ 28,66 bilhões). A média do indicador foi de R\$ 30,57 bilhões.

Tabela 1 – Senhoriagem (R\$ bilhões) a Valores Constantes de Dezembro de 2023 Corrigidos pelo IPCA de 2005 a 2023

Data	SM (R\$ bilhões)
2005	29,89
2006	48,55
2007	61,13
2008	-0,94
2009	39,46
2010	85,02
2011	11,37
2012	35,21
2013	28,94
2014	24,53
2015	-11,66
2016	22,90
2017	37,56
2018	8,47
2019	21,62
2020	115,19
2021	28,66
2022	-6,89
2023	1,74

Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

A Figura 6 apresenta os dados de senhoriagem em valores reais no recorte entre janeiro de 2005 e dezembro de 2010, contemplando os dois últimos anos do primeiro mandato do presidente Lula e a totalidade do segundo.

Figura 6 – Senhoriagem (R\$ bilhões) de Janeiro de 2005 a Dezembro de 2010

Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

O primeiro recorte anotou uma grande oscilação e poucos valores de *outliers*, variando entre -R\$ 26,60 bilhões (abril de 2009) e R\$ 28,81 bilhões (dezembro de 2009). Nota-se que após cada pico, há uma queda proporcional que representa o ajuste da emissão de moeda em cada período como resposta à variação da demanda.

Apresentando valores significativos dentro dos parâmetros da série em fevereiro de 2006, abril de 2007, maio de 2008, abril de 2009 e agosto de 2010, o primeiro recorte anota uma característica adaptativa, apesar de relativamente contida, de políticas monetárias que corroboram com a tomada de decisões do BCB durante o segundo mandato do presidente Lula em reação às oscilações das taxas de inflação anotadas durante o período (Silva, 2017).

O primeiro recorte apresentou uma média de R\$ 3,65 bilhões e não apresentou tendência clara de crescimento ou diminuição do indicador. A constante oscilação, no entanto, corrobora com a política monetária constantemente fazendo adaptações reativas à aumentos de preços e à crise do *subprime* de 2008 em sua escala global, como foi possível observar na conjuntura da taxa de juros.

O segundo recorte da série de senhoriagem em valores reais aborda o período de janeiro de 2011 a agosto de 2016, que abrangem os dois mandatos da então presidente Dilma Rousseff, como se observa na Figura 7.

Figura 7 – Senhoriagem (R\$ bilhões) de Janeiro de 2011 a Agosto de 2016

Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

O segundo recorte varia em um intervalo maior que o do período anterior. Oscilando no intervalo entre -R\$ 28,86 bilhões (fevereiro de 2012) e R\$ 32,54 bilhões (janeiro de 2012), a série de dados teve uma característica mais volátil em comparação ao período anterior.

O recorte anotou uma média de R\$ 1,54 bilhões, significando que a senhoriagem diminuiu entre o governo Lula e o governo Dilma. Os valores de maior expressão dentro da série, no entanto, se encontram até outubro de 2013, onde a taxa de juros ainda se encontrava em um patamar baixo em comparação com os períodos seguintes (Silva, 2017), fazendo assim com que a maior demanda por moeda resultasse em maiores valores de senhoriagem.

Em 2014 começam a aparecer os sinais da crise político-econômica e neste cenário há um aumento significativo da inflação, o que gerou uma sequência de aumentos da Selic, como pode ser visto na série de dados da taxa de juros. Com uma alta taxa de juros e o produto interno em recessão, a demanda por moeda diminui e a senhoriagem passa a variar em um intervalo menor. Esta tendência perdurou até o *impeachment* de Dilma Rousseff.

Na Figura 8, é demonstrada a série de dados da senhoriagem durante o período de setembro de 2016 a dezembro de 2018, a totalidade do mandato de Michel Temer.

Figura 8 – Senhoriagem (R\$ bilhões) de Setembro de 2016 a Dezembro de 2018

Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

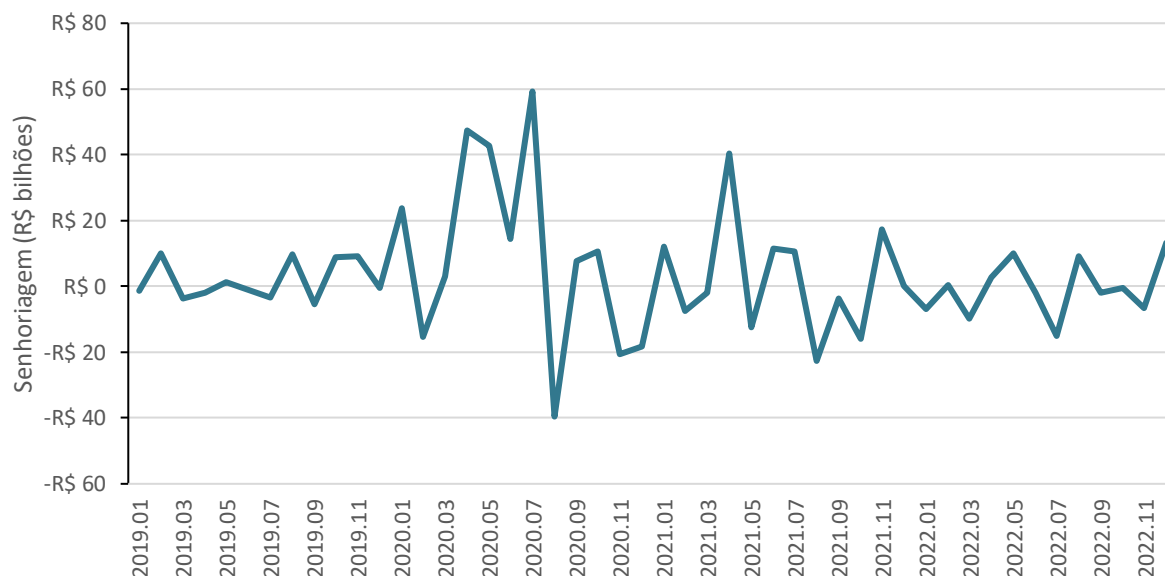
No recorte, nota-se a mudança no comportamento da variação do indicador durante o período. Apresentando uma média de R\$ 1,87 bilhões, O início do recorte é remanescente da senhoriagem do governo Dilma, conforme visto também na série da taxa de juros.

Os juros passam a reduzir como política proposta pelo BCB em dezembro de 2016 (Oreiro, Paula, 2019) e a demanda por moeda volta a aumentar, tendo resultado na senhoriagem, com a máxima do recorte em abril de 2017 (R\$ 36,22 bilhões). Os menores valores de senhoriagem deste segmento foram -R\$ 35,98 bilhões em março de 2017 e -R\$ 34,34 bilhões em maio do mesmo ano, ambos vizinhos do valor de máxima em abril.

A senhoriagem passa a reduzir a partir de junho de 2017 e mantém uma tendência mais estável em comparação às observações iniciais do segmento.

O período de diminuição da volatilidade da senhoriagem foi resultado da continuidade na queda da taxa de juros durante o governo Temer (Oreiro, Paula, 2019), que, como visto na série de dados da Selic, cessou a tendência de diminuição apenas em 2018. A variação da série da senhoriagem, no entanto, manteve uma movimentação semelhante à do ano de 2017.

O quarto recorte da série de senhoriagem contempla os dados de janeiro de 2019 a dezembro de 2022, abrangendo o mandato de Jair Bolsonaro. A Figura 9 ilustra os dados durante o período.

Figura 9 – Senhoriagem (R\$ bilhões) de Janeiro de 2019 a Dezembro de 2022

Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

O recorte relativo ao mandato do presidente Bolsonaro se inicia com uma oscilação semelhante às dos segmentos anteriores. A série anota uma média de R\$ 3,30 bilhões, máxima de R\$ 59,27 bilhões em julho de 2020 e mínima de -R\$ 39,57 bilhões em agosto de 2020. Conforme verificado na série de dados da taxa de juros, 2019 anota uma variação usual da Selic com uma breve tendência de diminuição. O primeiro semestre de 2020, no entanto, começa a apresentar os impactos da pandemia de Covid-19 causados na economia (Bianchin, Pagnussat, 2022).

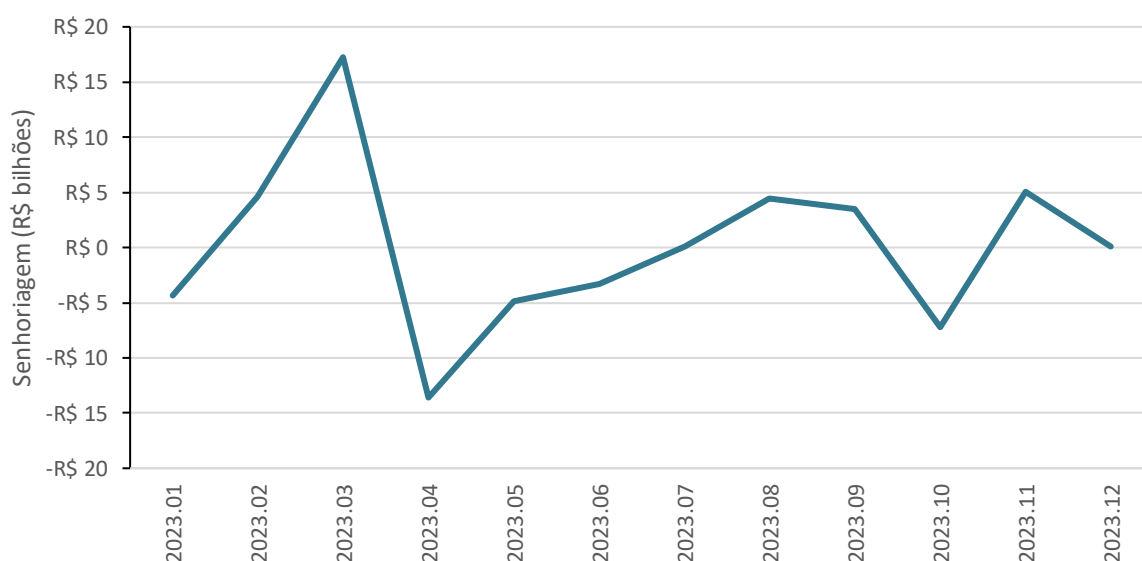
Conforme Bianchin e Pagnussat (2022), o Brasil, assim como os demais países emergentes, foi um dos primeiros a sofrer as reações à crise econômica gerada pelas restrições da Covid-19. Estando fortemente apoiado nas políticas internas, o Banco Central, então comandado por Roberto Campos Neto, passa a diminuir sucessivamente a taxa Selic. Além disso, como política de transferência de renda no intuito de aquecer a economia e combater a recessão, a partir de abril de 2020 é emitido o Auxílio Emergencial (Bianchin, Pagnussat, 2022). Esta medida exigiu um grande aumento da emissão de moeda, cujo reflexo pode ser observado no aumento notável da senhoriagem, que alcançou R\$ 59,27 bilhões em julho, a maior taxa não só do recorte, mas da série no todo.

Em agosto de 2020, a série anotou sua baixa com -R\$ 39,57 bilhões. Conforme visto nos demais recortes, a base monetária se ajusta entre um período e outro. Após outra alta em abril de 2021, os dados diminuem a oscilação. Com a forte política de emissão monetária e

um aumento na inflação iniciada ainda em 2020 (Bianchin, Pagnussat, 2022), vê-se na série da Selic que em 2021 iniciam-se sucessivos aumentos na taxa de juros, o que se reflete na diminuição dos valores de senhoriagem, que passam a responder a uma política monetária contracionista.

A Figura 10 ilustra o último segmento da série de senhoriagem, abordando o primeiro ano do atual mandato do presidente Lula, contemplando os dados de senhoriagem de janeiro de 2023 a dezembro de 2023.

Figura 10 – Senhoriagem (R\$ bilhões) de Janeiro de 2023 a Dezembro de 2023



Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

Anotando uma média de R\$ 0,15 bilhões, uma alta em março de R\$ 17,25 bilhões e uma baixa em abril de -R\$ 13,59 bilhões, a média da senhoriagem diminuiu e variou em um intervalo menor em comparação aos demais segmentos do indicador. Como visto na série de taxa de juros, o primeiro ano do atual mandato do presidente Lula apresentou uma Selic elevada em relação aos demais períodos, caracterizando uma política monetária mais contracionista, refletida nos menores valores de senhoriagem. Por se tratar apenas de um ano, não se pode analisar a senhoriagem do período como um representativo do todo do governo Lula.

Assim como na metodologia de Jaloretto (2005), para fins de comparação a um indicador macroeconômico, a senhoriagem foi mensurada em relação ao Produto Interno Bruto (PIB), representando o ganho ou perda oriunda da variação da base monetária como

proporção do produto.

Na Tabela 2 observam-se os dados anuais de senhoriagem como proporção do PIB em unidade percentual. Após anotar 1,30% em 2005, 2,20% em 2006 e 2,15% em 2007, o valor diminui significativamente em relação aos primeiros dois anos da série, anotando o primeiro valor negativo com -0,03% em 2008. Após aumentos do indicador em 2009 e 2010, os valores variaram em um intervalo menor (0,25% e 0,82%) entre 2011 e 2014, comparado ao intervalo dos primeiros anos da série. 2015 anota o valor negativo de -0,19% e retorna a variar em um intervalo menor até 2020, que teve uma senhoriagem representando 1,65% do PIB, primeiro valor maior que 1,00% desde 2010. Entre 2021 e 2023, os valores voltam a oscilar em um intervalo menor, com o maior valor dos últimos três anos estudados sendo 0,32% em 2021. A média do indicador no período foi de 0,77%.

Tabela 2 – Senhoriagem em relação ao PIB (%) de 2005 a 2023

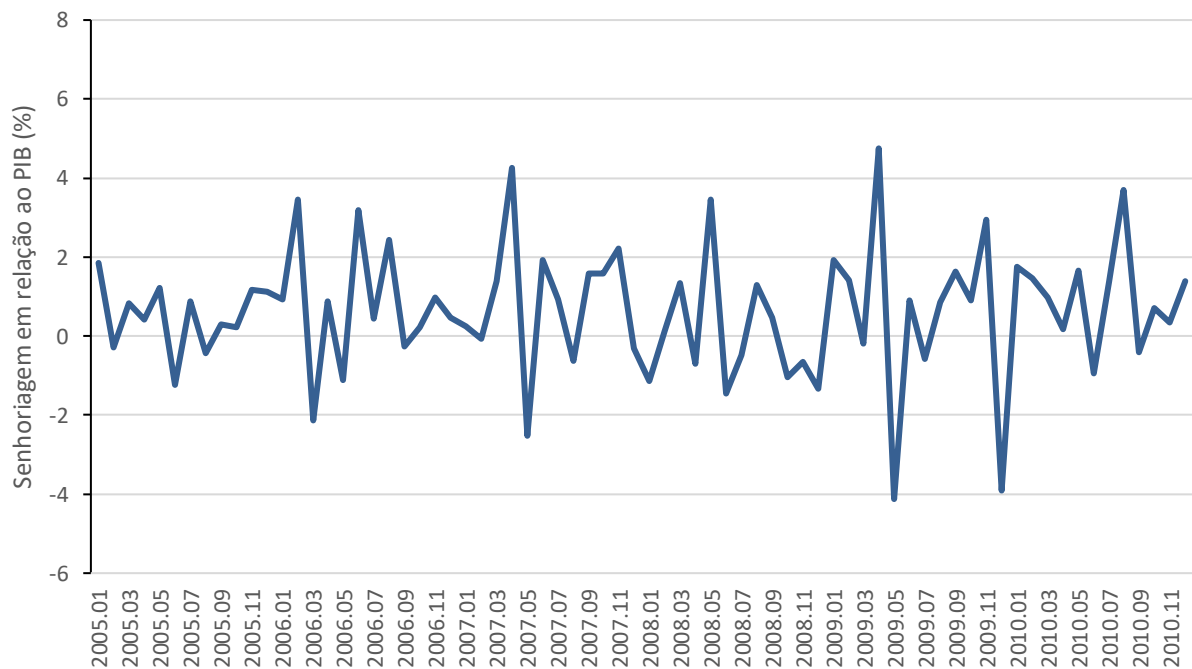
Data	SM/Y
2005	1,30
2006	2,20
2007	2,15
2008	-0,03
2009	1,12
2010	2,46
2011	0,25
2012	0,82
2013	0,51
2014	0,48
2015	-0,19
2016	0,39
2017	0,88
2018	0,13
2019	0,28
2020	1,65
2021	0,32
2022	-0,07
2023	0,02

Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

No primeiro recorte da série analisada, que contempla os dados de janeiro de 2005 a dezembro de 2010, como é possível observar na Figura 11, a primeira característica marcante do indicador é sua semelhança com o indicador em valores reais. Esta característica indica

uma proporcionalidade entre a senhoriagem e o PIB, cuja variação é acompanhada pela variação da base monetária. O primeiro recorte anota poucos períodos de aumento ou redução consecutivos de variação da base monetária.

Figura 11 – Senhoriagem em Relação ao PIB (%) de Janeiro de 2005 a Dezembro de 2010



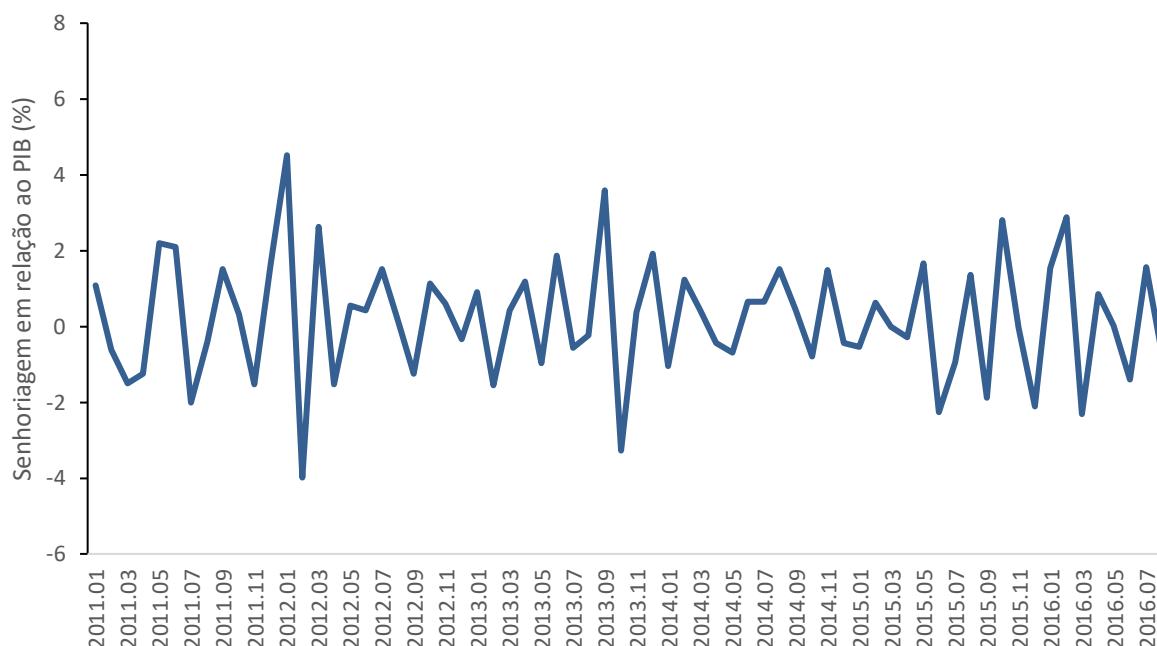
Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

O primeiro período apresentou poucos *outliers*, com a variação situada no intervalo entre -4,12% e 4,75% em relação ao PIB, com esses valores de máximo e mínimo encontrados em sequência nos meses de abril e maio de 2009. Nota-se que após cada pico, há uma queda proporcional que representa o ajuste da emissão de moeda em cada período como resposta à variação da demanda.

Apesar de participações significativas no PIB em fevereiro de 2006, abril de 2007, maio de 2008, abril de 2009 e agosto de 2010, têm-se para o primeiro período uma característica adaptativa e contida, que, conforme verificado na série de valores reais, reagiu à oscilação da taxa de inflação do período (Silva, 2017). O primeiro recorte apresentou uma média de 0,62% e não teve uma tendência clara de crescimento ou diminuição.

O segundo recorte da série de senhoriagem como proporção do produto abrange o período de janeiro de 2011 a agosto de 2016, totalizando os mandatos da presidente Dilma Rousseff e pode ser observado na Figura 12.

Figura 12 – Senhoriagem em Relação ao PIB (%) de Janeiro de 2011 a Agosto de 2016



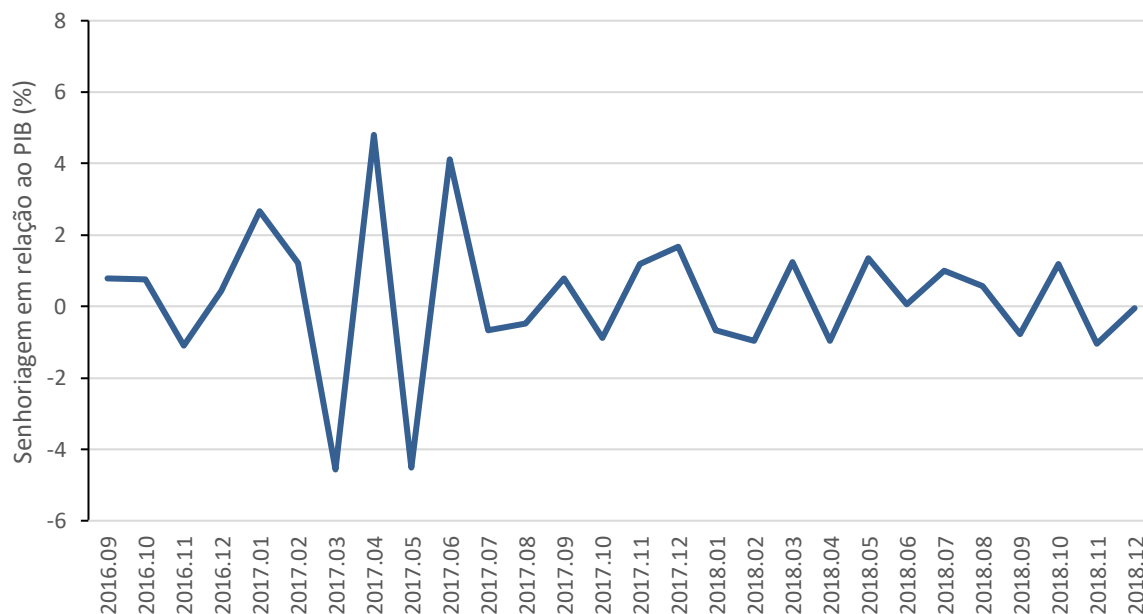
Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

Nota-se primeiramente que o segundo recorte oscila em um intervalo maior que o do anterior. Variando no intervalo entre -3,99% (fevereiro de 2012) e 4,52% (janeiro de 2012), a série de dados apresentou um comportamento mais volátil em comparação ao primeiro período.

Com média de 0,20%, percebe-se que a participação da senhoriagem no PIB diminuiu entre o governo Lula e o governo Dilma, já que o primeiro apresentou uma média de 0,64%. Sem tendência clara de aumento ou queda, conclui-se que a série operou em uma escala menor.

Os maiores valores anotados, no entanto, são anotados até outubro de 2013, com a baixa da taxa de juros resultando em um aumento pela demanda da moeda (Silva, 2017). A inflação passa a aumentar em 2014, gerando uma sequência de aumentos da Selic, como pode ser visto na série de dados da taxa de juros. Com o produto interno em recessão, a demanda por moeda diminui e a senhoriagem oscila em um espaço menor, em uma tendência que perdurou até o fim do recorte.

Na Figura 13, é representada a série de dados da senhoriagem durante o mandato de Michel Temer, que durou de setembro de 2016 a dezembro de 2018.

Figura 13 – Senhoriagem em Relação ao PIB (%) de Setembro de 2016 a Dezembro de 2018

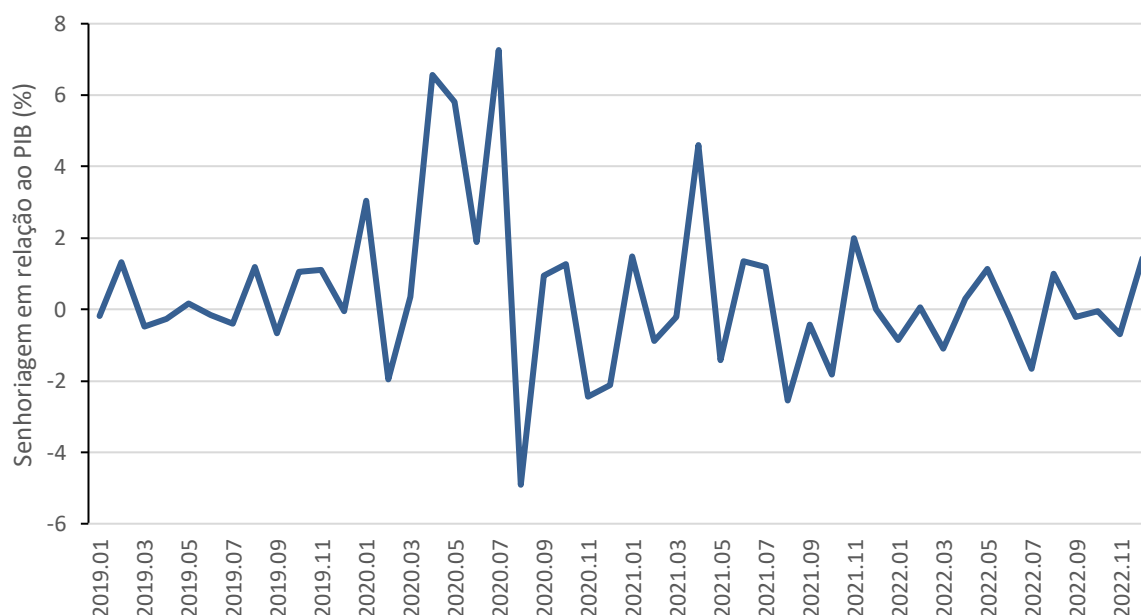
Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

Para o recorte analisado, percebe-se primeiramente a mudança na variação do indicador com o passar da série. Com uma média de 0,26%, a senhoriagem inicia o recorte ainda como reflexo do governo Dilma, como também verificado na série da taxa de juros.

Após a taxa de juros começar a reduzir como política proposta pelo BCB em dezembro de 2016 (Oreiro, Paula, 2019), a demanda por moeda volta a aumentar e o reflexo na senhoriagem pode ser observado no pico do recorte em abril de 2017, anotando 4,80%. As baixas da senhoriagem deste recorte permearam este período, com -4,57% em março de 2017 e -4,50% em maio deste mesmo ano.

Depois de mais um valor alto nos parâmetros da série em junho de 2017 (4,12%), a senhoriagem reduz sua oscilação e mantém uma tendência mais estável em comparação às primeiras observações do recorte. A senhoriagem segue reduzida em 2018, principalmente por conta do aumento dos juros que vieram como resposta ao aumento da inflação causada pela greve dos caminhoneiros (Oreiro, Paula, 2019), tal como observado na série de valores reais.

O quarto recorte da série de senhoriagem como proporção do PIB contempla os dados de janeiro de 2019 a dezembro de 2022, abordando o mandato completo de Jair Bolsonaro. O gráfico que ilustra os dados pode ser visto na Figura 14.

Figura 14 – Senhoriagem em Relação ao PIB (%) de Janeiro de 2019 a Dezembro de 2022

Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

Com média de 0,43%, máxima de 7,26% em julho de 2020 e mínima de -4,90% em agosto de 2020, o quarto recorte da série se inicia com uma oscilação similar às dos demais períodos. Como visto na série de dados da taxa de juros, 2019 apresenta uma oscilação comum da Selic com uma leve tendência decrescente. 2020, porém, já em seu primeiro semestre, começa a apresentar os impactos sofridos na economia pela pandemia da Covid-19 (Bianchin, Pagnussat, 2022).

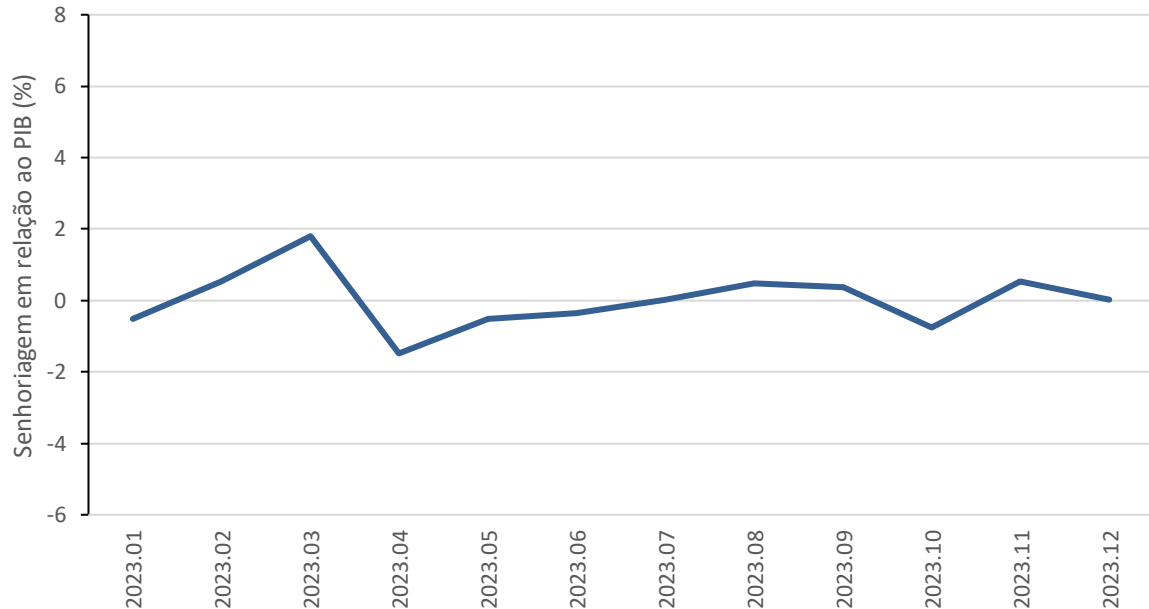
A partir de abril de 2020 é emitido o Auxílio Emergencial (Bianchin, Pagnussat, 2022). Esta política de transferência causou um aumento significativo da emissão de moeda, aumentando notavelmente a participação da senhoriagem, que alcançou 7,26% do PIB em julho, o ápice da série.

A baixa da série foi anotada logo em sequência, em agosto de 2020, com -4,90%. Como visto nos demais recortes, a base monetária se ajusta. Após outro alto valor em abril de 2021 (4,61%), a série retorna a variar em um intervalo menor. Seguindo o período de alta senhoriagem, a taxa de juros volta a aumentar na tentativa de conter os efeitos da inflação causada, fazendo assim com que a demanda por moeda diminuísse (Bianchin, Pagnussat, 2022). Desta forma, os valores de senhoriagem decrescem e o indicador passa a variar em uma escala menor até o fim do segmento, em 2022.

O último recorte da série de senhoriagem, ilustrado na Figura 15, engloba o primeiro ano do atual mandato do presidente Lula e contempla os dados de senhoriagem de janeiro de

2023 a dezembro de 2023.

Figura 15 – Senhoriagem em Relação ao PIB (%) de Janeiro de 2023 a Dezembro de 2023



Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

Com a média de 0,01% do PIB, uma alta em março de 1,80% e uma baixa em abril de -1,48%, a senhoriagem se manteve em uma média menor e variou em um intervalo mais curto em relação aos demais recortes dessa série.

Assim como na análise de valores reais, não se pode analisar a taxa do período como um representativo do todo do governo Lula. Observa-se para o período inicial, no entanto, que este primeiro ano apresentou uma taxa de juros elevada nos parâmetros dos demais períodos e esta política monetária mais contracionista tem reflexo na participação da senhoriagem no produto.

3.3 IMPOSTO INFLACIONÁRIO

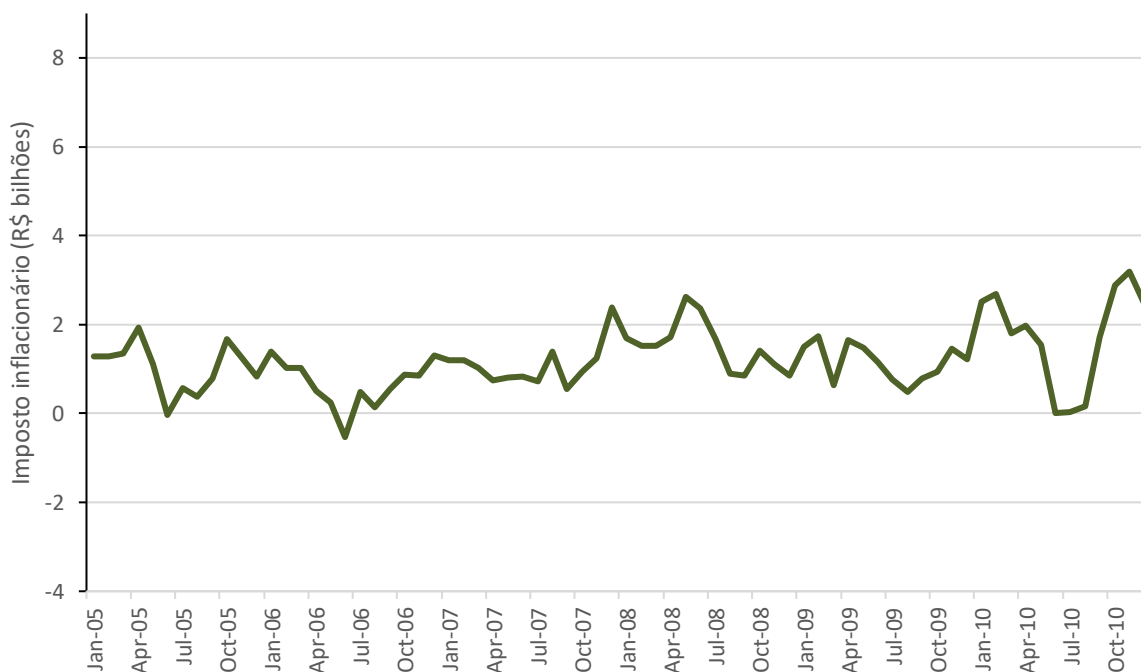
O imposto inflacionário, como definido por Cysne (1994), é a parte do ônus da operação de emissão da moeda que recai sobre as entidades não bancárias, somando pessoa física e jurídica. Ao imprimir moeda em um valor positivo em relação ao seu valor de produção, o banco central gera lucro, que por sua vez é transferido de alguma forma, sendo a mais comum o financiamento do setor público. Ao quitar suas dívidas com moeda recém-impressa, o governo não arca com a diminuição do valor da moeda causada pelo aumento da

base monetária, já que a inflação gerada por este movimento tem uma defasagem. Esta inflação, no entanto, recai sobre as entidades não bancárias, fazendo desta forma com que a desvalorização da moeda tenha sido imposta ao agente posterior pagar (Cysne, 1994).

Enquanto autores como Mackenzie e Stella (1996) defendem que o termo ‘imposto inflacionário’ seja equivocado por esta operação ser uma colateralidade da variação positiva da base monetária, outros como Cysne e Coimbra-Lisboa (2004) postulam que o ato invalida a soberania do banco central por fazer o setor de pessoa física e jurídica pagar um imposto não oficializado. Independentemente da vertente, o entendimento do imposto inflacionário é de suma importância para o estudo da senhoriagem, já que este indicador representa o ônus da operação.

Os dados de imposto inflacionário foram levantados utilizando o método de Jaloretto (2005), multiplicando o IPCA do período pela base monetária para dados em R\$ bilhões. Na Figura 16, é possível observar os dados para o imposto inflacionário de janeiro de 2005 a dezembro de 2010.

Figura 16 – Imposto Inflacionário (em R\$ bilhões) de Janeiro de 2005 a Dezembro de 2010



Fonte: Elaborado pelo autor, IBGE.

Com uma média de R\$ 1,20 bilhões, o imposto inflacionário durante o governo Lula se inicia com uma breve oscilação até outubro de 2005 (R\$ 1,67 bilhões), seguida por uma

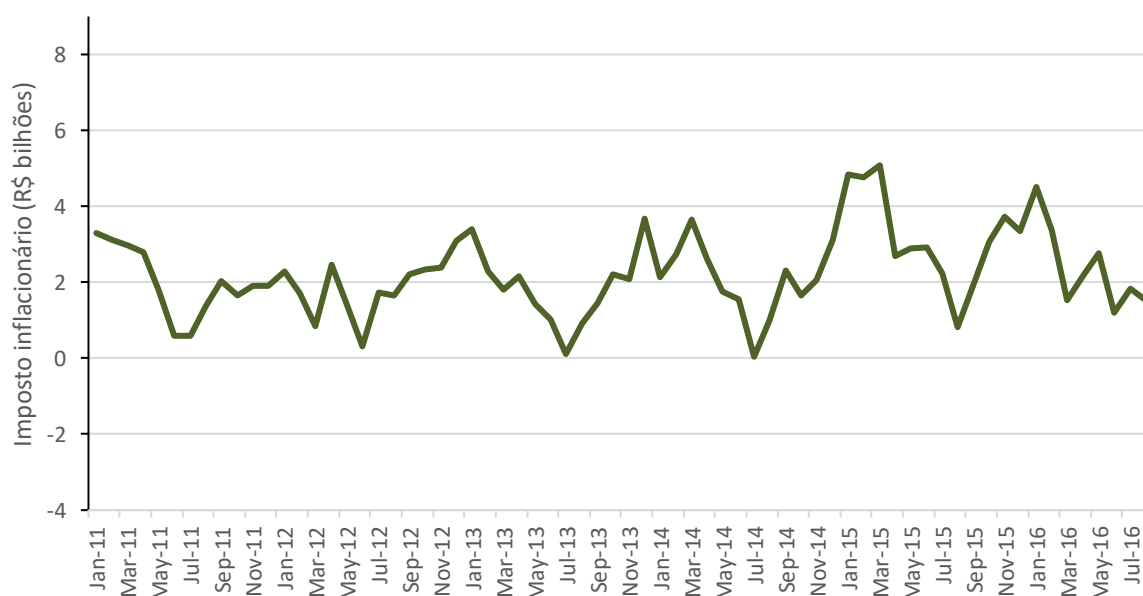
tendência de queda até junho de 2006, onde atingiu a baixa do recorte de -R\$ 0,53 bilhões. Após um aumento até dezembro de 2006, os valores se mantêm em relativa estabilidade até os picos iniciados em dezembro de 2007, que anotaram valores mais altos que os anteriores até junho de 2008.

Após uma breve queda e uma movimentação volúvel de julho de 2008 a dezembro de 2009, a série tem uma alta em fevereiro de 2010 (R\$ 2,68 bilhões), apresenta tendência de queda até junho de 2010 e aumenta sucessivamente até o pico do primeiro período em novembro de 2010 (R\$ 3,19 bilhões).

Apesar de constante variação, o imposto inflacionário do governo Lula não mostra uma tendência clara de crescimento ou decrescimento, com exceção de períodos pontuais como: os aumentos em 2008 que acompanharam as altas inflacionárias iniciadas na crise do *subprime* (Silva, 2017); O aumento no início de 2010; o aumento sucessivo de junho até novembro do mesmo ano.

A Figura 17 mostra a série de dados do imposto inflacionário entre janeiro de 2011 e agosto de 2016, contemplando a totalidade do mandato da então presidente Dilma Rousseff, até o seu *impeachment*.

Figura 17 – Imposto Inflacionário (em R\$ bilhões) de Janeiro de 2011 a Agosto de 2016



Fonte: Elaborado pelo autor, IBGE.

A primeira notável diferença entre a série e sua anterior é o aumento do intervalo de oscilação do imposto inflacionário. Com uma média de R\$ 2,22 bilhões, o indicador aumenta

consideravelmente sua escala em comparação com o período do segundo mandato Lula.

A série começa com uma queda do valor do imposto inflacionário até junho de 2011, quando anotou uma baixa de R\$ 0,59 bilhões. Após um aumento seguido de uma oscilação até abril de 2012, a série anota mais uma baixa em junho do mesmo ano (R\$ 0,31 bilhões) e a partir disso passa a uma sequência de aumentos até janeiro de 2013, com o valor de R\$ 3,41 bilhões.

Há então uma sequência na redução do imposto até a baixa de julho de 2013 (R\$ 0,12 bilhões). A série segue então em períodos de sequência de aumentos seguida por sequência de queda, com uma leve tendência crescente e ciclos mais espaçados em relação ao do mandato Lula. O recorte do mandato Dilma se destaca pela alta quantidade de picos em comparação com os demais períodos estudados.

Alguns dos valores mais altos da série foram: janeiro de 2011 (R\$ 3,29 bilhões); janeiro de 2013 (R\$ 3,41 bilhões); dezembro de 2013 (R\$ 3,67 bilhões); março de 2014 (R\$ 3,64 bilhões); janeiro, fevereiro e março de 2015 (R\$ 4,84 bilhões, R\$ 4,76 bilhões e R\$ 5,08 bilhões respectivamente); novembro de 2015 (R\$ 3,73 bilhões); janeiro de 2016 (R\$ 4,52 bilhões).

Nota-se que os maiores valores da série se concentram em 2015 e 2016, justamente no ápice da crise político-econômica que ocorreu durante o mandato Dilma (Silva, 2017). Como observado na série de dados da taxa de juros, vê-se que, a partir de abril de 2013, a inflação entra em uma sequência de aumentos cuja tentativa principal de contenção foi a política monetária contracionista com o aumento da taxa de juros durante toda essa parte final do governo. Como visto na Figura 12, ainda assim, os valores de imposto inflacionário foram altos, não anotando nenhum valor negativo durante o recorte e apenas aumentando os picos com o passar da série.

O imposto inflacionário durante o período do mandato de Michel Temer é representado na Figura 18 e agrega os dados entre setembro de 2016 (primeiro mês completo do governo Temer após o *impeachment* de Dilma Rousseff) e dezembro de 2018.

Figura 18 – Imposto Inflacionário (em R\$ bilhões) de Setembro de 2016 a Dezembro de 2018

Fonte: Elaborado pelo autor, IBGE.

A primeira notável diferença entre o recorte e o do mandato Dilma é a diminuição do intervalo de oscilação do indicador. Até maio de 2018, a tendência do imposto inflacionário não aponta crescimento ou queda e as variações são menos volúveis em comparação ao recorte anterior.

Com média de R\$ 0,97 bilhões (em uma redução considerável em relação ao governo Dilma) mínima de -R\$ 0,85 bilhões em junho de 2017 e máxima de R\$ 4,65 bilhões em junho de 2018, a série de imposto inflacionário inicia com uma variação discreta até a baixa de junho de 2017. Após um novo aumento em julho do mesmo ano, a série retoma a variação menor em tendência constante até maio de 2018. A série então anota sua alta em junho de 2018 e a partir desse período passa a oscilar em um intervalo de variação maior em comparação ao restante do recorte.

Como estudado por Oreiro e Paula (2019), uma das heranças do governo Dilma foi a alta inflação que parecia já enraizada na economia, dando sinais de regime inflacionário pelo aumento de preços não ser contido nem por contínuos aumentos na taxa de juros. Temer, no entanto, inicialmente conseguiu apresentar uma redução na inflação, refletida na série do imposto inflacionário.

Durante 2017, os valores se mantiveram estáveis. O imposto inflacionário foi anotar seu valor máximo do recorte em junho de 2018, com R\$ 4,65 bilhões, a partir deste mês

passou a variar em um intervalo maior. O aumento do imposto inflacionário foi sequência do início da greve dos caminhoneiros de 2018, que por dificultar o transporte principalmente de alimentos, gerou rapidamente um aumento na inflação (Oreiro, Paula, 2022). Após apresentar um comportamento mais volátil em 2018 em comparação com as demais observações do recorte, a série termina em dezembro de 2018 com R\$ 0,56 bilhões.

O sucessor de Michel Temer, Jair Bolsonaro, governou o país entre janeiro de 2018 e dezembro de 2022 e a série do imposto inflacionário durante este período pode ser observada na Figura 19.

Figura 19 - Imposto Inflacionário (em R\$ bilhões) de Janeiro de 2019 a Dezembro de 2022



Fonte: Elaborado pelo autor, IBGE.

Com média de R\$ 2,26 bilhões, a série apresenta um aumento notável em relação ao imposto inflacionário relativo ao mandato de Temer. A série inicia com um breve aumento até março de 2019, anotando um imposto inflacionário de R\$ 2,79 bilhões, seguido por uma sequência de reduções até setembro do mesmo ano, quando anotou -R\$ 0,15. Os três meses seguintes foram de sucessivos aumentos, até um pico em dezembro de 2019 (R\$ 4,35 bilhões), que por sua vez foi seguido por uma redução até maio de 2020 (R\$ 1,83 bilhões). A partir deste período, a série passa a anotar uma tendência de crescimentos notáveis até dezembro de 2020, com o imposto inflacionário de R\$ 6,36 bilhões.

A frequência da oscilação aumenta durante a passagem de 2021 ainda em valores altos e a série anota seu valor máximo em março de 2022, com R\$ 6,87 bilhões, sendo este o ápice

de imposto inflacionário para todos os anos estudados. A partir de março, há uma tendência de queda aguda do imposto até a baixa do recorte em julho de 2022 (-R\$ 2,81 bilhões). O recorte termina em dezembro de 2022 com o imposto inflacionário de R\$ 2,62 bilhões.

Em comparação com o indicador durante o mandato Temer, nota-se principalmente o aumento da média, a maior oscilação e as visíveis tendências de crescimento e redução da série.

Como visto em Bianchin e Pagnussat (2022) e nas séries de taxa de juros e senhoriagem como proporção do PIB, com a chegada dos impactos econômicos causados pela crise da pandemia da Covid-19, foram necessárias políticas monetárias extremas. A redução substancial da taxa de juros esteve presente em conjunto com o aumento massivo da emissão monetária no objetivo de aquecer a economia em um período de recessão.

Com o aumento dos gastos públicos através da política de transferência do auxílio emergencial e com o incentivo ao crédito gerado pela diminuição da taxa de juros (Bianchin, Pagnussat, 2022), nota-se que há um aumento considerável do imposto inflacionário. Conclui-se, em comparação à série de senhoriagem, que os efeitos do imposto inflacionário duraram mais que as altas da senhoriagem durante o período da pandemia.

O último recorte da série de dados de imposto inflacionário pode ser visto na Figura 20 e abrange o primeiro ano do terceiro mandato do presidente Lula. O período é de janeiro de 2023 a dezembro do mesmo ano.

Figura 20 - Imposto Inflacionário (em R\$ bilhões) de Janeiro de 2023 a Dezembro de 2023



Fonte: Elaborado pelo autor, IBGE.

Com uma breve oscilação entre janeiro e abril, a série reduz até junho e passa a apresentar uma tendência de crescimento até dezembro de 2023. O recorte teve a média de R\$ 1,57 bilhões, alta de R\$ 3,51 bilhões em fevereiro e baixa de -R\$ 0,33 bilhões em junho.

Para o primeiro ano de mandato do presidente Lula, notam-se duas distintas tendências nas duas metades do ano, a redução até junho e o crescimento até dezembro. A sequência de crescimento foi sucessiva.

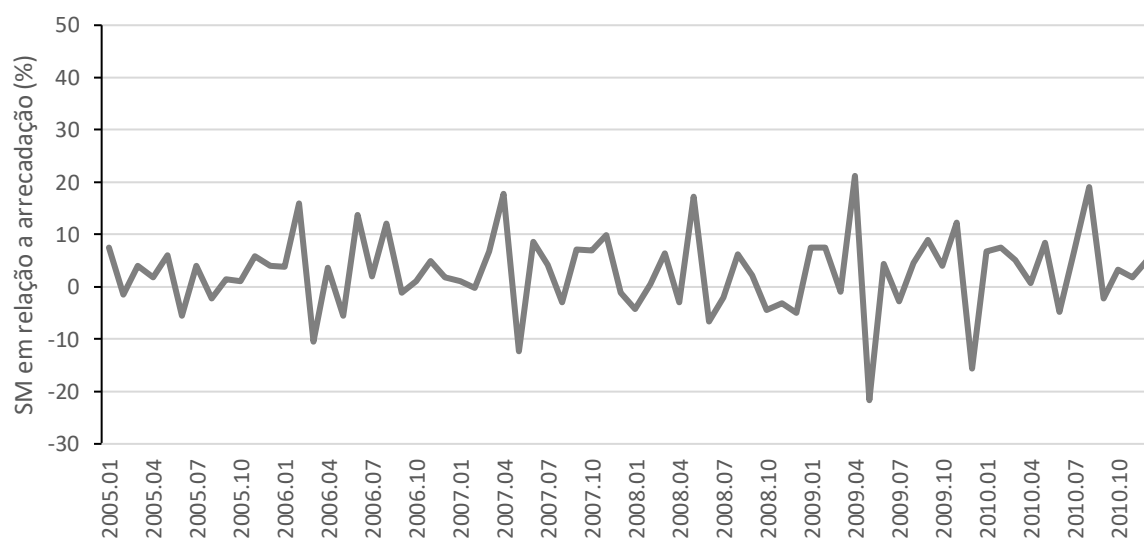
3.4 PARTICIPAÇÃO DA SENHORIAGEM NA ARRECADAÇÃO DO GOVERNO

Conforme verificado por Jaloretto (2005), a senhoriagem historicamente desempenhou um papel fundamental no financiamento dos gastos públicos. O autor chegou a esta conclusão medindo a variação da base monetária em suas diferentes definições em relação ao PIB. O setor público é financiado por diferentes formas de arrecadação, dentre elas: impostos, venda de bens e serviços, venda de títulos do tesouro nacional e pela senhoriagem (Rovelli, 1994). A fim de medir a participação da senhoriagem na receita financiadora do setor público, foi medida a variação da base monetária em relação à arrecadação da receita federal bruta.

Para as progressões analisadas, é possível observar que as variações dos dados são virtualmente idênticas às dos recortes temporais da senhoriagem sobre o produto, apenas situadas em uma escala maior. Isso se dá, pois a participação da arrecadação da Receita Federal varia com pouca expressão em relação ao PIB.

Com máxima em abril de 2009 (21,21%) e mínima em maio de 2009 (-21,65%), O primeiro recorte de janeiro de 2005 a dezembro de 2010 da senhoriagem em relação à arrecadação, conforme visto na Figura 21, acompanha a série dos dados situados nos 6 anos finais do mandato Lula e apresenta uma média de 2,85%.

Figura 21 – Senhoriagem em Relação a Arrecadação (%) de Janeiro de 2005 a Dezembro de 2010



Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

Inicialmente, percebe-se que a série possui um padrão de variação extremamente similar ao da senhoriagem sobre o produto. Assim como a senhoriagem, o primeiro recorte não apresenta muitos *outliers*, não tem uma tendência clara de crescimento ou redução e varia em um intervalo relativamente estável.

A crise do *subprime*, apesar de ter impacto na taxa de juros, não reflete notavelmente na participação da senhoriagem sobre a arrecadação. A série teve altas como em abril de 2007 (17,86%), maio de 2008 (17,17%), abril de 2009 (21,21%) e agosto de 2010 (19,05%). As baixas, por sua vez, ocorreram em março de 2006 (-10,46%), maio de 2007 (-12,38%), maio de 2009 (-21,65%) e dezembro de 2009 (-15,61%).

O recorte seguinte contempla os dados de senhoriagem como proporção da arrecadação de janeiro de 2011 a agosto de 2016, abrangendo o mandato de Dilma Rousseff, conforme a Figura 22.

Figura 22 – Senhoriagem em Relação a Arrecadação (%) de Janeiro de 2011 a Agosto de 2016



Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

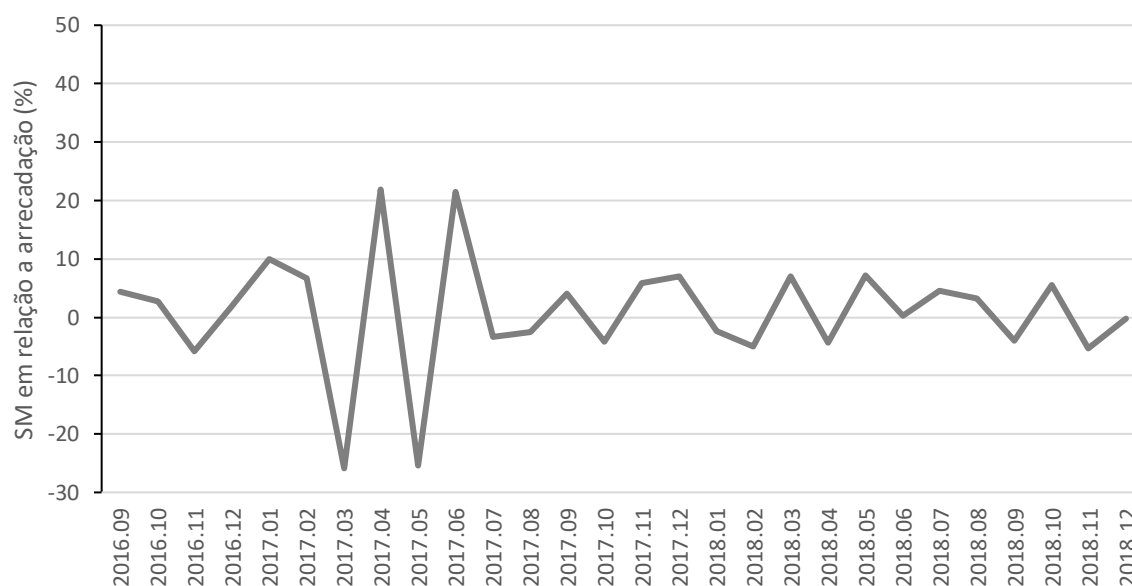
Com média de 0,88%, máxima de 19,09% em setembro de 2013 e mínima de -20,38% em fevereiro de 2012, a senhoriagem em relação a arrecadação do governo durante o governo Dilma tem seus valores diminuídos em comparação com o período do segundo mandato do governo Lula.

Nota-se que, em relação ao seu período anterior, há uma maior oscilação do indicador. Sua média e intervalo de variação, porém, diminuíram. Conforme visto na série da Selic, a política monetária assume uma característica contracionista a partir de 2013 e aumenta esse aspecto conforme a crise político-econômica crescia entre 2014 e 2016.

Esta contração da política monetária foi refletida na senhoriagem, que anotou uma série com valores mais discretos que a sua antecessora. O recorte termina em agosto de 2016 com o valor de -4,02%.

A senhoriagem em relação a arrecadação relativa ao período de mandato de Michel Temer pode ser observada na Figura 23, contemplando a série de setembro de 2016 até dezembro de 2018.

Figura 23 – Senhoriagem em Relação a Arrecadação (%) de Setembro de 2016 a dezembro de 2018



Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

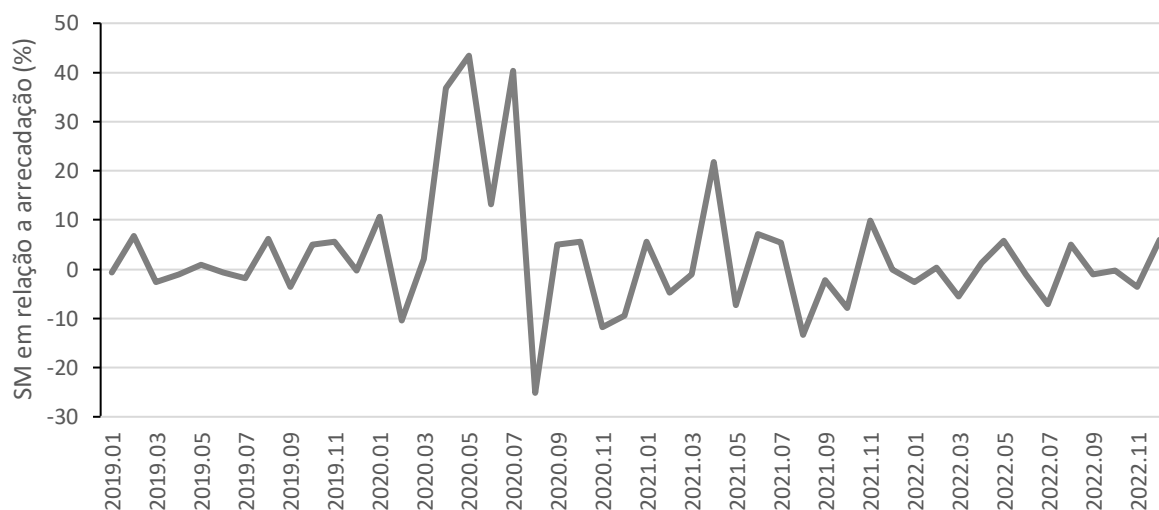
Assim como a senhoriagem sobre o produto, a série inicia com uma breve oscilação discreta até um aumento no intervalo de variação de março a junho de 2017 que se destaca do restante da série. A partir deste período, o recorte anota uma redução na oscilação do indicador.

Com média de 0,90%, máxima de 21,87% em abril de 2017 e mínima de -25,87% em março de 2017, a média do indicador foi virtualmente a mesma do período anterior, mas apresentou uma oscilação notavelmente menor e um intervalo de destaque entre março e junho de 2017.

Como observado na série da taxa de juros, a Selic apresentou sucessivas quedas no começo do mandato em uma tomada de política monetária expansionista. Justamente no primeiro semestre de 2017 são observados os maiores valores da série. A oscilação passa então a diminuir a partir da segunda metade de 2017 e mantém uma variação discreta em comparação com o recorte anterior até o seu fim, anotando -0,19% em dezembro de 2012.

A série de dados da senhoriagem como proporção da arrecadação do governo é ilustrada na Figura 24 e contempla o período entre janeiro de 2019 a dezembro de 2022, abordando o mandato completo de Jair Messias Bolsonaro, que assumiu o cargo após o período de Michel Temer.

Figura 24 – Senhoriagem em Relação a Arrecadação (%) de Janeiro de 2019 a dezembro de 2022



Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

A série varia inicialmente em um intervalo menor que o do período de Temer e mantém uma movimentação sem tendência clara de aumento ou queda até março de 2020. A partir de abril de 2020, os valores passam a ser expressivos nos parâmetros de todos os recortes analisados.

Após uma variação em um intervalo maior entre abril e agosto de 2020, a senhoriagem em proporção à arrecadação volta a oscilar em um intervalo similar ao do início do recorte, com um pontual pico em abril de 2021 (21,72%).

A média da série foi de 2,59%, não maior somente que a média do indicador no mandato Lula. O valor máximo foi 43,40% em maio de 2020 e o mínimo foi -25,14% em agosto do mesmo ano.

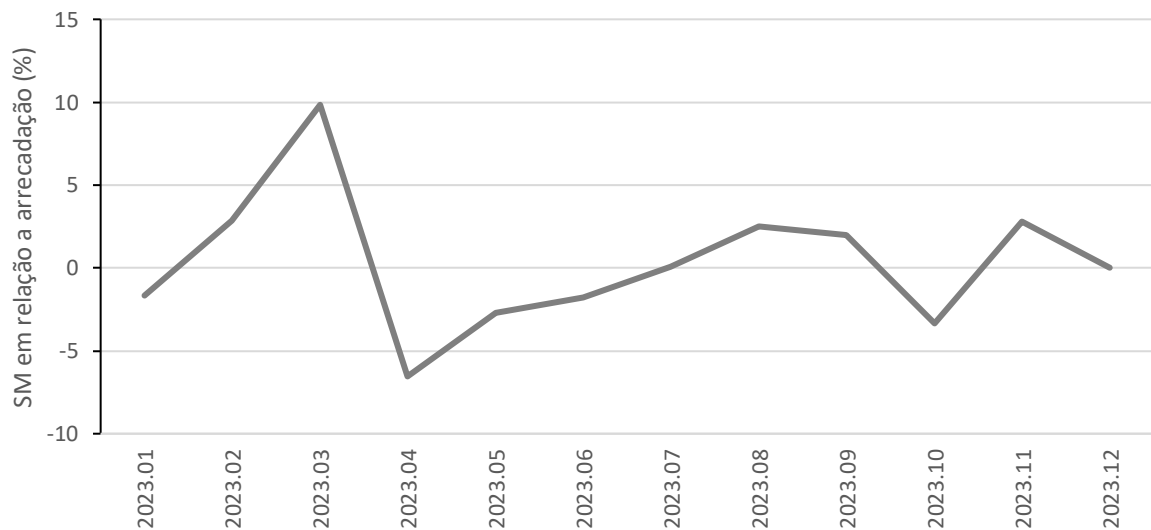
Como visto Bianchin e Pagnussat (2022), o auxílio emergencial começou a ser emitido já em abril de 2020. Isso, pois o Brasil, assim como os demais países emergentes, sofreu rapidamente os impactos da crise econômica gerada pela pandemia. Desta forma, com um aumento massivo da emissão de moeda para apoiar a política de transferência de rendas, se nota os maiores valores do indicador na série, com a máxima de senhoriagem sobre a arrecadação de 43,40%, apenas um mês após o início do auxílio emergencial.

Após as altas da senhoriagem em relação à arrecadação durante o ápice da pandemia em 2020, a série oscila em uma menor escala e a senhoriagem tem um recuo na sua participação na receita do governo. Depois de um pico em abril de 2021, a senhoriagem

apresenta uma variação relativamente estável, sem uma tendência de crescimento ou diminuição. A série termina em dezembro de 2022 em 5,98%.

O último recorte da série de senhoriagem cobre o período de janeiro a dezembro de 2023, o primeiro ano do novo mandato do presidente Lula. Os valores podem ser observados no gráfico da Figura 25.

Figura 25 – Senhoriagem em Relação a Arrecadação (%) de Janeiro de 2023 a dezembro de 2023



Fonte: Elaborado pelo autor, BCB.

Apesar de contemplar apenas um ano, o recorte do ano de 2023 mostra uma oscilação volátil para o indicador da senhoriagem sobre a arrecadação do governo. Após aumentar o valor até março, na alta do recorte de 9,84%, o indicador reduz até a sua baixa de -6,54% em abril. Até agosto, o indicador apresenta uma tendência de crescimento, reduz até outubro e volta a aumentar em novembro. A série termina em dezembro de 2023 com o valor de 0,04%.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve como objetivo medir e analisar a participação da senhoriagem no financiamento público, assim como o imposto inflacionário para o período de janeiro de 2005 a dezembro de 2023. A pesquisa teve a motivação de contemplar esta relação de indicadores em um contexto atual, considerando os fenômenos econômicos mais recentes da economia brasileira e foi baseada no trabalho acadêmico de Cláudio Jaloretto, publicado em 2005, que contempla a relação da senhoriagem com o financiamento do setor público de 1965 a 2004.

Para a realização dos objetivos do estudo, a pesquisa abordou revisão bibliográfica de materiais que contextualizam os conceitos de senhoriagem, imposto inflacionário, funções do Banco Central do Brasil e o histórico da correlação entre esses indicadores. Sobre a validade da senhoriagem, há uma discussão difundida. Os que defendem que a senhoriagem advinda da emissão de moeda é uma prática escusa, por gerar lucros controlados pelo próprio emissor e por promover uma inflação imposta aos agentes não bancários de forma não institucionalizada, acreditam que o monopólio de impressão do banco central não é válido. Já os que veem a senhoriagem como uma ferramenta crucial para o financiamento do setor público, asseguram que o poder deve permanecer nas operações do banco central.

Foram recolhidos, então, dados de taxa de juros em gráfico para o auxílio da leitura da política monetária; dados da variação da base monetária em valores reais, como proporção do PIB e como proporção da arrecadação da Receita Federal; dados relativos ao imposto inflacionário. Os indicadores foco foram dispostos em formato de gráfico no intuito da realização de uma análise conjuntural.

Os valores dos indicadores foram deflacionados pelo IPCA e, para a base monetária, PIB e arrecadação da Receita Federal, foram utilizados dados correntes mensais brutos, enquanto a taxa de inflação utilizada no cálculo de imposto inflacionário foi o IPCA. Os valores mensais foram mais adequados para observar o comportamento real da senhoriagem, que apresenta um constante comportamento de ajuste com movimentos de oscilação no decorrer da série. Para a senhoriagem, foi considerada a variação da base monetária em relação ao seu período anterior, o que permitiu a visualização dos lucros positivos e negativos brutos em cada observação.

A senhoriagem em valores reais anotou uma média no período total estudado de R\$ 2,55 bilhões, enquanto a senhoriagem sobre o produto apresentou uma média positiva de 0,38%. Para o todo do período, foram observados períodos de alta na série onde a senhoriagem anotou valores significativos para os parâmetros da série em ocasiões cruciais,

como na recessão econômica que permeou o início do mandato Temer, onde a senhoriagem foi presente na política monetária expansionista que visou o aquecimento da economia.

O imposto inflacionário, por sua vez, apresentou uma média na série estudada de R\$ 1,71 bilhões. Observando a movimentação da série de dados, se conclui que o imposto inflacionário sempre estará atrelado à senhoriagem.

Quanto à participação da senhoriagem na arrecadação da Receita Federal, que como dados representam a proporção do indicador no financiamento do setor público, foi anotada a média de 1,84% para o todo do período analisado e uma média de 8,00% no ápice da pandemia (abril de 2020 a maio de 2021) chegando a compor 43,40% da Receita Total do governo em maio de 2020.

Por fim, conclui-se que a senhoriagem teve uma participação notável no setor público durante o período estudado, onde sua presença é notada constantemente na composição do PIB e nos lucros do governo. O indicador é reflexo de ferramentas monetárias expansionistas que atuam no intuito de contenção de crises e promoção do aquecimento do mercado nacional, como visto em períodos de recessão durante a série. Para trabalhos futuros, recomenda-se que sejam estudadas as correlações entre senhoriagem e outros componentes da macroeconomia, a fim de elucidar os impactos desse indicador em uma completude de elementos da economia brasileira.

REFERÊNCIAS

- AYRES, J.; GARCIA, M.; GUILLÉN, D. A., KEHOE, P. J. The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960-2016. IDB Working Paper Series IDB-WP.990. Washington, DC: Inter-American Development Bank, 2019. Disponível em: [hp://www.nber.org/papers/w25421](http://www.nber.org/papers/w25421). Acesso em: 10 de nov. de 2023.
- BIANCHIN, Bruno Felipe; PAGNUSSAT, Antonielle. Breve discussão sobre as principais mudanças na economia do Brasil no período de pandemia da COVID-19. **Revista Científica da Ajes**, v. 11, n. 22, 2022.
- BUITER, Willem H., Seigniorage. **Economics Discussion**. Cambridge, Massachusetts. Paper No. 2007-8, 2007. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1719952>
- CYSNE, Rubens Penha. Imposto inflacionário e transferências inflacionárias no Brasil. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 14, n. 3, p. 463-470, 1994.
- CYSNE, Rubens P., COIMBRA LISBOA, Paulo C. Imposto Inflacionário e Transferências Inflacionárias no Brasil: 1947-2003. **Ensaio Econômicos**, n.539, março/2004.
- DE MENDONÇA, Mário Jorge Cardoso; MOREIRA, Tito Belchior Silva; SACHSIDA, Adolfo. Regras de políticas monetária e fiscal no Brasil: Evidências empíricas de dominância monetária e dominância fiscal. **Texto para Discussão**, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília. n.2310, 2017.
- FRIEDMAN, Milton. The inflationary gap: II. Discussion of the inflationary gap. **The American Economic Review**, v. 32, n. 2, p. 314-320, 1942.
- GROS, Daniel. Financial Aspects of Central Bank Independence and Price Stability –The Case of Turkey. Center for European Policy Studies. **EU-Turkey Papers**, n. 12, September/2004.
- IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo. **IBGE**, 2024. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html>?. Acesso em: 02 de ago. de 2024.
- JALORETTO, C. **Senhoriagem e Financiamento do Setor Público**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade de Brasília. Brasília, 2005. Disponível em: https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/4951/1/2005_Cl%C3%A1udioJaloretto.pdf. Acesso em: 26 de set. de 2023.
- MACKENZIE, George A., STELLA, Peter. Quasi-Fiscal Operations of Public Financial Institutions. **IMF Occasional Papers** 142, October/1996.
- MANKIW, Gregory. The Optimal Collection of Seigniorage – Theory and Evidence. **Journal of Monetary Economics**, n. 20, pp. 327-341, 1987.
- OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de. A economia brasileira no governo Temer e

Bolsonaro: uma avaliação preliminar. **ResearchGate**, set, 2019. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/336147850_A_economia_brasileira_no_governo_Temer_e_Bolsonaro_uma_avaliacao_preliminar/citation/download. Acesso em: 14 de ago. de 2024.

PASTORE, A. C. Senhoriagem e Inflação: o caso brasileiro. Centro de Estudos de Reforma do Estado, v. 1, n. 5, p. 1–37, Setembro de 1997.

RELATÓRIOS: Arrecadação Federal. **Receita Federal**, 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/arrecadacao-federal>. Acesso em: 02 de ago. de 2024.

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

SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais. **BCB**, 2024. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em 02 de ago. de 2024.

SILVA, José Alderir da. A política monetária nos governos Lula e Dilma. **Revista de Economia da UEG**. Vol. 13, N.º 1, jan/jun. 2017.

TANZI, Vito. **The Individual Income Tax and Economic Growth**. [S.l.]: JohnsHopkins University Press, 1969.