

# MOEDA É DÍVIDA?

---

Andressa Guimarães Torquato Fernandes

## 11.1 Introdução

A moeda desempenha um papel multifacetado nas ordens jurídica, econômica e contábil de um Estado. No caso brasileiro, sua emissão e regulação são prerrogativas constitucionais da União, exercidas por meio do Banco Central, e seu conceito jurídico está intimamente ligado ao poder liberatório e ao curso legal no território nacional.

A contabilização da moeda como um passivo do banco central, prática consagrada tanto no Brasil quanto internacionalmente, tem origem em um contexto histórico no qual a moeda, de fato, constituía-se em um passivo exigível dessas instituições, uma vez que podia ser convertida em um ativo real, em geral ouro ou prata. Atualmente, ante o caráter fiduciário da moeda, a posse de notas e moedas não confere mais ao seu portador o direito de trocá-las junto à autoridade monetária por qualquer outro ativo, que não a própria moeda, o que enfraquece a justificativa para manter a base monetária como uma obrigação típica nos balanços dos Bancos Centrais.

Tal classificação – da moeda como um passivo do banco central – está refletida nos conceitos de dívida pública adotados pelo Banco Central do Brasil e pela Secretaria do Tesouro Nacional, em especial na Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e na Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), na qual a base monetária compõe os passivos do setor público.

Nos últimos anos, entretanto, essa visão tradicional da moeda como dívida tem sido objeto de críticas e releituras. Autores como Kumhof *et al.*<sup>1</sup> defendem que a moeda do Banco Central (*central bank money* – CBM) não deve ser tratada como uma obrigação exigível, mas sim como uma forma de *equity of the nations*, dado o seu caráter *sui generis*.

Em linha semelhante, Bossone e Costa<sup>2</sup> propõem a *Accounting View of Money* (AVM), segundo a qual a moeda fiduciária emitida pelo Estado deve ser registrada como patrimônio líquido, e não como passivo. Essa abordagem sugere que a moeda reflete a soberania monetária do emissor e sua autoridade institucional, sem implicar uma obrigação de pagamento futuro – e que, ao ser tratada como patrimônio líquido da entidade emissora, a moeda permite maior precisão e coerência nas análises fiscais e monetárias.

Nesse contexto, o presente capítulo tem como objetivo analisar o debate proposto por Kumhof *et al.* e por Bossone e Costa, com vistas a contribuir para o aprofundamento das discussões sobre a natureza jurídica da moeda e suas implicações para a compreensão do conceito de dívida pública.

## 11.2 O que é moeda?

### 11.2.1 O conceito de moeda na ordem jurídica brasileira

A Constituição Federal brasileira de 1988 utiliza a expressão “moeda” em quatro passagens. A primeira delas aparece no inciso VII do artigo 21, segundo o qual se atribui à União competência exclusiva para “emitir moeda”. Posteriormente, no artigo 48, ao abordar as matérias de competência do Congresso Nacional, determina em seu inciso XIV que cabe ao Congresso Nacional, com a sanção do Presidente da República, dispor sobre “moeda, seus limites de emissão, e montante da dívida mobiliária federal”. As duas últimas menções ao termo encontram-se no artigo 164, nos seguintes termos:

Art. 164. A competência da União para emitir **moeda** será exercida exclusivamente pelo Banco Central.

---

1 KUMHOF, Michael; ALLEN, Jason G.; BATEMAN, Will; LASTRA, Rosa M.; GLEESON, Simon; OMAROVA, Saule T. Central bank money: liability, asset, or equity of the nation? *Cornell Legal Studies Research Paper*, n. 20-46, 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3730608>. Acesso em: 22 maio 2025.

2 BOSSONE, Biagio; COSTA, Massimo. Money for the issuer: liability or equity? *Economics: The Open-Access, Open-Assessment Journal*. Berlin: De Gruyter, v. 15, n. 1, p. 43-59, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1515/econ-2021-0004>. Acesso em: 22 maio 2025.

§ 1º É vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira.

§ 2º O Banco Central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros.

§ 3º As disponibilidades de caixa da União serão depositadas no Banco Central; as dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios e dos órgãos ou entidades do poder público e das empresas por ele controladas, em instituições financeiras oficiais, ressalvados os casos previstos em lei (Grifos nossos).

A partir de uma análise literal dos excertos destacados, duas conclusões podem ser extraídas: (i) a União possui competência exclusiva para emitir moeda; e (ii) essa competência será exercida de maneira exclusiva por meio do seu Banco Central. Contudo, pode-se questionar: qual é a abrangência da expressão *moeda* utilizada pelo texto constitucional? Será que todo e qualquer instrumento destinado a servir como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor na economia brasileira caracteriza-se como moeda para a Constituição de 1988?

O Ministro do Supremo Tribunal Federal, Eros Grau, por ocasião do seu voto no Recurso Extraordinário n. 478.410/SP, do qual foi Relator, enfatizou que a moeda é um conceito jurídico. Argumentou que “única e exclusivamente na medida em que isso seja perfeitamente compreendido poder-se-á levar a bom termo o desafio que a compreensão de sua disciplina encerra”. Para o Ministro do STF, o aspecto central que qualifica a moeda consiste no seu poder liberatório, isto é, no poder estabelecido em lei que determina a sua aceitação, de maneira obrigatória, para a quitação de obrigações pecuniárias em todo o território nacional, inclusive as de natureza tributária. A esse respeito, afirmou:

Insisto em que moeda é conceito jurídico: é no plano da linguagem jurídica que se resolve qual é esse padrão de valor e qual é o instrumento monetário que se pode usar com eficácia. A funcionalidade do conceito de moeda revela-se em sua utilização no plano das relações jurídicas. O instrumento monetário válido é padrão de valor e, enquanto instrumento de pagamento, dotado de poder liberatório: sua entrega ao credor libera o devedor. Poder liberatório é qualidade, da moeda enquanto instrumento de pagamento, que se manifesta exclusivamente naquele plano jurídico: somente ela permite essa liberação indiscriminada, a todo sujeito de direito, no que tange a débitos de caráter patrimonial<sup>3</sup>.

---

3 BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário n. 478.410 São Paulo. Relator: Ministro Eros Grau. Plenário, 10 de março de 2010. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, 14 maio 2010. Disponível em: <https://jurisprudencia.stf.jus.br/pages/search/sjur177555/false>. Acesso em: 22 maio 2025.

O poder liberatório, portanto, diz respeito à capacidade da moeda de extinguir obrigações jurídicas – isto é, quando usada em pagamento, a moeda “libera” o devedor da dívida. Perceba-se que nem todo meio de pagamento tem automaticamente poder liberatório. Por exemplo, moedas estrangeiras, ou criptoativos, como o bitcoin, embora possam ser aceitos como meio de pagamento para a extinção de obrigações privadas, com amparo na autonomia da vontade e liberdade contratual, não têm o condão de extinguir obrigações para além daquelas situações estipuladas entre as partes. Não consistem em instrumento de pagamento aceito de maneira geral e irrestrita para a quitação de obrigações em um dado território, uma vez que para ter esse poder – o poder liberatório – ele precisa ter curso legal estabelecido no ordenamento jurídico em questão.

O curso legal é a condição jurídica que confere à moeda o poder liberatório geral e obrigatório. Ou seja, uma moeda com curso legal tem, por norma, o poder de extinguir obrigações quando usada para pagamento. A recusa do credor em aceitá-la – injustificadamente – pode acarretar a mora do credor (e não do devedor), conforme o artigo 394 do Código Civil.

No Brasil, a moeda de curso legal é o Real, em razão do disposto na Lei n. 9.069, de 29 de junho de 1995, que estabeleceu: “Art. 1º A partir de 1º de julho de 1994, a unidade do Sistema Monetário Nacional passa a ser o REAL (art. 2º da Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994), que terá curso legal em todo o território nacional”.

Nesse sentido, quando a Constituição Federal determina que compete ao Banco Central emitir moeda com exclusividade, refere-se, na verdade, a um conceito estrito de moeda, que é a moeda-papel e a moeda metálica, de curso legal, emitida no território brasileiro. Não por outra razão, a Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que regulamenta as competências do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, estabelece em seu artigo 10, inciso I, que: “Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: I – Emitir moeda-papel e moeda metálica, nas condições e limites autorizados pelo Conselho Monetário Nacional”.

O referido conceito estrito de moeda contrapõe-se ao que se denomina moeda em sentido amplo, distinção que se apresenta no tópico seguinte para uma melhor compreensão sobre o tema.

### **11.2.2 Moeda em sentido amplo versus moeda em sentido estrito**

O *Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide* (MFSM), publicado em 2016 pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), com o propósito de servir de guia para a uniformização da apresentação de contas pelos países, apresenta em seu capítulo 6 uma definição para

o que chama de *broad money*, ou moeda em sentido amplo; de maneira introdutória, porém, explica ao leitor que a moeda possui 4 funções básicas, quais sejam, servir de: (i) meio de troca, isto é, pode ser empregada para a aquisição de ativos não financeiros (bens e mercadorias em geral), serviços e ativos financeiros, sem que haja a necessidade de se recorrer ao escambo; (ii) reserva de valor, ou seja, constitui-se em um meio para estocar a riqueza acumulada; (iii) unidade de conta, o que significa que pode ser utilizada como um padrão para determinar os preços de bens e serviços e os valores de instrumentos financeiros e ativos não financeiros, fornecendo, assim, um meio de comparação de valores e para a elaboração de demonstrativos financeiros; e, por fim, (iv) padrão para pagamentos diferidos no tempo, isto é, “um meio para liquidar passivos e, dessa maneira, relacionar valores atuais e futuros em contratos financeiros” (tradução nossa)<sup>4</sup>.

Em geral, a literatura econômica refere-se a apenas três funções da moeda, sendo a última apontada pelo manual somente como um desdobramento da primeira. Desse modo, N. Gregory Mankiw explica que “a moeda tem três funções na economia: é um meio de troca, uma unidade de conta e uma reserva de valor. Essas três funções juntas distinguem a moeda dos demais ativos da economia, como ações, títulos, bens imóveis, obras de arte e até figurinhas de beisebol”<sup>5</sup>. Segundo o autor, “um meio de troca é algo que os compradores dão aos vendedores quando compram bens e serviços [...], uma unidade de conta é um padrão de medida que as pessoas usam para anunciar preços e registrar débitos [...] e uma reserva de valor é algo que as pessoas podem usar para transferir poder de compra do presente para o futuro”<sup>6</sup>.

Tomando em consideração as funções da moeda apresentadas, o *Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide* (MFSM) define moeda em seu sentido amplo como:

6.11 Moeda em sentido amplo é a soma de todos os instrumentos financeiros líquidos, mantidos por setores detentores de moeda, que são amplamente aceitos na economia como um meio de troca, mais aqueles que podem ser convertidos em um meio de troca a curto prazo pelo seu valor nominal total ou aproximado.

---

4 INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Monetary and financial statistics manual and compilation guide**. Washington, D.C.: IMF, 2016. p. 180. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Data/Manuals-and-Guides>. Acesso em: 22 maio 2025.

5 MANKIW, N. Gregory. **Introdução à economia**. 5. ed. Tradução de Allan Vidigal Hastings e Elisete Paes e Lima. São Paulo: Cengage Learning, 2009. p. 616.

6 MANKIW, N. Gregory. **Introdução à economia**. 5. ed. Tradução de Allan Vidigal Hastings e Elisete Paes e Lima. São Paulo: Cengage Learning, 2009. p. 616-617.

6.12 Moeda em sentido amplo abrange instrumentos financeiros que funcionam como meio de troca ou seus substitutos próximos. Para que instrumentos financeiros possam ser incluídos no conceito de moeda em sentido amplo, é necessário avaliar o seu grau de *moneyness*, verificando em que medida cada tipo de instrumento financeiro assegura liquidez ao mesmo tempo que resguarda seu valor nominal (tradução nossa)<sup>7</sup>.

Faz-se importante destacar que o conceito de moeda em sentido amplo apresentado pelo MFSM não estabelece uma lista estática, permanente, de instrumentos financeiros que devem ou não ser incluídos no conceito de moeda em sentido amplo. Ao contrário, determina que testes empíricos devem ser realizados ao longo do tempo pelas entidades responsáveis por regular a política monetária, no sentido de estabelecer a linha divisória dos instrumentos financeiros que se encontram ou não abrangidos no conceito. A esse respeito, confira-se o tópico 6.16 do MFSM:

6.16 A definição de moeda em sentido amplo deve ser aplicada com base em aspectos próprios de cada país. Os instrumentos abrangidos pelo conceito de moeda em sentido amplo devem levar em consideração uma abordagem empírica que considere a relação entre moeda em sentido amplo e as variáveis da economia real e financeira. A execução de testes empíricos em diferentes medidas de moeda em sentido amplo pode ser útil para decidir em que ponto traçar a linha divisória, por exemplo, levando em consideração os vencimentos dos instrumentos financeiros a serem incluídos ou não no conceito de moeda em sentido amplo. Os compiladores devem atualizar esses testes empíricos, pois essas relações podem mudar com o tempo (tradução nossa)<sup>8</sup>.

O Brasil expressamente adotou as definições e os conceitos utilizados no MFSM/2016, conforme informa a Nota Técnica do Banco Central do Brasil n. 48, publicada em novembro de 2018, que estabeleceu a Revisão Metodológica das Estatísticas de Meios de Pagamento. No entanto, a NT n. 48 não utiliza expressamente o termo moeda em sentido amplo tal qual abordado no manual. Ao invés disso, adota a expressão “agregados monetários em sentido amplo” ou “meios de pagamento ampliados” para designar os instrumentos financeiros componentes da base monetária nacional. Essa possibilidade é inclusive aventada pelo próprio manual:

---

7 INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Monetary and financial statistics manual and compilation guide*. Washington, D.C.: IMF, 2016. p. 180. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Data/Manuals-and-Guides>. Acesso em: 22 maio 2025.

8 INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Monetary and financial statistics manual and compilation guide*. Washington, D.C.: IMF, 2016. p. 181. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Data/Manuals-and-Guides>. Acesso em: 22 maio 2025.

6.77 Ademais, embora este Manual recomende que os compiladores foquem na análise da moeda em sentido amplo, reconhece que as economias podem definir um leque de agregados monetários que usualmente são denominados em uma sequência da seguinte maneira: M1, M2, M3, etc., com cada agregado mais amplo subsumindo-se no conceito do agregado anterior (tradução nossa)<sup>9</sup>.

No Brasil, a demonstração dos agregados monetários é feita exatamente no sentido apresentado no manual, utilizando-se uma sequência que vai do M1 ao M4, na qual estão agrupados, em ordem decrescente de liquidez, os instrumentos financeiros componentes da base monetária brasileira. De acordo com a NT n. 48, são eles:

M1 = papel-moeda em poder do público + depósitos à vista, incluindo Cooperativas de Crédito;

M2 = M1 + depósitos de poupança + títulos privados emitidos pelas instituições financeiras depositárias, incluindo cooperativas;

M3 = M2 + cotas de fundos de investimento depositários + operações compromissadas com títulos públicos e privados; e

M4 = M3 + títulos públicos emitidos pelo Governo Federal adquiridos em operações definitivas.

Desse modo, a partir da análise dos instrumentos financeiros que compõem a base monetária nacional e das entidades emissoras de moeda, tal como determina a NT n. 48, é possível verificar a diversidade dos instrumentos monetários existentes no Brasil, os quais vão bastante além do conceito de moeda-papel ou moeda metálica, emitidos pelo Banco Central do Brasil.

### **11.3 O conceito de dívida pública no direito brasileiro**

A Constituição Federal de 1988 trata da dívida pública principalmente em seus artigos 48, inciso XIV, 52, incisos V a IX, e 163, estabelecendo a competência do Congresso Nacional para dispor sobre “moeda, seus limites de emissão, e montante da dívida mobiliária federal”, a competência do Senado Federal, enquanto guardião da federação, para regular uma ampla gama de temas afetos à dívida pública, tais como autorização para a realização de operações de crédito externo, limites ao endividamento e ao estoque da dívida pública dos entes federativos, além de atribuir à lei complementar a função de dispor sobre dívida pública externa e interna, concessão de garantias pelas entidades públicas, emissão e resgate de títulos da dívida pública e sustentabilidade da dívida pública.

---

9 INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Monetary and financial statistics manual and compilation guide*. Washington, D.C.: IMF, 2016. p. 190. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Data/Manuals-and-Guides>. Acesso em: 22 maio 2025.

Em 4 de maio de 2000, foi publicada a Lei Complementar n. 101/2000, conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), à qual, em atenção ao artigo 163 da Constituição Federal, coube estabelecer normas gerais de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal. No que tange à dívida pública, instituiu conceitos importantes como o de dívida pública consolidada ou fundada, em seu artigo 29, nos seguintes termos:

Art. 29. [...]

I – dívida pública consolidada ou fundada: montante total, apurado sem duplicidade, das obrigações financeiras do ente da Federação, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito, para amortização em prazo superior a doze meses.

Rafael Antonio Baldo observa que a Lei n. 4.320/64 já trazia, em seu artigo 98, uma definição de dívida fundada baseada em critério temporal – a mesma lógica posteriormente adotada pelo artigo 29 da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Segundo esse critério, a dívida fundada, também chamada de dívida consolidada, corresponde às obrigações com exigibilidade superior a 12 meses, enquanto a dívida flutuante abrange aquelas com vencimento inferior a esse prazo<sup>10</sup>.

Além disso, o Banco Central do Brasil e a Secretaria do Tesouro Nacional adotam, em suas estatísticas fiscais, os conceitos de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), conforme definidos no *Government Finance Statistics Manual*, 2014, publicado pelo Fundo Monetário Internacional<sup>11</sup>. Esses conceitos cumprem um papel fundamental na padronização da contabilidade pública entre os países, permitindo uma comparação mais precisa e transparente das suas situações fiscais.

De acordo com o Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central do Brasil, publicado em maio de 2019, a DBGG abrange “o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo”<sup>12</sup>. Além disso, são incluídas as operações compromissadas realizadas com títulos públicos no âmbito do Banco Central.

---

10 BALDO, Rafael Antonio. O déficit semântico da dívida pública brasileira. In: CONTI, José Mauricio (coord.). *Dívida Pública*. São Paulo: Blucher, 2018. p. 102. Disponível em: <https://openaccess.blucher.com.br/article-details/04-21493/>. Acesso em: 22 maio 2025.

11 INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Government finance statistics manual 2014*. Washington, D.C.: IMF, 2014. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Data/Manuals-and-Guides>. Acesso em: 22 maio 2025.

12 BRASIL. Banco Central do Brasil. *Manual de estatísticas fiscais*. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2019. p. 24. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/notas\\_metodologicas/estatisticas-fiscais/estatisticasfiscais.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/notas_metodologicas/estatisticas-fiscais/estatisticasfiscais.pdf). Acesso em: 22 maio 2025.

A DLSP, por sua vez, é definida como “o balanceamento entre as dívidas e os créditos do setor público não financeiro”<sup>13</sup>. O setor público não financeiro, base das estatísticas divulgadas, compreende a administração direta e indireta do Governo Federal (inclusive Previdência Social), a administração direta e indireta dos governos regionais (estados e municípios), o Banco Central do Brasil e as empresas estatais não financeiras das três esferas de governo, exceto as Empresas do Grupo Petrobras e do Grupo Eletrobras.

Ainda, a DLSP é uma medida relevante para o Banco Central, pois serve de base para a avaliação da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), além de subsidiar a análise dos impactos fiscais da política monetária. Abaixo, apresentam-se os principais itens que a compõem:

$$DLSP = M + B + EI - A + EF - ER$$

onde:

M é a base monetária;

B é o saldo da dívida interna corrigida por juros internos ou por índices domésticos;

E, a taxa de câmbio;

I corresponde à dívida interna indexada à variação da taxa de câmbio;

A são os ativos financeiros do setor público; e

F e R representam a dívida externa e as reservas internacionais, respectivamente.

Verifica-se, portanto, que a base monetária – composta pela moeda em circulação (moeda-papel e metálica) e pelas reservas bancárias – integra o conceito de dívida pública no Brasil. Isso ocorre porque a moeda de curso legal, embora não constitua uma obrigação exigível, é registrada pelos bancos centrais como passivo contábil. Tal classificação, como será discutida no item seguinte, tem sido objeto de questionamento em estudos recentes, que propõem novas interpretações sobre a natureza jurídica da moeda.

#### **11.4 Moeda, um passivo do Banco Central**

Do ponto de vista técnico-contábil, a inclusão da moeda no passivo dos bancos centrais é uma expressão do princípio da neutralidade da contabilidade pública, que busca registrar os fluxos e estoques financeiros do Estado.

---

13 BRASIL. Banco Central do Brasil. **Manual de estatísticas fiscais**. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2019. p. 12. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/notas\\_metodologicas/estatisticas-fiscais/estatisticasfiscais.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/notas_metodologicas/estatisticas-fiscais/estatisticasfiscais.pdf). Acesso em: 22 maio 2025.

A visão que sustenta essa classificação parte da ideia de que a moeda fiduciária – apesar de não ser conversível em um ativo físico como o ouro – representa uma forma de dívida do Estado perante a coletividade, cuja exigência se dá, não no plano da execução individual, mas no da confiança institucional e da responsabilidade macroeconômica. Trata-se, portanto, de uma dívida de natureza pública e difusa.

Nesse sentido, a classificação da moeda como passivo seria justificável enquanto mecanismo de *accountability* estatal. Mesmo sem a característica de uma dívida típica, sua presença no passivo teria o condão de reconhecer que o Banco Central possui obrigações – ainda que difusas e sistêmicas – relacionadas à integridade e à estabilidade da base monetária; mesmo não sendo dívida no sentido estrito, constituiria uma obrigação do Estado em garantir seu poder liberatório, sua estabilidade e sua aceitação universal no território nacional.

Essa abordagem é a forma utilizada atualmente pelos bancos centrais em todo o mundo para o registro da base monetária em suas demonstrações contábeis. O *Public Sector Debt Statistics – Guide for Compilers and Users*, fruto de uma colaboração entre o Bank for International Settlements, o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional, o Banco Central Europeu, entre outras instituições, estabelece que “a moeda compreende cédulas e moedas metálicas com valores nominais fixos, emitidas ou autorizadas pelo Banco Central ou pelo governo. [...] A moeda constitui um passivo das unidades emissoras”<sup>14</sup>. Ainda de acordo com o documento, a “moeda não emitida, mantida por uma unidade do setor público, não é tratada como ativo financeiro do setor público nem como passivo do Banco Central. Ouro e moedas comemorativas que não estão em circulação como moeda de curso legal, ou como ouro monetário, são classificados como ativos não financeiros, e não como moeda”<sup>15</sup>.

Portanto, apesar das críticas contemporâneas à classificação da moeda como passivo dos bancos centrais, como será visto no tópico seguinte, permanece dominante na prática institucional o entendimento de que a moeda emitida por um Banco Central constitui um passivo contábil da autoridade monetária. Essa visão não é meramente contábil, mas possui implicações jurídicas e econômicas relevantes, abordadas a seguir.

---

14 INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public sector debt statistics: guide for compilers and users*. Washington, D.C.: IMF, 2011. p. 38. Disponível em: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781616351564/9781616351564.xml>. Acesso em: 22 maio 2025.

15 INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public sector debt statistics: guide for compilers and users*. Washington, D.C.: IMF, 2011. p. 39. Disponível em: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781616351564/9781616351564.xml>. Acesso em: 22 maio 2025.

## 11.5 Novas perspectivas para a compreensão sobre a moeda

Um dos principais debates contemporâneos sobre a natureza jurídica da moeda diz respeito à sua qualificação como uma forma de dívida. Tradicionalmente, a moeda emitida por bancos centrais – *central bank money* (CBM) – tem sido registrada nos balanços contábeis como um passivo, sugerindo que o Banco Central estaria, de algum modo, endividado junto aos detentores de moeda. No entanto, essa visão tem sido crescentemente contestada, sobretudo por abordagens que consideram as transformações recentes nas funções do dinheiro e nas práticas monetárias.

Nesse contexto, destaca-se o artigo “Central Bank Money: Liability, Asset, or Equity of the Nation?”, de Michael Kumhof *et al.*<sup>16</sup>, que oferece uma interpretação inovadora para a CBM, reconhecendo-lhe uma natureza *sui generis*, e propondo a adoção da sua classificação nos balanços dos bancos centrais como *social equity*. Para os autores, a caracterização da moeda como uma dívida do Banco Central é inadequada sob a ótica jurídica, contábil e funcional, principalmente porque não há obrigação real de reembolso ou resgate em qualquer outro ativo.

Como afirmam Kumhof *et al.*: “O detentor de CBM jamais pode exigir o seu reembolso em qualquer coisa que não seja a própria CBM, o que torna essa ‘obrigação’ um ciclo autorreferencial sem fim. Além disso, os bancos centrais não têm (quantitativamente) nenhum limite legal quanto à quantidade de reservas que podem criar” (tradução nossa)<sup>17</sup>. Ou seja, para os autores, o problema central em considerar a CBM um passivo é que não existe um meio alternativo no qual o Banco Central deva pagar sua obrigação; não se pode exigir o reembolso da moeda do Banco Central (CBM) em outra coisa senão a própria CBM, o que torna a designação de passivo, segundo afirmam, “altamente artificial” (tradução nossa)<sup>18</sup>.

Ao qualificar a CBM como um instrumento *sui generis*, os autores propõem que ele seja mais adequadamente entendido como uma forma de

---

16 KUMHOF, Michael; ALLEN, Jason G.; BATEMAN, Will; LASTRA, Rosa M.; GLEESON, Simon; OMAROVA, Saule T. Central bank money: liability, asset, or equity of the nation? *Cornell Legal Studies Research Paper*, n. 20-46, 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3730608>. Acesso em: 22 maio 2025.

17 KUMHOF, Michael; ALLEN, Jason G.; BATEMAN, Will; LASTRA, Rosa M.; GLEESON, Simon; OMAROVA, Saule T. Central bank money: liability, asset, or equity of the nation? *Cornell Legal Studies Research Paper*, n. 20-46, 2020. p. 2. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3730608>. Acesso em: 22 maio 2025.

18 KUMHOF, Michael; ALLEN, Jason G.; BATEMAN, Will; LASTRA, Rosa M.; GLEESON, Simon; OMAROVA, Saule T. Central bank money: liability, asset, or equity of the nation? *Cornell Legal Studies Research Paper*, n. 20-46, 2020. p. 17. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3730608>. Acesso em: 22 maio 2025.

*social equity*, uma participação coletiva dos cidadãos na economia monetária nacional. Diferentemente das ações em empresas privadas, esse *equity* não confere controle ou dividendos, mas representa o direito de participar do sistema monetário estatal. A esse respeito, explicam:

Se os cidadãos deixarem de manter dinheiro em espécie e depósitos bancários na moeda nacional, optando por exemplo por moedas estrangeiras, os bancos centrais perdem a capacidade de executar a política monetária. Se esse poder for perdido, o Estado perde uma ferramenta macroeconômica essencial para influenciar o emprego, a produção e sua própria situação fiscal; em casos extremos, a recusa dos cidadãos em manter CBM pode ameaçar a soberania do Estado. Nesse sentido, há uma conexão fundamental entre a posse de CBM e a participação no corpo político que o banco central emissor existe para servir. A ruptura dessa conexão (por meio de decisões agregadas de não utilizar a CBM pelos membros do corpo político) pode ter impactos significativos nas políticas do banco central. Nesse aspecto, o uso “social” ou “coletivo” da CBM de fato possui poder de influenciar o banco central emissor, que representa o agente democraticamente responsável perante o público na provisão de um bem público: um meio de troca universalmente aceito, a infraestrutura do sistema de pagamentos do país e o canal para a política econômica (isto é, monetária) (tradução nossa)<sup>19</sup>.

Nessa concepção, a moeda do Banco Central é um passivo nominal sem exigibilidade, cuja emissão não implica endividamento no sentido jurídico estrito. Note-se que essa perspectiva redefine profundamente a compreensão sobre o papel da moeda estatal. A emissão monetária, sob esse enfoque, não gera uma obrigação jurídica convencional, e sua contabilização como passivo decorre mais de uma convenção contábil do que de uma realidade jurídica. Os autores argumentam que tal classificação resulta de uma herança histórica – vinculada à prática bancária privada e ao padrão-ouro – e que não corresponde mais às funções contemporâneas do dinheiro estatal.

Além disso, Kumhof *et al.* sugerem que, ao classificar a CBM como *social equity*, é possível visualizar a moeda como um instrumento de política pública e de fortalecimento da soberania econômica, e não como um ônus financeiro. Os autores alertam para os riscos de se manter a noção da moeda

---

19 KUMHOF, Michael; ALLEN, Jason G.; BATEMAN, Will; LASTRA, Rosa M.; GLEESON, Simon; OMAROVA, Saule T. Central bank money: liability, asset, or equity of the nation? *Cornell Legal Studies Research Paper*, n. 20-46, 2020. p. 28. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3730608>. Acesso em: 22 maio 2025.

como dívida, sobretudo no contexto de debates sobre políticas monetárias não convencionais, como o afrouxamento quantitativo e a emissão de moedas digitais de Banco Central (*central bank digital currencies – CBDCs*)<sup>20</sup>.

A implicação prática dessa reconceitualização é relevante para o Direito Financeiro e Constitucional: se a moeda estatal não constitui dívida, mas patrimônio coletivo, sua emissão e gestão devem ser reguladas não como a geração de uma dívida pública, mas como ações de política pública vinculadas à realização de direitos fundamentais. Outrossim, as conclusões formuladas pelos autores suscitam uma reflexão relevante sobre o desenho institucional da política monetária gerar, na atualidade, uma restrição desnecessária para o espaço de atuação da política, especialmente em tempos de crise.

Além da visão defendida por Kumhof *et al.*, Bossone e Costa<sup>21</sup> também propõem uma reavaliação da classificação atual da moeda, introduzindo a perspectiva contábil da moeda (*Accounting View of Money – AVM*), que, do mesmo modo, visa contestar a concepção da moeda como dívida do emissor.

Segundo Bossone e Costa, a moeda fiduciária emitida pelo Estado não deve ser considerada uma dívida, mas sim um patrimônio líquido do emissor. Eles argumentam que, sob os princípios contábeis internacionais, a moeda emitida é uma forma de patrimônio líquido do Banco Central, pois não há uma obrigação de reembolso associada à sua emissão. Em vez de representar uma dívida, a moeda seria uma forma de participação do emissor na economia, refletindo sua autoridade monetária e soberania<sup>22</sup>.

Os autores explicam que, ao contrário das dívidas tradicionais, a moeda emitida não cria uma obrigação de pagamento futuro. Na verdade, ela representa um direito de compra na economia, concedido ao detentor da moeda. Segundo os autores:

---

20 KUMHOF, Michael; ALLEN, Jason G.; BATEMAN, Will; LASTRA, Rosa M.; GLEESON, Simon; OMAROVA, Saule T. Central bank money: liability, asset, or equity of the nation? *Cornell Legal Studies Research Paper*, n. 20-46, 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3730608>. Acesso em: 22 maio 2025.

21 BOSSONE, Biagio; COSTA, Massimo. Money for the issuer: liability or equity? *Economics: the Open-Access. Open-Assessment Journal*, Berlin: De Gruyter, v. 15, n. 1, p. 43-59, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1515/econ-2021-0004>. Acesso em: 22 maio 2025.

22 BOSSONE, Biagio; COSTA, Massimo. Money for the issuer: liability or equity? *Economics: the Open-Access. Open-Assessment Journal*, Berlin: De Gruyter, v. 15, n. 1, p. 43-59, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1515/econ-2021-0004>. Acesso em: 22 maio 2025.

No caso da moeda do banco central, por exemplo, ela é incorretamente registrada como “passivos” do banco central.

Na realidade, quando a moeda é emitida por uma entidade do setor público, a receita correspondente deveria beneficiar os seus verdadeiros proprietários – os cidadãos – na qualidade de “acionistas” ideais da *res publica*.

E, no caso de um banco central de propriedade privada, a receita deveria ser atribuída aos proprietários privados do banco.

Se a receita não for distribuída aos proprietários, deveria ser registrada como lucros retidos, compondo o patrimônio líquido, em conformidade com o que propõem Archer e Moser-Boehm (2013) do BIS (Banco de Compensações Internacionais).

Emitir moeda é equivalente a produzir e vender bens, já que a moeda carrega valor da mesma forma que qualquer mercadoria (tradução nossa)<sup>23</sup>.

Assim, de acordo com a perspectiva defendida pelos autores, a moeda deve ser tratada como patrimônio líquido nos balanços dos bancos centrais, refletindo sua função como meio de troca e unidade de conta, sem as implicações de endividamento associadas às dívidas convencionais.

A adoção da AVM também implica uma mudança significativa na forma como a moeda é tratada contábil e juridicamente. Se a moeda é considerada patrimônio líquido, isso altera a compreensão sobre a responsabilidade fiscal e a política monetária. Bossone e Costa destacam que essa abordagem permite uma melhor compreensão do papel da moeda na economia, sem as limitações impostas pela visão tradicional de dívida<sup>24</sup>.

Essa reinterpretação também tem implicações na transparência fiscal e na gestão da dívida pública, conforme explicam os autores. Ao tratar a moeda como patrimônio líquido, os bancos centrais podem fornecer uma representação mais precisa de sua posição financeira, evitando distorções que podem surgir ao classificá-la como passivo. Além disso, essa abordagem pode influenciar a forma como as políticas monetária e fiscal são formuladas e implementadas, oferecendo uma base contábil mais sólida para decisões econômicas.

---

23 BOSSONE, Biagio; COSTA, Massimo. Money for the issuer: liability or equity? Economics: the Open-Access. *Open-Assessment Journal*, Berlin: De Gruyter, v. 15, n. 1, p. 48, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1515/econ-2021-0004>. Acesso em: 22 maio 2025.

24 BOSSONE, Biagio; COSTA, Massimo. Money for the issuer: liability or equity? Economics: the Open-Access. *Open-Assessment Journal*, Berlin: De Gruyter, v. 15, n. 1, p. 43-59, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1515/econ-2021-0004>. Acesso em: 22 maio 2025.

## 11.6 Conclusões

A moeda, enquanto instrumento jurídico, contábil e político, é elemento central na organização da ordem econômica do Estado moderno. No Brasil, a Constituição Federal e a legislação infraconstitucional atribuem à moeda em sentido estrito um regime jurídico fundado na exclusividade da emissão pela União e no poder liberatório assegurado pelo curso legal do Real.

A contabilização da moeda como passivo do Banco Central, embora amplamente consolidada, revela-se como uma convenção historicamente construída, sujeita a revisão teórica e normativa. As propostas apresentadas por Kumhof *et al.* e por Bossone e Costa demonstram que é possível conceber a moeda não como uma dívida do emissor, mas como uma forma de patrimônio social ou capital institucional do Estado. Essas abordagens reforçam a ideia de que a emissão monetária não necessariamente implica endividamento, abrindo espaço para novas interpretações sobre a política fiscal, a sustentabilidade da dívida pública e o papel do Estado como garantidor da confiança monetária.

Nesse cenário, torna-se fundamental repensar os marcos conceituais que estruturam a contabilidade pública e o direito financeiro, reconhecendo a complexidade da moeda contemporânea e sua evolução para além dos modelos tradicionais. A reflexão crítica sobre a natureza jurídica da moeda pode contribuir para o aperfeiçoamento das instituições fiscais, para o fortalecimento da soberania monetária e para a ampliação do espaço legítimo de atuação do Estado na promoção do bem-estar social.

