



Estudos especiais do BNDES

Base monetária e seus fatores determinantes no Brasil 2018-2023

Estudo Especial nº 33/2024

Desde 1999, a política monetária no Brasil é conduzida pelo arcabouço institucional do Regime de Metas de Inflação (RMI). Basicamente a autoridade monetária, por meio Comitê de Política Monetária (Copom), fixa a taxa básica de juros (Selic) da economia com o objetivo de fazer a inflação convergir para a meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), e os agentes econômicos decidem a quantidade de moeda demandada à taxa de juros vigente.

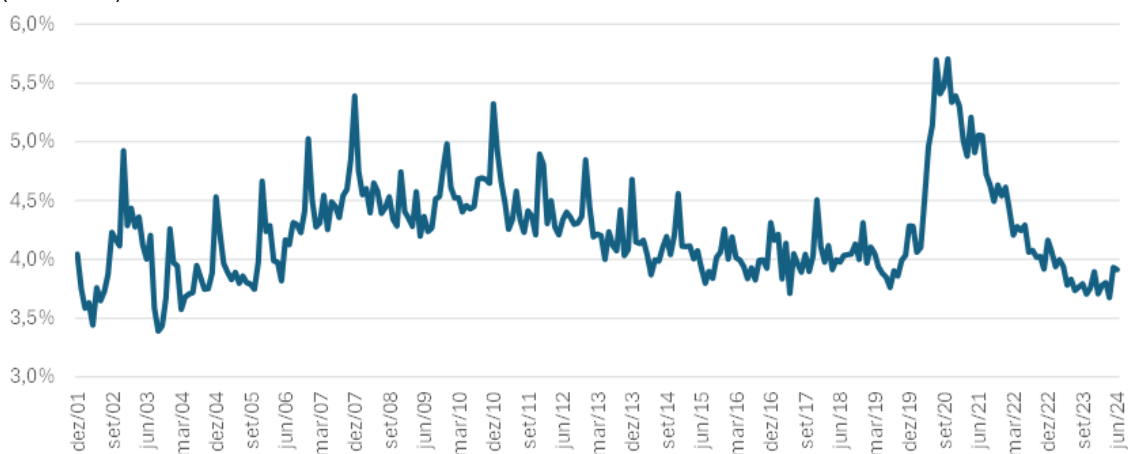
Se a demanda por moeda da economia for superior à quantidade que está em circulação, o Banco Central do Brasil (BCB) criará meio de pagamento por meio da compra de algum ativo ou da liberação de depósitos aos bancos comerciais. Caso o BCB não atue dessa forma, a taxa básica de juros efetiva do mercado de reservas bancárias subirá acima da meta estabelecida pelo Copom. Na situação inversa, isto é, se a demanda por moeda dos agentes econômicos for inferior ao volume em circulação, o BCB destruirá meio de pagamento vendendo algum ativo ou captando depósitos com o sistema financeiro. Caso contrário, a taxa básica de juros efetiva do mercado de reservas bancárias cairá abaixo da meta estabelecida pelo Copom. Em outras palavras, a fixação da taxa de juros torna a determinação da quantidade de moeda da economia endógena.

Ao longo dos últimos anos a economia brasileira passou por diversas transformações e choques relevantes. Primeiramente, a pandemia da Covid-19, em que a atuação governamental, do ponto de vista assistencial, elevou de maneira importante a base monetária da economia. Posteriormente, com a normalização da economia pós-pandemia e consequente redução da base monetária, seguiu-se à introdução de mecanismos instantâneos de pagamento, como o PIX. Dito isso, qual foi o comportamento da base monetária no Brasil em termos tendenciais? E sua dinâmica de curto prazo por meio de seus fatores determinantes? Esta edição dos Estudos Especiais do BNDES almeja responder essas questões.

O Gráfico 1 mostra a evolução da base monetária no Brasil em termos tendenciais como percentual do PIB desde 2001. É possível perceber que a média da base monetária entre 2001 e 2005 foi da ordem de 4,0% do PIB. Entre 2006 e 2012 essa média esteve em 4,5% do PIB, voltando ao patamar de 4,0% entre 2013 e 2019. No âmbito da pandemia, a base monetária brasileira se expandiu e chegou a atingir 5,7% do PIB no fim de 2020. Após esse episódio, que se mostrou transitório, a base monetária teve uma queda praticamente contínua, fechando 2023 em patamares inferiores a 4,0% do PIB. Com as inovações financeiras em curso, a velocidade de circulação da moeda (*proxy* do inverso da razão entre base monetária e PIB nominal) tende a se elevar.

Gráfico 1. Evolução da base monetária

(em % PIB)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil (BCB).

Para analisar os determinantes da evolução da base monetária, recorreremos à Tabela 1, que traz um conjunto de três informações: i) os valores nominais da base monetária e de seus componentes; ii) a variação nominal da base monetária e de seus componentes; e iii) os fatores condicionantes da variação da base monetária.

Tomando o ano de 2020 como exemplo – o ano mais crítico da pandemia –, a base monetária atingiu R\$ 432 bilhões, com uma variação positiva de R\$ 115,0 bilhões frente a 2019. Boa parte dessa variação foi decorrência do aumento do papel moeda em poder do público (PMPP), cuja variação foi de 81,6 bilhões. Já em 2023, a base monetária teve uma variação pequena, de R\$ 3,1 bilhões, em relação à 2022, uma vez que passou de R\$ 419,7 bilhões para R\$ 422,7 bilhões.

Tabela 1. Base monetária: componentes e fatores condicionantes
(R\$ milhões)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023-2018
Base Monetária	302.049	316.587	431.537	409.184	419.660	422.719	120.669
Papel moeda emitido (PME)	264.968	280.685	370.441	339.013	342.334	341.617	76.649
Em poder do público (PMPP)	215.208	226.897	308.522	285.363	288.705	290.004	74.795
Caixa dos bancos	49.759	53.788	61.919	53.650	53.629	51.613	1.854
Reservas bancárias	37.082	35.902	61.096	70.170	77.326	81.102	44.020
Varição da base monetária	14.537	114.950	-22.353	10.476	3.059		120.669
Papel Moeda Emitido (PME)		15.718	89.756	-31.428	3.321	-717	76.649
Em poder do público (PMPP)		11.689	81.625	-23.159	3.342	1.299	74.795
Caixa dos bancos		4.029	8.131	-8.269	-21	-2.016	1.854
Reservas bancárias		-1.180	25.194	9.075	7.155	3.776	44.020
Fatores condicionantes da base monetária							
Conta do Tesouro Nacional		-89.302	704.195	-81.291	-152.518	206.855	587.939
Operações com títulos públicos federais		227.323	-630.034	182.430	437.175	-56.587	160.307
Mercado primário		-15.721	-365.461	-121.552	251.183	73.733	-177.818
Mercado secundário (inclui compromissadas)		243.044	-264.573	303.982	185.992	-130.320	338.125
Operações do setor externo		-141.170	-117.733	-36.630	-56.620	78.237	-273.916
Redesconto do Banco Central		-14	67.239	-52.724	9.068	-33.767	-10.198
Depósito de instituições financeiras		16.690	69.829	-26.061	-54.168	-45.370	-39.080
Operações com derivativos - Ajustes		7.639	40.801	22.323	-92.267	-70.872	-92.376
Outras contas		-6.636	-19.344	-30.402	-80.194	-75.436	-212.012
Varição da base monetária		14.537	114.951	-22.352	10.476	3.057	120.669
Varição da base monetária (excluindo compromissadas)		-228.507	379.524	-326.334	-175.516	133.377	-217.456

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

Ainda na Tabela 1, analisando um período mais recente, entre 2018 e 2023, verifica-se que a base monetária teve uma expansão acumulada de 120,7 bilhões, com crescimento de R\$ 76,6 bilhões do papel moeda em poder do público (PMPP). Outra informação relevante diz respeito aos condicionantes deste aumento acumulado da base monetária. Olhando para cada um dos condicionantes, nota-se que houve:

- Saques de R\$ 588 bilhões na Conta Única do Tesouro Nacional, que decorrem basicamente do pagamento de despesas primárias e juros líquidos sobre a dívida pública, o que contribuiu para expansão da quantidade de moeda na economia;
- Emissões líquidas de títulos públicos no mercado primário por parte do Tesouro Nacional no valor de R\$ 177,8 bilhões, o que contraiu a base monetária;
- Compra de títulos públicos pelo BCB no mercado secundário (operações compromissadas) no valor de R\$ 338 bilhões, o que contribuiu para expansão da base monetária;
- Venda de dólares por parte do BCB no valor de R\$ 274 bi, o que contraiu a base monetária;
- Redução da Assistência de liquidez às instituições financeiras no valor de R\$ 10,2 bilhões, o que contraiu a base monetária;

- f. Aumento de depósitos de instituições financeiras junto ao BCB no valor de R\$ 39 bilhões, também contraindo a base monetária;
- g. Lucro do BCB com derivativos no valor de R\$ 92,4 bilhões, reduzindo a quantidade de moeda fora do BCB;
- h. Contração monetária de R\$ 212 bilhões via outras contas do BCB e Tesouro Nacional não mencionadas acima.

A soma dos itens acima totaliza os R\$ 120,7 bilhões de criação de moeda entre 2018 e 2023. Do ponto de vista econômico, o item c é residual. Isto é, a sociedade demandou mais R\$ 120,7 bilhões de moeda no acumulado 2018-2023, mas as demais operações (excluindo o item c) do BCB e do Tesouro Nacional geraram uma contração monetária de R\$ 217,45 bilhões (variação da base monetária sem as operações compromissadas). Logo, o BCB teve que colocar R\$ 338 bilhões de moeda da economia via recompra de títulos públicos no mercado secundário.

Também podemos fazer uma comparação a partir da variação da base monetária em um período mais recente. Olhando novamente o Gráfico 1, podemos perceber que desde os primeiros meses de 2023 a base monetária se encontra abaixo da marca dos 4,0% do PIB. A comparação de fim de ano mostra uma base monetária de 3,9% em 2023, ante 4,2% em 2022. Em termos nominais, a base variou R\$ 3,1 bilhões, ao passar de R\$ 419,7 bilhões para R\$ 422,7 bilhões. Assim como no caso anterior, podemos analisar os fatores condicionantes da base monetária:

- a. Saques de R\$ 206,7 bilhões na Conta Única do Tesouro Nacional, contribuindo para expansão da quantidade de moeda na economia;
- b. Resgates líquidos de títulos públicos no mercado primário por parte do Tesouro Nacional no valor de R\$ 73,7 bilhões, ampliando a base monetária;
- c. Venda de títulos públicos pelo BCB no mercado secundário, no valor de R\$ 130 bilhões, o que contribuiu para reduzir a base monetária;
- d. Compra de dólares por parte do BCB no valor de R\$ 78,2 bi, ampliando a base monetária;
- e. Redução da Assistência de liquidez às instituições financeiras no valor de R\$ 33,8 bilhões, o que contraiu a base monetária;
- f. Aumento de depósitos de instituições financeiras junto ao BCB no valor de R\$ 45,4 bilhões, também contraindo a base monetária;

- g. Lucro do BCB com derivativos no valor de R\$ 70,9 bilhões, reduzindo a quantidade de moeda fora do BCB;
- h. Contração monetária de R\$ 75,4 bilhões via outras contas do BCB e Tesouro Nacional não mencionadas acima.

A soma dos itens acima totaliza os R\$ 3,1 bilhões de criação de moeda entre 2022 e 2023. E, novamente, do ponto de vista econômico, o item c é residual: a sociedade demandou mais R\$ 3,1 bilhões de moeda entre 2022 e 2023, mas as demais operações do BCB e do Tesouro Nacional geraram um aumento na base monetária de R\$ 133,4 bilhões. Logo, o BCB teve que retirar R\$ 130,3 bilhões de moeda da economia, por meio da venda de títulos públicos no mercado secundário por meio de operações compromissadas.

Por meio desse tipo de análise, é possível acompanhar o que acontece com os principais determinantes das variações na base monetária, elucidando a interação entre as políticas fiscal e monetária, e a atuação do Banco Central na tarefa de controlar a liquidez na economia com o objetivo de perseguir a meta de inflação definida.

Editado pelo Departamento de Comunicação do Gabinete da Presidência em outubro de 2024.