

## BREVES ASPECTOS DO SISTEMA MONETÁRIO MODERNO, SUA APRESENTAÇÃO NO BRASIL ATUAL E AS PROPOSTAS DE ALTERAÇÃO – UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA

André Mellini<sup>1</sup>

**RESUMO:** A questão da moeda é central em Keynes desde seus primeiros escritos, que culminará em sua Teoria Geral, no conceito fundamental de economia monetária de produção. Entender esse conceito e como a moeda influencia todo o sistema é parte fundamental para compreendermos a economia atual. Dada a importância da moeda em Keynes, é natural supor que seus seguidores modernos buscariam compreender todo o sistema monetário em uma moderna economia capitalista e seu entrelaçamento com o setor real para explicar todo o funcionamento deste complexo sistema e, a partir disso, contribuir positivamente para sua estabilidade com equidade, emprego e eficiência operacional. A partir disso, buscarei mostrar como essa teoria se aplica à realidade brasileira e ao recente debate em relação à operacionalização da política monetária no país.

**Palavras-chave:** Sistema Monetário, Economia Monetária, Política Monetária, Keynes, Pós-Keynesianismo.

**ABSTRACT:** The issue of money is a cornerstone in Keynes since his first's writings, which will end up in a concept of monetary economy of production in his General Theory. Understanding this concept and how the money influences all system is fundamental to us comprehending the current economy. Given the importance of money in Keynes, it's natural to suppose that his modern followers would study how the monetary system in a modern capitalist economy works and how it is connected to real sectors to explain the functioning of this complex system and, from that, contribute positively to its stability with equity, employment and operational efficiency. From this, I seek to show how this theory applies to the Brazilian reality and to the recent debate about the operation of the monetary policy in the country.

**Key-words:** Monetary System, Monetary Economy, Monetary Policy, Keynes, Post-Keynesianism.

Data da submissão: 25-02-2018

Data do aceite: 20-03-2019

### 1. INTRODUÇÃO

A moeda é um assunto que despertou grande interesse em Keynes e por isso foi abordada em muitos de seus trabalhos. Algumas obras que tratam do tema são *Indian Currency and Finance* (1913), *The Inflation of Currency as a Method of Taxation* (1922), *A Tract on Monetary Reform* (1923), *A Treatise on Money* (1930) e *The End of the Gold Standard* (1931), além, é claro, de *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936). Daí pode-se ver a grande importância que a moeda tem na teoria de Keynes para entender a economia real.

Das obras listadas acima e pelo grande esforço do autor em estudar o tema percebe-se que a moeda em Keynes vai muito além da visão dominante à época de mero meio de troca e unidade de conta, que não afeta a economia real, como o defendido pelos neoclássicos, sendo na verdade algo importante e complexo que precisa ser adequadamente compreendido. Assim, a moeda não é apenas um elo para facilitar as transações, possuindo características e funções próprias, além de forte impacto nas variáveis reais, e por isso deve ser estudada como parte do sistema.

Muitos economistas, inclusive os que se classificam como heterodoxos, e dentro desses até mesmo pós-keynesianos, muitas vezes fazem suposições que vão contra o modo de funcionamento do sistema monetário. Explicar o funcionamento deste sistema e as confusões que ir contra isso os leva também é importante.

<sup>1</sup> Doutorando em Economia Universidade Federal de Uberlândia (UFU)

O caso brasileiro possui uma série de especificidades, como a ampla utilização de títulos indexados à taxa básica de juros, taxas de juros reais que eram muito elevadas (tanto a taxa básica quanto a dos empréstimos, estas continuam sendo altas), depósitos compulsórios altos e agora um debate sobre a possibilidade de o Banco Central do Brasil (Bacen) voltar a emitir títulos para controle de liquidez (não para financiamento direto do Tesouro Nacional, o que de qualquer forma requer alterações na Lei de Responsabilidade Fiscal) e a adoção de reservas remuneradas, em substituição ou para complementar as operações compromissadas com títulos públicos federais. As características do sistema monetário brasileiro implicam diferenças fundamentais em relação a outros países e impactam fortemente os demais setores da economia, como o crescimento econômico e a distribuição de renda. Além disso, entender o modo que o sistema monetário opera, as causas e efeitos que as mudanças de regras teriam é importante para analisar as melhores opções possíveis.

O presente trabalho, apesar de possuir fortíssima influência de Keynes, vai muito além deste autor. Conforme colocado por Lavoie (2014), apesar de muitos defenderem os fundadores do pós-keynesianismo, agindo como “guardiões do templo e das sagradas escrituras”, é necessário questionar, adaptar e até mesmo abandonar alguns pontos, como a aceitação de uma Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) modificada por Keynes na Teoria Geral, com oferta de moeda exógena, ou a aceitação do multiplicador bancário e a capacidade dos depósitos limitarem a oferta de moeda pelo mesmo autor na obra *Treatise on Money*.

Levando em conta o exposto até agora, o presente trabalho se organizará buscando, na seção 2, apresentar alguns dos principais pontos de divergência entre Keynes e os neoclássicos em relação à moeda. Na seção 3 mostrará como funciona o sistema monetário atualmente, em uma moderna economia capitalista (economia monetária de produção), moderna aqui no sentido de uma sociedade economicamente organizada sob o capitalismo, que transacione utilizando moeda fiduciária e possua um banco central emissor desta moeda soberana, e não se refere necessariamente a um país desenvolvido. Na seção 4 o objetivo é enquadrar o modo de funcionamento do sistema monetário moderno nas especificidades do Brasil, na seção 5 mostrar o que está sendo proposto para alterar o funcionamento do sistema monetário brasileiro e o efeito que terá sobre o país. A seção 6 apresentará as considerações finais do artigo.

## 2. AS DIFERENÇAS FUNDAMENTAIS ENTRE A TEORIA MONETÁRIA DE KEYNES E DOS NEOCLÁSSICOS

O determinante da taxa de juros é fonte de discordância entre Keynes e os neoclássicos (chamados por ele de clássicos). De acordo com os neoclássicos, conforme desenvolvido por Wicksell (1962), há uma taxa de juros que iguala poupança e investimento no nível de pleno emprego. Nas palavras do autor:

There is a certain rate of interest on loans which is neutral in respect to commodity prices, and tends neither to raise nor to lower them. This is necessarily the same as the rate of interest which would be determined by supply and demand if no use were made of money and all lending were effected in the form of real capital goods. It comes to much the same thing to describe it as the current value of the natural rate of interest on capital. (Wicksell, 1962. p 102.)

Assim, a economia tenderia naturalmente ao pleno emprego devido à existência dessa variável de ajuste.

O conceito de taxa de juros wickselliana, taxa de juros neutra, taxa de juros natural ou taxa de juros de equilíbrio é então a taxa de juros que garantirá o equilíbrio entre poupança e investimento no longo prazo no nível de pleno emprego. Esse conceito é muito utilizado atualmente e baliza inclusive a política monetária convencional, adotada no Brasil e nos principais países do mundo.

A teoria monetária de Wicksell foi adaptada ao arcabouço institucional da atualidade, no qual o banco central manipula a taxa de juros de curto prazo através de operações de compra e venda de títulos públicos (*open market*). Fazendo isso, a autoridade monetária visa estimular a economia quando ela cresce abaixo do “potencial” e desacelerá-la quando cresce acima, o que tenderia a gerar pressões inflacionárias. A taxa neutra de juros é a qual, no longo prazo, a taxa de curto prazo se aproximará, sendo, portanto a que mantém a inflação estável e o crescimento em seu “potencial”. A formalização dessas ideias em um modelo é apresentada por Taylor (1993), no que ficou conhecido

como a Regra de Taylor da política monetária, e sua forma mais sofisticada, ensinada nos manuais intermediários de macroeconomia, recebe o nome de Modelo IS-PC-MR.

Na teoria convencional a moeda é neutra no longo prazo, apesar de afetar variáveis reais, como emprego e renda, no curto prazo. Porém, para Keynes, se a moeda afeta a acumulação de capital, ou seja, o investimento produtivo, e com isso aumenta a capacidade produtiva da economia, ela possui efeitos permanentes (Carvalho, 1992).

Insatisfeitos com a diferença entre a taxa de desemprego em vários países e a ideia de que a política monetária e recessões influenciam exclusivamente o curto prazo, Blanchard e Summers (1986), dentre outros, buscaram explicar esse fato, dentro do arcabouço *mainstream*, recorrendo à histerese (a história influencia o desempenho presente das variáveis). Atualmente, a histerese está sendo incorporada em modelos ortodoxos. Conceitos semelhantes também são adotados nas análises pós-keynesianas, como *path dependence*, tempo histórico e irreversível (Davidson, 1982) e mundo não ergódico (Dow, 2005), todos eles em linha com os escritos de Keynes.

Foi devido a divergências em relação à moeda, quanto ao tratamento, papel e efeito permanente na economia, que Keynes se distanciou dos neoclássicos. Segundo Carvalho (1992), “Keynes’s departure from orthodoxy happened because of his dissatisfaction with the classical treatment of money”.

Keynes criticará a taxa de juros natural de Wicksell e com isso a tendência ao pleno emprego das economias capitalistas. Na economia monetária de produção, não há mecanismo automático que garanta o equilíbrio entre oferta e demanda efetiva. A moeda, que é uma forma de reduzir a incerteza do sistema, seja através de contratos monetários ou por transportar poder de compra no tempo (e com isso possibilitar que os agentes tomem medidas precaucionais diante do futuro incerto), amplia a complexidade da economia. Na ausência de um “leiloeiro walrasiano”, como nos modelos de equilíbrio geral (Walras, 1996), a moeda deixa de funcionar como mero meio de troca e unidade de conta, passando a ser também reserva de valor.

De acordo com Keynes, as pessoas demandam moeda para transação, precaução, especulação e pelo motivo financeiro, este último incluído após a publicação da Teoria Geral, em resposta a críticas que Keynes recebeu (Carvalho, 1992). É sobre o motivo especulação que está a principal diferença entre Keynes e os neoclássicos, e intimamente ligado à política monetária e taxa de juros. Sendo a taxa de juros de curto prazo determinada pela autoridade monetária, a de longo prazo é, principalmente, determinada no mercado monetário através da demanda especulativa por moeda. Os agentes criam uma noção de taxa de juros convencional ou normal a vigorar no futuro, e os que acreditam que a taxa de juros cairá demandam moeda (touros ou *bulls*), enquanto os que acham que os juros aumentarão oferecem moeda (ursos ou *bears*). Aqui, o importante é a expectativa de variação da taxa de juros (os conceitos de tempo e incerteza, fundamentais em Keynes, estão presentes), e não seu nível absoluto. Isso ocorre em mercados que operam com títulos pré-fixados, como a Inglaterra da época de Keynes. Sendo assim, um título com valor de face de 100 libras e vencimento em um ano que custe 98 libras pagará aproximadamente 2,04% de juros. Se a opinião média do mercado muda e o preço desse título cai para 97, a taxa de juros sobe para 3,1%, o que provavelmente terá pouco impacto sobre a taxa de juros dos empréstimos e a demanda por crédito, mas terá gerado uma perda de capital próxima a 1,02% para o especulador que detém o título. Assim, a demanda especulativa por moeda é fundamental para entender a diferença entre a taxa de juros de curto e de longo prazo.

Como coloca Lima (1999), Keynes considera que a política monetária deve ser usada de forma comedida. As pessoas têm uma ideia do que seria a taxa de juros normal e esperam que ela flutue ao seu redor, e é através da antecipação do movimento da taxa de juros que a política monetária atua.

Enquanto os neoclássicos viam a taxa de juros como influenciada por fatores reais (no longo prazo), como a taxa de poupança, o investimento produtivo e como recompensa pela espera (pois se abria mão do consumo atual para consumir mais no futuro), Keynes tem visão diferente. Para ele, a taxa de juros é um fenômeno monetário. Ela é a recompensa por abrir-se mão do mais líquido dos ativos, a própria moeda, cuja demanda pode-se alterar bruscamente

durante crises e expansões. Portanto, um aumento da preferência pela liquidez<sup>2</sup> (da vontade da sociedade em manter sua riqueza na forma mais líquida possível, ou seja, em moeda corrente) irá fazer subir a taxa de juros, pois para que se aceite abrir mão da liquidez, o prêmio por isso (a taxa de juros) tem que se elevar.

A taxa de juros de curto prazo é determinada pelo Banco Central, que fixa a taxa pela qual comprará e venderá, sem restrições quantitativas, títulos públicos de curta maturação. Sendo esta a taxa de juros livre de risco, todas as demais deverão ser superior a essa. A taxa dos empréstimos dependerá da taxa livre de risco mais uma margem colocada para cobrir os custos, o risco de inadimplência e uma margem de lucro, margem essa que dependerá, entre outros fatores, da preferência pela liquidez dos bancos. Se os bancos estiverem receosos em meio a uma recessão, exigirão mais garantias e taxas de juros mais altas para concederem empréstimos.

A moeda como reserva de valor pode transportar poder de compra no tempo, tirando-a da “circulação industrial”, ou seja, da economia real. De acordo com a economia neoclássica, se isso ocorresse o preço cairia, mantendo a quantidade produzida, os salários reais (apesar de queda dos salários nominais) e o emprego constante (mesmo que apenas no longo prazo). Porém, para Keynes, uma economia monetária de produção, como as modernas economias capitalistas, funciona de outra forma. Os custos e os salários são relativamente fixos e determinados em termos monetários no curto prazo, e as firmas ajustam a produção e a demanda por mão de obra de acordo com a demanda esperada e efetiva. Não há mecanismo natural que garantirá, nem no longo prazo, que a demanda se ajustará à capacidade produtiva. Nessa situação, a queda na demanda gera redução da produção e, com isso, no nível de emprego.

Na Teoria Geral, Keynes parte de uma economia fechada e sem governo. Então, a renda agregada é a soma de consumo e investimento. Como parte da renda é poupada e o nível de emprego é dado pela demanda efetiva, o investimento precisa preencher a lacuna existente entre renda e consumo. Mas, conforme já dito, a taxa de juros, diferentemente da teoria neoclássica, não igualará poupança e investimento no nível de pleno emprego. O investimento para Keynes depende da taxa de juros e da eficiência marginal do capital, que é a expectativa de lucro (altamente subjetiva e incerta) que o investimento em capital fixo proporcionará<sup>3</sup>. Enquanto a taxa de juros dos empréstimos não pode cair abaixo de zero, dados os custos fixos, risco de inadimplência e possibilidade de entesourar o dinheiro (que paga juros zero para seu detentor), a eficiência marginal do capital pode ser negativa (ou inferior à taxa de juros), fazendo com que o fluxo de investimentos não cubra a lacuna entre renda e consumo e a economia opere em situação de desemprego.

Keynes pontua que “a evidência prova que o pleno emprego, ou mesmo o aproximadamente pleno, é uma situação tão rara quanto efêmera.” (Keynes, 1996). Por essa razão, a política monetária é algo importante que pode ajudar a aproximar e manter as economias capitalistas (economias monetárias de produção) da condição de pleno emprego.

Os contratos em termos de moeda podem gerar estabilidade ao sistema, e não instabilidade. A rigidez nominal dos salários impede que a economia entre em uma deflação por redução de custos salariais durante as recessões, o que aumentaria o fardo das dívidas, que também são contratadas em termos monetários, aumentando a fração da renda apropriada por rentistas em detrimento dos empresários e trabalhadores, conforme Keynes (1971). A rigidez nominal dos salários também modera a variação do consumo (em termos monetários) e conseqüentemente da demanda efetiva, e com isso do emprego, renda e inflação. Na mesma linha, se há um choque de custos, como quebra de safra agrícola, e os salários são automaticamente ajustados pela inflação, teríamos uma situação permanente de tendência à inflação e perda de valor da moeda. Se os salários fossem determinados em termos reais, pequenas alterações de preços gerariam bruscas alterações na oferta de trabalho (trabalhadores abandonariam seus empregos

<sup>2</sup> A preferência pela liquidez é um conceito muito mais amplo e complexo do que apenas demanda por moeda, sendo uma teoria de *portfolio* e da taxa de juros própria de cada ativo, onde tempo, expectativa e incerteza têm papéis fundamentais. Para mais, ver Carvalho (1992).

<sup>3</sup> Carvalho (1992) mostra também que, para Keynes, o investimento pode se dar, além de em bens de capital, em insumos e em estoques.

ao menor aumento do custo de vida), como colocado por Keynes na Teoria Geral, e o nível de preços flutuaria entre zero e o infinito.

A redução dos salários nominais poderia estimular a demanda por investimento e o crescimento se os empresários não acreditassem em sua continuidade (se os salários continuarem caindo, a demanda e o custo de produção cairá mais) e ocorresse também queda do custo do capital e aumento da eficiência marginal do capital. No caso de uma economia aberta, a redução dos salários reduz o custo em relação aos competidores internacionais, e nessa circunstância pode aumentar o emprego se houver aumento do saldo externo. Portanto, o efeito líquido da redução dos salários na economia é, no mínimo, incerto (Sicsú, 1997).

### 3. O SISTEMA MONETÁRIO MODERNO

Ao contrário da economia neoclássica, onde a moeda “cai do céu” (não há contrapartidas) e muitas vezes é tratada como exógena, na economia pós-keynesiana a moeda é endógena e representa um contrato, com contrapartidas e divisão de classes.

A parte fundamental da teoria monetária pós-keynesiana é que a moeda é endógena e conduzida pela demanda. Não é possível, exceto em gravíssimas crises de liquidez, haver oferta de moeda insuficiente na economia moderna. Na economia pós-keynesiana, o crédito cria moeda, sem a necessidade de depósitos prévios. Essas ideias são endossadas por muitos pós-keynesianos, dentre os quais Kaldor (1982) e Moore (1988). Embora esses aspectos tenham levantado intenso debate, que opôs pós-keynesianos horizontalistas e verticalistas, as práticas mais transparentes que estão sendo aplicadas pelos bancos centrais nas últimas décadas têm vindicado a visão horizontalista (Lavoie, 2005). Segundo essa visão, o papel dos bancos comerciais na expansão do crédito (e com isso da oferta monetária) se torna relativamente passivo, atendendo toda demanda por crédito, desde que os clientes satisfaçam os critérios de risco da instituição, recorrendo depois ao sistema monetário para fecharem suas posições, sem grandes oscilações nas taxas de juros cobradas para cada segmento de crédito.

Entre as tais práticas transparentes podemos citar a atuação do Banco Central Europeu (BCE), que define a taxa de juros sobre os depósitos que recebe dos bancos comerciais, a taxa de refinanciamento e a taxa de redesconto de liquidez. Por não haver restrições quantitativas às operações financeiras e por funcionar o *overnight* entre a menor taxa (a paga sobre os depósitos) e a maior (a de redesconto), há estabilidade na taxa de juros e a oferta de moeda passa a ser totalmente conduzida pela demanda do setor bancário.

Existem basicamente dois arcaouços institucionais modernos que colocam a demanda por moeda no centro do debate, um chamado de *overdraft*, no qual os bancos comerciais sacam literalmente a descoberto do banco central quando precisam de recursos, e o *asset-based*, que os bancos comerciais mantêm em suas carteiras de ativos títulos públicos a serem descontados no banco central para terem acesso a moeda. Atualmente alguns países entrelaçam a relação dos dois sistemas, sendo o primeiro o dominante na Europa Continental e o segundo o predominante nos países anglo-saxões (Lavoie, 2014) e no Brasil.

Para iniciar a explicação do motivo de a moeda ser sempre endógena, é necessário explicar a taxa de juros. Segundo a visão pós-keynesiana, o poder de monopólio da emissão da moeda nacional garante que o banco central sempre poderá atingir a taxa de juros que quiser, pois para isso basta comprar e vender títulos públicos a uma taxa pré-determinada sem restrição quantitativa (Rochon e Rossi, 2011). Já para Lavoie (2011), o banco central pode sempre atingir a taxa de juros pré-determinada por uma questão mais microeconômica, pela institucionalidade que obriga os bancos a liquidarem suas posições sob os livros do banco central (se houver sobra de caixa, o banco central o absorve e, se houver falta, o banco central oferta fundos), que para o autor é mais esclarecedor e simplificador do que a ideia de monopólio da emissão pelo banco central. Assim, um país com um banco central e moeda própria não poderá ser levado ao calote involuntário das dívidas denominadas em sua moeda, a menos que o banco central pare

de fixar a taxa de juros e ofertar e vender títulos para atingi-la, ponto esse muito enfatizado por Wray em muitas de suas publicações, como em Tymoigne e Wray (2013).

Os bancos comerciais captam recursos pagando aproximadamente (ligeiramente abaixo) a taxa básica de juros determinada pela autoridade monetária através de depósitos à vista e a prazo. Sobre essa taxa adicionam os custos, riscos de inadimplência e uma margem de lucro, e daí busca-se emprestar os recursos. Ao fim do dia, os bancos que emprestaram menos do que possuem em depósitos utilizam o excedente emprestando para os bancos que fecharam no vermelho no mercado *overnight*. Se, como um todo, os bancos fecharem o dia no positivo, esse dinheiro é utilizado para comprar títulos públicos com compromisso de recompra ofertados pelo banco central (operações compromissadas, ou *repurchase agreements*, ou ainda apenas *repos*), pois se o banco central não oferecesse tais títulos, a taxa de juros iria cair, dado o excesso de liquidez. Na situação oposta, com a maioria dos bancos fechando no vermelho (empréstimos maiores do que os depósitos), a tendência seria a taxa de juros do interbancário ou *overnight* subir bruscamente, e por isso o banco central compraria ativos dos bancos, ofertando moeda, pois se não o fizesse geraria uma crise de liquidez e a taxa de juros oscilaria diariamente e de forma intensa, desestabilizando todo sistema financeiro. Assim, a moeda endógena gera estabilidade ao sistema financeiro, pois a demanda por moeda é instável e a tentativa de controle dos agregados monetários leva a instabilidade da taxa de juros, e com isso do sistema financeiro.

Walter Bagehot, conforme citado por Bindseil (2004), percebeu ainda em 1873 que a moeda era endógena e conduzida pela demanda na Inglaterra, a taxa de juros administrada e a tentativa de controlar a quantidade de moeda desestabilizaria a taxa de juros. Ou seja, a oferta de moeda não era condicionada pela oferta de metais, como se acreditava:

Day-to-day monetary policy implementation means maintaining some level of short term interest rates by permanently adjusting quantities with regard to high frequency, partially transitory shocks, which are not or only marginally related to macroeconomic developments... Any attempt to control in the short run the monetary base leads to extreme volatility of interest rates since the market will, due to stochastic and seasonal fluctuations in the demand for base money, permanently be short or long of reserves, as already observed by Bagehot (1873) (Bindseil, 2004. p. 18)

Outra questão importante é que, sendo a moeda endógena, ela não pode ser a causadora da inflação. A oferta de moeda cresce com o aumento dos preços e o crescimento econômico, mas não os causa. Assim, o aumento do PIB nominal gera aumento da oferta de moeda, e não o contrário, já que o papel do banco central e dos bancos comerciais é, em sua maior parte, passivo. Haverá ampliação da oferta de moeda desde que os agentes cumpram os critérios de risco e aceitem a taxa de juros cobrada pelos bancos, fazendo essas instituições ofertarem os recursos demandados.

A imposição de reservas compulsórias não impede que os bancos criem depósitos com a ampliação dos empréstimos, já que mesmo na ausência de depósitos os bancos comerciais emprestarão e no fim do dia recorrerão ao *overnight* ou ao banco central para fecharem suas posições. Pensar o contrário seria assumir que de fato poderia ocorrer a situação na qual os agentes que cumpram os critérios de risco e aceitem a taxa de juros determinada pelos bancos comerciais não conseguissem empréstimos por falta de recursos, sobretudo quando está em curso uma política monetária restritiva que, na teoria convencional, retira moeda de circulação para aumentar os juros. Isso não seria verdade apenas se incluirmos pressupostos duvidosos, como ajuste da taxa de juros à demanda por crédito (suposição de que a taxa de juros flutua frequentemente para equilibrar os empréstimos bancários com a disponibilidade de reservas), e para tal a demanda por empréstimos deve ser bem conhecida e previsível (em uma espécie de expectativas racionais à *la Muth*, 1961). Ou seja, pensar em limitação quantitativa dos bancos comerciais para a expansão do crédito implica acreditar que os bancos esperam os depósitos entrarem para depois irem atrás dos clientes, e que se não há depósitos suficientes os bancos parariam de emprestar ou ajustariam brusca e frequentemente a taxa de juros cobrada.

A imposição de depósitos compulsórios suaviza a demanda por reservas bancárias, facilitando que o banco central atinja a meta estabelecida para a taxa de juros (Lavoie, 2011). Porém, não se pode afirmar que elas limitam o crescimento monetário ou que há um multiplicador monetário exógeno. White (2002), em um discurso, afirmou que:

Some decades ago, the academic literature would have emphasised the importance of the reserves supplied by the central bank to the banking system, and the implications (via the money multiplier) for the growth of money and credit. Today, it is more broadly understood that no industrial country conducts policy in this way under normal circumstances. Recognising how unstable in practice is the demand for cash reserves, and the associated implications for interest rate volatility, there has been a decisive shift towards the use of short-term interest rates as the policy instrument. In this framework, cash reserves supplied to the banking system are whatever they have to be to ensure that the desired policy rate is in fact achieved. (White, 2002.)

Como a moeda é endógena, o déficit público é tão responsável pela expansão monetária quanto o empréstimo bancário para financiar o consumo das famílias ou o investimento privado. Ao empréstimo ser quitado, a moeda desaparece do sistema econômico. Ou seja, a moeda surge quando há demanda por empréstimos e é destruída quando os empréstimos são pagos, havendo contrapartida (o empréstimo é crédito para o banco e débito para o tomador, sejam eles as famílias, empresas ou o governo) e divisão de classes (entre banqueiros, famílias, empresas e governo).

A imposição de exigências mínimas de capital é defendida por Borio e Disyatat (2010) como sendo uma limitação à oferta de moeda. Porém, para Lavoie (2014), isso não se sustenta na prática por três motivos. Primeiramente, apenas os bancos que correm maiores riscos seriam de fato limitados, já que a relação mínima exigida entre capital próprio e ativos é normalmente abaixo do normal praticado. Em segundo lugar, bancos lucrativos criam elevados colchões de liquidez com lucros acumulados e conseguem captar depósitos ou vender ativos, sobretudo atualmente com a financeirização, reduzindo seu balanço e com isso aumentando a razão entre patrimônio líquido e passivo. Por último, as medidas de calcular o risco nos ativos são lenientes e flexíveis o bastante para dar a aparência de que os bancos são sólidos. Exemplo disso são os empréstimos *subprimes*, que foram classificados como AAA (a nota mais alta possível) pelas principais agências classificadoras de risco (*credit rating agencies*). A situação normal de um banco é lucrar com empréstimos, então isso faz com que o capital próprio aumente de período em período, possibilitando sempre a expansão dos empréstimos, mantendo as exigências mínimas de capital.

Se a oferta monetária de fato gerasse inflação, a zeragem dos depósitos compulsórios deveria aumentar a oferta de moeda quase que ilimitadamente através do multiplicador bancário, bem como as políticas de *quantitative easings*, levando à inflação nos países que os adotam. Essas políticas pouco impactam a economia real, pois o excesso de reservas que não é demandado pelos agentes fica preso no setor financeiro e volta para o banco central no fim do dia, para que este atinja a taxa de juros que determinou previamente.

Outra implicação da moeda endógena é a negação da tríade impossível de Mundell-Fleming. Neste modelo, um superávit externo expandiria a base monetária (já que os agentes trocariam a moeda externa pela doméstica) e pressionaria a taxa de juros para baixo. Porém, nas economias modernas a taxa de juros é a variável exógena. Sendo assim, um superávit externo de fato aumenta as reservas bancárias, mas se não houver demanda por elas o banco central irá absorver o excedente das reservas em moeda doméstica vendendo títulos públicos, sem impacto nas taxas de juros. Se o câmbio for fixo e o país superavitário em seu balanço de pagamentos (BP), poderá manter controle sobre sua política monetária mesmo com livre mobilidade de capitais (Lavoie, 2014). Assim, um superávit externo pode durar para sempre, sem tendência à correção automática, contrariamente o defendido pelo modelo IS-LM-BP. Já o déficit no BP só pode durar enquanto o país possuir reservas internacionais.

Como colocado, a autoridade monetária define apenas a taxa de juros de curto prazo. Se ela embarcar em uma política monetária não crível, ou seja, que os agentes a considerem temporária e sujeita a mudanças, ela falhará, já que, decidindo apenas a taxa de juros de curto prazo e deixando a de longo prazo ser determinada pela demanda especulativa por moeda e por títulos de longo prazo, além da expectativa de quanto será a taxa de juros de curto prazo no futuro, os agentes não alterarão a expectativa de taxa longa conforme a curta. Keynes coloca da seguinte forma:

Assim sendo, uma política monetária que a opinião pública considere experimental em sua natureza e facilmente sujeita a mudanças pode falhar no seu objetivo de reduzir consideravelmente a taxa de juros a longo prazo, porque M2 [demanda por moeda para satisfazer o motivo especulação] pode levar a um

aumento quase sem limite em resposta a uma redução de  $r$  [taxa de juros] abaixo de certa cifra. A mesma política, por outro lado, pode ser facilmente bem-sucedida se a opinião pública julgá-la razoável e compatível com o interesse público, baseada em convicção sólida e promovida por uma autoridade que não corra risco de ser suplantada. (Keynes, 1996. p. 203 e 204.)

Sendo assim, gerenciar as expectativas dos agentes quanto ao caminho da taxa de juros ao longo do tempo e ter credibilidade para tal é fundamental para que os objetivos da autoridade monetária sejam alcançados. A curva de juros pode ser positivamente ou negativamente inclinada, pois a taxa de juros de longo prazo depende das expectativas dos agentes quanto a taxa de juros de curto prazo no futuro acrescido de um prêmio de risco. Assim, como atualmente a taxa de juros nos países desenvolvidos está próxima de zero, a expectativa é que suba no futuro, ao contrário do que ocorria nos EUA em 2006, quando a crise tomava forma e os agentes passaram a prever queda dos juros.

Fullwiler (2013) defende a utilização de corredores simétricos na definição da taxa de juros. Esse modo de operacionalizar a política monetária agiria da seguinte maneira: o banco central define a taxa básica de juros e mantém uma diferença simétrica entre a taxa que emprestará sem restrições quantitativas e outra sobre a qual pagará juros pelas reservas excedentes dos bancos comerciais. Por exemplo, se a taxa de juros é de 5,25% ao ano, o banco central oferecerá operações compromissadas a 5% para os bancos com excesso de reservas e cobrará 5,5% sobre o redesconto dos bancos com déficit nas reservas. Entre essas duas taxas funcionará o *overnight*, com oferta e demanda por recursos entre os bancos que fecharam no positivo e no negativo, sem intervenção do banco central. A política monetária seria transparente e horizontalista.

A chamada armadilha da liquidez, situação na qual as taxas de juros atingem o limite inferior e não podem mais ser reduzidas, gerou controvérsia. Krugman (1998) considerou que a armadilha da liquidez era o “*zero lower bound*”, que ocorreria quando o banco central não pudesse mais reduzir os juros, para ele quando a taxa se encontrasse próxima de zero, o que se mostrou equivocado na prática, com muitos bancos centrais adotando taxas de juros nominais negativas (Suíça -0,75%, Dinamarca -0,65%, Suécia -0,5% e Japão -0,1%). Já Lavoie (2014) acredita que a armadilha da liquidez ocorre quando reduções das taxas de juros deixam de afetar o custo dos empréstimos, dado que os bancos possuem custos positivos a serem cobertos. Seria então a taxa de juros dos empréstimos que não se reduziriam, independentemente da taxa básica, a partir de certo patamar. A visão de Lavoie parece estar mais próxima do significado dado por Keynes, que escreveu:

Resta, finalmente, a dificuldade já examinada na seção IV do capítulo 11, p. 53, que impede a taxa de juros efetiva de baixar além de certa cifra, dificuldade esta que pode tornar-se séria numa época de taxas de juros baixas, ou seja, os custos intermediários de estabelecer o contato entre o mutuário e o mutuante final, bem como na margem para risco, especialmente para o risco moral, que o mutuante exige além da taxa de juros pura. Ao se verificar um declínio na taxa de juros pura, não segue, como consequência natural, um declínio *pari passu* das margens para despesas e riscos. Assim sendo, a taxa de juros que há de pagar o mutuário típico pode baixar mais lentamente que a taxa de juros pura e, conforme os métodos da organização bancária e financeira existente, pode ser impossível trazê-la abaixo de certa cifra mínima. Este fato adquire importância especial quando o risco moral é calculado num valor apreciável, pois, quando o risco provém de dúvidas que o mutuante vislumbra sobre a honestidade do mutuário, este, que não tenciona ser desonesto, nada tem para compensar o encargo maior que daí lhe resulta. Esse mesmo fator é também importante no caso dos empréstimos a curto prazo (por exemplo, os empréstimos bancários), quando os custos de captação são elevados, pois um banco pode ser obrigado a cobrar aos seus clientes de 1,5 a 2%, mesmo que a taxa de juros pura seja nula para o mutuante. (Keynes, 1996. p. 207.)

Na situação de armadilha da liquidez, portanto, a política monetária deixa de ser eficiente para estimular o crescimento econômico, e por isso os bancos centrais dos países desenvolvidos partiram para políticas não convencionais, como o *quantitative easing*, também de efeitos limitados.

Os bancos aceitam qualquer taxa de juros determinada pelo banco central, até mesmo quando são nominais negativas, por não terem opção. O excesso de reservas será depositado no banco central ao fim do dia para garantir a estabilidade da taxa de juros (já que os países que utilizam o sistema *overdraft* são obrigados a fazê-lo), e isso faz com que os bancos a aceitem passivamente. A taxa de juro nominal negativa funciona na prática como um imposto

cobrado sobre o excesso de reservas. A opção dos bancos seria requerer moeda em espécie para evitar as sobras que seriam depositadas no banco central, mas isso implica custos de logística e desgaste das cédulas, que poderiam ficar anos guardadas até serem demandadas pelos clientes.

O banco central poderia agir diretamente determinando os juros de longo prazo, como faz com o de curto prazo. Para isso basta adotar a mesma política, determinando uma taxa de juros e ofertando papéis de diversas maturidades sem restrição quantitativa. Isso de fato foi feito pelos EUA durante a Segunda Guerra Mundial, com o FED estabelecendo como teto para a taxa longa juros de 2,5% ao ano. Essa política só veio a ser totalmente abandonada em meados da década de 1950. Porém, a estrutura de vencimentos da dívida em poder do público seria determinada pelo mercado, já que o banco central ofereceria à sociedade títulos conforme fosse demandado.

Já que o banco central determina a taxa de juros, a questão sobre seu nível também gera controvérsias. O *mainstream* defende que os juros sejam alterados para alcançar inflação e desemprego baixos e estáveis. Alterações bruscas e frequentes são aceitas, se preciso. Nessa abordagem a política monetária seria contra cíclica. Blanchard, Dell'ariccia e Mauro (2010) chegaram a propor metas de inflação mais altas nos países desenvolvidos (em torno de 4% ao ano, ao invés de 2%) para que, durante as crises, a taxa de juros real pudesse ser ainda mais negativa. Há ainda a abordagem que vê a taxa de juros como importante variável distributiva, e por isso não recomendam grandes oscilações, ou até mesmo nenhuma oscilação. Os economistas que se associam a escola denominada *Modern Monetary Theory* (MMT), como Wray (1997), chegam a propor que a taxa de juros seja mantida em zero, o que aliada à inflação (mesmo que baixa), fará com que os juros reais sejam negativos. Essa, porém, não é a visão dominante nem entre os pós-keynesianos e nem a aceita por Keynes. No capítulo 16 da Teoria Geral, Keynes escreve: “Qualquer pessoa poderia ainda acumular o rendimento de seu trabalho com a intenção de o gastar em data posterior. Mas sua acumulação não crescerá”. Ou seja, Keynes defendia juros reais zero, mas não negativos, e no capítulo 17 explica o motivo, criticando a proposta de Gesell de carimbar periodicamente as notas para reduzir seu valor (o que equivale a corroer o valor da moeda pela inflação), afirmando que “se as notas em circulação viessem a ser isentas do dito prêmio de liquidez pelo sistema de carimbo, diversos tipos de sucedâneos viriam tomar-lhes o lugar — moeda bancária, títulos à vista, moeda estrangeira, pedras e metais preciosos e assim por diante.

Assim, juros reais negativos levariam a desarticulação do sistema financeiro e fuga para ativos estrangeiros e ativos reais. Por esses motivos, Smithin (1996) defende que a taxa de juros seja mantida baixa e estável, mas em patamar positivo, entre 1% e 2% acima da inflação após impostos, para manter a parcela dos rentistas na renda total estável, já que o crescimento da produtividade nos países desenvolvidos se encontrava em níveis similares no longo prazo. Obviamente a adoção de política monetária relativamente rígida (fixando-se o juro real por prazos longos) implica que outras políticas, como a fiscal, cambial, de comércio exterior e a de rendas, devam ser ativas para alcançar o equilíbrio macroeconômico, como inflação controlada e alto nível de emprego. Entretanto, o debate dessas políticas foge ao objetivo deste artigo.

#### 4. O SISTEMA MONETÁRIO BRASILEIRO

Primeiramente é importante mostrar como a política monetária, através da taxa de juros, influencia o sistema econômico. Isso ocorre de três maneiras: através do valor dos ativos (*portfolio* e riqueza), pelo canal do crédito e pela alteração da taxa de câmbio (Carvalho *et al.*, 2007). Arestis e Terra (2017) incluem ainda o canal das expectativas, além de separarem o *portfolio* e riqueza.

No Brasil o redesconto de liquidez é pouco utilizado. Não há uma taxa de juros pré-determinada para essa finalidade e não são todas as instituições bancárias que podem recorrer a ele sem restrição quantitativa. Além disso, apenas a taxa básica de juros, a SELIC, é fixada e publicamente informada com o objetivo de operacionalizar a política monetária. Por esses motivos a política monetária brasileira é menos transparente do que nos países desenvolvidos, o que tornaria o sistema aparentemente menos “horizontalista” do que das nações ricas.

As barreiras quantitativas institucionalizadas quanto ao acesso ao redesconto de liquidez força os bancos a serem mais cautelosos e trabalharem normalmente com excesso de reservas e a recorrer apenas ao *overnight*. Essa falta de clareza na atuação do banco central aumenta a incerteza do sistema e coloca dúvidas sobre um possível socorro do banco central, além de aumentar a taxa de juros dos empréstimos para evitar que a demanda por crédito supere reiteradamente a oferta de depósitos, mantendo assim os bancos superavitários em maior parte, o que tende a deprimir a atividade econômica, apesar de tornar o sistema financeiro mais estável. Porém, apesar dessas diferenças, não há restrição quantitativa na expansão do crédito, já que os bancos possuem mais de um trilhão de reais em reservas excedentes, que são enxugadas em operações compromissadas do banco central. Por esse motivo, se a demanda por crédito aumentasse, dada a taxa de juros e o critério de risco dos bancos, a oferta de crédito aumentaria e as operações compromissadas seriam reduzidas. Em uma versão dinâmica, que leva em conta a alta lucratividade do setor bancário no Brasil, o aumento dos empréstimos aumentaria também o lucro, que aumentaria as reservas dos bancos comerciais e as operações compromissadas no período seguinte, a menos que a demanda por crédito aumente ainda mais, de forma sucessiva, ou que os lucros excedentes sejam distribuídos. Sendo assim, não há vazamento do excesso de liquidez retido no sistema bancário e aumento da base monetária por não haver demanda da economia real, sobretudo no atual cenário de grave crise.

No Brasil a dívida pública possui prazo médio ainda muito baixo, inferior a cinco anos, apesar de ter aumentando consideravelmente desde os anos 1990. Além disso, cerca de 38,8% da dívida pública é contraída com taxa de juros flutuante, aproximadamente 23,2% vence em até doze meses e R\$1,4 trilhão está em operações compromissadas de curto prazo, que são contabilizadas como dívida pública e seus gastos com juros são despesas financeiras. Esse perfil de endividamento torna o aumento da taxa básica de juros custoso em termos fiscais, impactando fortemente as contas públicas e dificultando a utilização da política monetária como instrumento de política econômica. Segundo Mascolo (apud Costas, 2015), o aumento de 0,5 ponto percentual na SELIC aumenta os gastos públicos com juros entre sete bilhões e dez bilhões de reais.

Para amenizar o impacto fiscal da política monetária, o governo brasileiro deve continuar estendendo o prazo médio da dívida e reduzindo o endividamento a taxas flutuantes, que representavam mais de 45% em 2003. Há também um debate entre a contabilização das operações compromissadas na dívida pública e seu pagamento de juros nas despesas financeiras, pois o Brasil é um dos poucos países que contabiliza as operações da política monetária dessa forma (Afonso, apud Lima, 2016).

As altas taxas de depósitos compulsórios são características do sistema bancário brasileiro. Sobre os depósitos a vista, essa taxa chegou a 100% em 1994, caindo para 45% em 2006 (Carvalho *et al.*, 2007), sendo de 10% nos Estados Unidos no mesmo ano. Historicamente a taxa de depósitos compulsórios vem caindo no mundo, tendo passado de 20,5% em 1968 no Reino Unido para 3,1% em 1998 e zero atualmente. Canadá, Nova Zelândia, Austrália e Suécia também não possuem mais depósitos compulsórios. Países em desenvolvimento também possuem baixas taxas de depósitos compulsórios, como 4% na Rússia e Índia, 4,5% no Chile e 17% na China.

Como citado, isso não impede a ampliação dos meios de pagamento no país, já que a oferta de moeda é endógena e conduzida pela demanda. Se a teoria das reservas bancárias limitando a criação de moeda fosse válida, a oferta de moeda teria sido quase estável no Brasil pós Plano Real, mas os depósitos à vista em 4 de julho de 1994 eram de R\$7,7 bilhões e um ano depois passavam de R\$11 bilhões (aumento de mais de 40%), enquanto que em 2006, com os depósitos compulsórios caindo para menos da metade, os depósitos à vista cresceram de R\$87 bilhões para R\$105 bilhões, aproximadamente 20%. Além disso, o déficit nominal acumulado em 12 meses do governo central e banco central (excluindo, portanto Estados, municípios e estatais, pois não há série homogênea para todo o período incluindo todo o setor público) foi de apenas 0,4% do PIB em julho de 1995, contra 3,09% em dezembro de 2006. O segundo período combinou déficit público maior, taxas de depósitos compulsórios menores e ainda assim crescimento monetário muito inferior. Assim, as reservas compulsórias por si só não impossibilitam (nem mesmo limitam) a criação de meios de pagamento, não possuindo efeito algum sobre a oferta de moeda. Para Lavoie (2011), de acordo com a

visão pós-keynesiana, “compulsory reserves are means to smooth the demand for reserves and reduce fluctuations in overnight interest rates; their role is not to control monetary aggregates”.

Em março de 2016, os títulos da dívida pública federal indexada à SELIC (Letras Financeiras do Tesouro, LFT ou Tesouro SELIC) eram 19,2% do total, ante 46,5% em 2003. Esse fator é apontado como determinante pela prevalência da elevada taxa de juros real no país. Porém, isso não impede a redução da taxa de juros, que atingiu 7,25% nominal ao ano em 2012 e 2013, representando menos de 2% de juro real e próximo de zero após o imposto de renda, de 15% a 22,5%<sup>4</sup>. Entretanto, pela inflação ter se mantido em patamar considerado alto e com tendência a acelerar, o mercado passou a esperar subida do juro, pressionando para cima as taxas longas, e o banco central voltou a elevar a SELIC. Atualmente a SELIC nominal e real atingiu novamente mínimas históricas, mesmo com novo aumento da participação de títulos indexados à SELIC na dívida pública. Portanto, conforme defendido pelos pós-keynesianos, a taxa de juros pode sempre ser determinada pelo banco central. Isso não quer dizer que o banco central deva reduzi-la bruscamente, já que isso pode levar a desvalorização cambial, o que tende a acelerar a inflação, que aliada a forte indexação no país culminará em uma taxa de inflação permanentemente mais alta, caso a economia esteja aquecida.

O impacto de títulos pós-fixados na política monetária se dá pela ausência de variação no valor dos títulos, sobre a qual Keynes considera ser a forma que a política monetária atua. Pelo valor do título não mudar, não há perdas ou ganhos de capital com a alteração da taxa de juros.

As aplicações financeiras também possuem normalmente taxas flutuantes e costumam pagar uma parcela do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), que é um pouco abaixo da SELIC, além de serem altamente líquidos. As taxas flutuantes foram adotadas para que o Brasil pudesse conviver com altas e instáveis taxas de inflação sem desarticular o sistema financeiro, inicialmente com as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), que vigoraram de 1964 a 1986, e atualmente com a taxa SELIC e títulos indexados e ela. Esses fatores tornam alto o custo de oportunidade de reter moeda, pois a remuneração da aplicação é atrativa, o preço do papel ajustado pela taxa de juros e a liquidez praticamente imediata. Tudo isso faz com que a retenção de moeda para especulação seja muito pequena, já que os agentes podem ficar em ativos indexados e alterar sua carteira para pré-fixados se acreditam que os juros cairão, ganhando a remuneração da taxa básica de juros ao mesmo tempo em que especulam sobre a variação de preço dos ativos pré-fixados, diferentemente dos países em que os agentes precisam manter moeda, que paga juro zero, e daí especular com papéis pré-fixados.

O Brasil precisa extinguir esse título para passar a fazer política monetária como os outros países, e para isso basta deixar de emití-lo, já que o banco central pode controlar os juros dos outros títulos. Porém, essa mudança alterará profundamente o funcionamento do mercado de dívida no país e passará a implicar riscos de perdas e ganhos de capital com as oscilações dos juros, rompendo com o *status quo*.

## 5. PROPOSTAS DE ALTERAÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO BRASILEIRO

Antes de entrar na proposta, é importante ter em mente alguns conceitos. Conforme colocado por Mendes (2016), há três formas utilizadas para se contabilizar a dívida pública brasileira. São elas a Dívida Mobiliária do Tesouro em Mercado (DMTM), a Dívida Bruta do Governo Geral – conceito brasileiro (DBGG-Brasil) e a Dívida Bruta do Governo Geral – conceito FMI (DBGG-FMI). A DMTM inclui todos os títulos do Tesouro Nacional (TN) em posse do setor privado, excluído os títulos em posse do banco central e os utilizados nas operações compromissadas, a DBGG-Brasil inclui os títulos utilizados em operações compromissadas à DMTM e a DBGG-FMI adiciona os títulos em carteira do banco central à DBGG-Brasil.

No Brasil os bancos trabalham em um sistema *asset-based* e por isso possuem em sua carteira grande quantidade de títulos públicos, que o banco central utiliza para fazer política monetária. Devido a isso, a dívida do

<sup>4</sup> O imposto de renda não incide sobre todos os detentores de títulos públicos. Nas operações compromissadas há isenção, enquanto nas aplicações de fundos de investimento e Tesouro Direto há cobrança.

tesouro e seu pagamento de juros são mais altos, já que incluem as operações compromissadas. Atualmente surge a proposta de o banco central passar a aceitar depósitos remunerados e emitir títulos próprios para fazer política monetária.

A aceitação de depósitos compulsórios por parte do banco central brasileiro em troca das operações compromissadas faria com que a dívida pública fosse reduzida em aproximadamente R\$1,4 trilhão, ou cerca de 18% do PIB, que é o saldo das operações compromissadas, se a mudança fosse feita por completo e o valor dos depósitos remunerados não entrasse na dívida pública, como ocorre nos países que utilizam esse sistema. Se isso ocorresse, o Brasil deixaria de adotar o sistema *asset-based* e passaria para um *overdraft* às avessas, ao menos inicialmente, pois segundo Lavoie (2014), em uma *overdraft economy*, os bancos comerciais se endividam *vis-à-vis* o banco central, mas como no Brasil os bancos possuem reservas muito acima do exigido, que seriam depositadas no banco central, o banco central é quem teria passivo junto aos bancos comerciais. Com os bancos comerciais deixando de carregar grande quantidade de títulos públicos pode ser necessário institucionalizar a utilização dos empréstimos de liquidez, pois os bancos podem não ter ativos aceitos pela autoridade monetária se precisassem recorrer ao redesconto. Em um sistema *overdraft* a moeda endógena é mais nítida, pois os excessos de moeda são depositados no banco central no fim do dia e se há falta de recursos o banco central empresta diretamente aos bancos comerciais, sem a necessidade de descontar títulos.

Essa grande quantidade de operações compromissadas, que cresceram rapidamente, de 86 bilhões de reais em junho de 2006 para 445 bilhões em julho de 2011 e mais de um trilhão de reais em janeiro de 2016 ocorreu, principalmente, por dois fatores. No primeiro período foi pela acumulação de reservas internacionais e no segundo pela transferência dos lucros contábeis da desvalorização cambial (que aumenta em reais as reservas internacionais, gerando lucro para o banco central) repassado ao Tesouro Nacional para o abatimento da dívida. Seja comprando divisas ou utilizando lucros contábeis para abater a dívida gera-se aí aumento da oferta monetária, com incremento das reservas bancárias, que, por não haver correspondente demanda por crédito da economia real, retornará ao banco central na forma de operações compromissadas, aumentando a dívida pública e o encargo com juros. Isso seria uma espécie de *quantitative easing* à brasileira (embora adotado sem visar estimular a atividade econômica), pois há incremento na oferta de moeda de forma exógena, arbitrária, sem ser demandada pela economia real, que por não encontrar contrapartida na demanda é esterilizada pela autoridade monetária, cujo objetivo é atingir a taxa de juros fixada anteriormente. De nada adianta, em termos de endividamento, o banco central transferir os lucros contábeis da valorização da reserva ao TN, que se destina obrigatoriamente ao pagamento da dívida pública, se esse recurso voltar integralmente na forma de operações compromissadas, que aumentaria a dívida novamente no mesmo montante.

Para Salto (2016, apud Flavia Lima, 2016) “O Tesouro quis na marra melhorar o perfil da dívida, e reduziu LFTs [Letras Financeiras do Tesouro, títulos indexados à SELIC]. Como o mercado continuou demandando remuneração muito alta, as compromissadas aumentaram para enxugar excesso de liquidez e agora estamos numa armadilha”. Assim, seria a alteração do perfil do endividamento público incompatível com a demanda dos agentes que fez os bancos recorrerem às compromissadas, como uma alternativa aos títulos que não queriam. Porém, as operações compromissadas não são alternativas de investimento (os bancos não criam meios de pagamento para acessarem as compromissadas, mas para comprarem títulos tradicionais e emprestarem), e sim o destino de sobras de caixa dos bancos comerciais, não sendo possível que os agentes, como bancos, fundos de investimentos, empresas e famílias, troquem títulos públicos tradicionais por operações compromissadas. Se os bancos tentassem utilizar a sobra de caixa para comprar títulos públicos, a taxa de juros tenderia a cair e o banco central iria intervir, ofertando títulos e aumentando a dívida pública, o que dá na mesma, para a autoridade monetária, que vender os títulos em operações compromissadas, com a diferença que esta operação não paga imposto de renda, e por isso é preferível pelas instituições que podem acessá-las. Dessa forma não há justificativa para a troca de títulos públicos pré ou pós-fixados por compromissadas, ainda mais quando se constata que o estoque de operações compromissadas cresce juntamente (e não em detrimento) ao estoque da dívida pública e demais títulos. O governo também não encontrou dificuldade em se financiar com outro perfil de dívida quando os títulos indexados à SELIC perdiam espaço.

Outra implicação indireta desse debate é a negação do multiplicador bancário e da oferta de depósitos limitarem a expansão dos empréstimos (teoria dos fundos emprestáveis), pois os bancos possuem mais de um trilhão de reais em operações compromissadas (quatro vezes a base monetária), que representa o excesso de liquidez no setor bancário, que não chega à economia real. Apesar de oferta abundante de moeda, não há demanda, não afetando nem a atividade econômica nem a inflação.

Na prática a substituição de operações compromissadas por depósitos remunerados ou títulos do banco central apenas reduz o endividamento bruto e o pagamento de juros feito pelo tesouro, mas o pagamento total de juros do setor público não se altera, pois o banco central pagaria juros sobre as reservas em excesso, que atualmente são aplicadas em títulos públicos federais. Afonso (apud Lima, 2016) também concorda que haveria redução da dívida bruta, já que o Brasil é um dos poucos países que conta a posição do banco central como parte da dívida do governo central.

Há, todavia, um aspecto negativo na mudança, que é a ideia de redução da transparência quanto aos dados fiscais, conforme abordado por Mendes (2016). Segundo ele, o ponto central está na transferência de lucros contábeis com a valorização das reservas para o TN. Por não terem sido realizados os lucros, já que as reservas não foram vendidas, há confusão na mensuração da dívida de acordo com o método utilizado. Se não há transferência de lucros contábeis do banco central para o TN, a utilização ou não de recursos da conta única, desde que de origem fiscal, tornaria indiferente o enxugamento de liquidez através de compromissadas ou depósitos remunerados. Porém, se há utilização de lucros contábeis do banco central para abatimento da dívida, apenas a mensuração através do conceito DBGG-Brasil seria consistente com a utilização de operações compromissadas, enquanto que com depósitos remunerados os três conceitos apresentariam redução da dívida pública. Sullivan (2003) vê o procedimento de transferência de lucros contábeis do banco central para o TN, tal como adotado no Brasil, como uma forma de financiamento monetário do banco central ao Tesouro Nacional e defende que esses lucros contábeis não sejam transferidos, permanecendo no banco central para abater os prejuízos futuros.

A perda de transparência na contabilidade da dívida pública de fato é um problema para os pós-keynesianos, que sempre advogaram por adequada condução das expectativas do setor privado pelo setor público e políticas monetárias igualmente claras. Porém, como no atual arcabouço institucional brasileiro não há impacto no endividamento público total o financiamento monetário (e nem teria se os depósitos remunerados fossem contabilizados como dívida pública), que será utilizado para comprar títulos públicos com compromisso de recompra (ou seriam depositados no banco central e receberiam a taxa básica de juros em remuneração), a legislação poderia impedir tais operações. Essa transferência de recursos do banco central para o Tesouro Nacional é utilizada como forma de se cumprir a meta fiscal, já que, dada uma frustração de receitas, o governo remaneja as despesas, destinando o lucro do banco central para amortização da dívida e os recursos de impostos para gastos primários, obscurecendo a contabilidade pública.

Mendes (2016) não analisa o impacto de tal mudança na operacionalização da política monetária sobre a estabilidade do setor financeiro, despesa com juros ou economia real, e sim sobre o impacto que teria na transparência da dívida pública. Para ele:

A possibilidade de o Banco Central passar a usar depósitos remunerados em substituição às operações compromissadas não representaria problema de mensuração e transparência da dívida pública SE não houvesse qualquer possibilidade de o Tesouro Nacional receber financiamento indireto do Banco Central. Como visto nos Cenários 1 [Tesouro Nacional não usa qualquer recurso acumulado na conta única] e 2 [Tesouro Nacional usa os recursos de origem fiscal acumulados na conta única para resgatar dívida mobiliária em mercado], não havendo esse financiamento monetário do BC ao TN, a escolha entre operações compromissadas e depósitos remunerados não afeta a consistência dos indicadores de dívida pública. Haveria, até mesmo, o benefício de se corrigir a inconsistência do DBGG-Brasil no caso em que o TN paga dívida e juros por meio de saques na conta única. (Mendes, 2016. p. 11.)

Alterar o mecanismo de funcionamento do sistema monetário brasileiro, substituindo operações compromissadas por depósitos remunerados ou títulos do banco central, não teria efeito algum na estabilidade do

sistema financeiro, inflação ou na economia real. O efeito seria o mesmo do de excluir as operações compromissadas e os títulos em posse do banco central da contabilização da dívida pública: haveria redução na contabilização oficial da dívida pública e do pagamento de juros, mas o setor financeiro receberia os mesmos pagamentos de juros, mudando apenas a fonte pagadora e a forma de se contabilizar.

A Lei de Responsabilidade Fiscal proibiu a emissão de títulos do banco central para execução da política monetária. Um argumento utilizado é que títulos do tesouro embutem risco de crédito (de calote), então é necessário juro mais alto. Esse argumento é contra a teoria de que o banco central sempre pode determinar a taxa de juros e que um governo com moeda e banco central soberano não pode ser levado ao calote involuntário (em moeda doméstica). Se o banco central determinar a taxa de juros e ofertar sem restrição quantitativa os títulos, ele sempre poderá fixar a taxa de juros, sendo esses títulos dele mesmo ou do tesouro (que os repassa para fazer política monetária).

Outro ponto é que a convivência dos dois acabe por inutilizar os títulos do tesouro, que seriam de maior risco. Esse ponto também não se sustenta, pois além de o banco central poder fixar o juro de ambos, se a taxa de um se distanciar do de outro, os agentes os substituirão, e se demandarem muito mais um do que de outro o banco central comprará o excesso do que os agentes não compram e venderá o que estiver em falta, mantendo a taxa de juros na meta.

Os títulos do banco central, se voltarem a ser emitidos, funcionariam como as operações compromissadas, mas ao devolver os títulos do tesouro que estão em sua carteira, reduziria a dívida pública bruta. O pagamento de juros do tesouro também seria menor, já que o banco central os pagará através de seus títulos, mas o total de juros pagos pelo setor público não se alteraria.

Outro argumento, utilizado por Salto (apud Lima, 2016), é que o tesouro repassa seu lucro ao tesouro, o que seria um financiamento monetário e inflacionário ao déficit público e não ocorre na maioria dos países. Se o banco central pudesse manter seus lucros para ser abatido quando registrar prejuízo, isso não ocorreria. Porém, conforme já foi apresentado, se o tesouro recebe recursos e o utiliza para diminuir sua dívida, esse dinheiro vai para o setor bancário, mas se não houver demanda do setor real os recursos voltarão para o banco central na forma de operações compromissadas (ou depósitos remunerados), sem afetar a taxa de juros, inflação ou crescimento econômico. Se houver demanda, tendo ou não esses recursos, o setor bancário irá emprestar, e depois buscará no *overnight* saldar sua posição. Essa relação do Tesouro Nacional com o Banco Central de fato é um financiamento monetário, mas não é inflacionário e nem é exclusividade brasileira (o FED também transfere seus lucros para o Tesouro dos EUA, por exemplo).

O mecanismo é o mesmo utilizado para enxugar o excesso de reserva bancária em caso de superávit externo. Quando há superávit externo, os agentes trocam moeda estrangeira pela doméstica e deposita-se o saldo em um banco comercial. Se o banco comercial não tiver quem demande esses recursos, comprará títulos públicos ou emprestará no *overnight*. A moeda que flui para a economia real é sempre endógena e conduzida pela demanda.

Também é possível o Brasil utilizar parcialmente depósitos remunerados, títulos do tesouro e títulos do banco central na política monetária, adotando um meio termo entre o modelo *asset-based* e *overdraft*. Essa parecia ser a ideia inicial do governo brasileiro, pois segundo Barbosa (2016, apud Martello, 2016), o objetivo não é eliminar as compromissadas, e sim enxugar a liquidez sem que elas continuem crescendo, como os EUA e a zona do euro estão fazendo para enxugar o excesso de liquidez dos *quantitative easings*. Assim, os lucros contábeis do banco central poderiam continuar sendo transferidos para o TN para abatimento da dívida pública sem que esses recursos posteriormente voltem a aumentar o endividamento do governo através do lançamento de novas compromissadas para absorver o excesso de reservas que a operação inicial gera. A quantidade de operações compromissadas permaneceria, ao menos inicialmente, constante, bem como o endividamento público, sendo a liquidez excedente, a partir da adoção de depósitos remunerados, absorvida sem o aumento do endividamento governamental, cujo pagamento de juros não mais onerará as contas públicas, apesar de seguirem a mesma trajetória e valor, caso o banco central seja incluído. No entanto, se o objetivo do governo com tal medida é reduzir a transparência da dívida pública, diminuindo seu valor

através da alteração do método de cálculo, ela seria negativa para os agentes econômicos, embora justificável como forma de aprimoramento na condução da política monetária.

Kawall (apud Lima, 2016), entusiasta da proposta de o Brasil utilizar depósitos remunerados, confirma que a diferença principal é que esses depósitos não possuem lastros em títulos públicos, mas continuariam pagando a taxa SELIC.

Contudo, essas mudanças alteram apenas a operacionalização das políticas, não seus efeitos e sua essência, pois a moeda continua sendo endógena, a taxa de juros determinada pelo banco central e se mantém os canais de transmissão da política monetária.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A questão da moeda é central em Keynes e nos pós-keynesianos. Isso se dá pelos efeitos fortes e permanentes que ela tem sobre a acumulação de capital, que altera a trajetória de crescimento da economia (a moeda não é neutra nem no curto nem no longo prazo). Sendo assim, entender como a moeda age e afeta o sistema é de suma importância para ajudar a reduzir a instabilidade intrínseca do mesmo.

Ao incluir a moeda, apesar de facilitar as trocas, a complexidade do sistema é aumentada. Não é natural supor que tudo o que for produzido de fato será vendido, ou que a produção se dará no ponto de máximo (dado os recursos disponíveis), sendo a condição normal de uma economia moderna a ausência de pleno emprego dos fatores de produção. Nas economias monetárias de produção, o fato de as trocas serem monetárias faz com que a moeda permita a conservação de poder de compra no tempo, além de a existência de mercados financeiros possibilitarem retornos sem a realização de investimentos produtivos. Dessa forma, a moeda se desvia da circulação industrial, fazendo com que a situação normal das economias modernas seja a convivência com desemprego.

Além disso, a taxa de juros monetária é uma variável distributiva. Quanto mais alta ela for, maior a parcela da renda detida pelos rentistas, a classe ociosa, em detrimento dos pagadores líquido de impostos, que são os empresários e trabalhadores. Essa questão complica ainda mais a utilização da taxa de juros como mero objeto de estabilidade entre inflação, crescimento e emprego, além de afetar também o déficit público.

Todas essas complicações citadas influenciam o entendimento e a sugestão (e com isso a gestão) da política monetária, cujo objetivo final é tornar o sistema financeiramente estável e economicamente eficiente e equitativo. Do apresentado no artigo podemos concluir que o gerenciamento adequado da política monetária é condição necessária, mas não única e suficiente, para que tais objetivos sejam alcançados.

O sistema monetário *asset-based* ou *overdraft*, ou ainda uma mistura dos dois, possui diferente institucionalidade, contabilidade da dívida pública e forma de funcionamento, mas suas características centrais não se modificam. Com isso, independentemente do arcabouço utilizado, os mecanismos de transmissão da política monetária continuarão os mesmos, a taxa de juros permanecerá exógena e determinada pelo banco central e a moeda endógena e conduzida pela demanda.

## REFERÊNCIAS

ARESTIS, P.; TERRA, F. H. B. 2015. Monetary Policy in the Post Keynesian Theoretical Framework. Revista de Economia Política. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: [https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572017000100045&script=sci\\_arttext](https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572017000100045&script=sci_arttext)

BINDSEIL, U. 2004. The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine. Working Paper series No. 372. European Central Bank. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/152806/1/ecbwp0372.pdf>

BLANCHARD, J. O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. 2010. Rethinking Macroeconomic Policy. IMF staff position note. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>. Acessado em: 17 abr. 2016

BLANCHARD, J. O.; SUMMERS, L. H. 1986. Hysteresis and the European Unemployment Problem. NBER Macroeconomics Annual 1986, Volume 1: 15-90. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/pdfplus/10.1086/654013>

BORIO, C.; DISYATAT, P. 2010. Unconventional monetary policies: an appraisal. Manchester School, 78, Supplement, September, 53-89. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work292.pdf?noframes=1>

CARVALHO, F. J. C. 1992. Mr Keynes And The Post Keynesians. Principles Of Macroeconomics For A Monetary Production Economy. Cheltenham: Edward Elgar.

COSTAS, R. Alta de juros terá impacto bilionário na dívida pública. BBC Brasil, 21 de janeiro de 2015.

DAVIDSON, P. 1982. International Money and the Real World, London: Macmillan.

DOW, S. C. 2005. Axioms and Babylonian thought: a reply. Journal of Post Keynesian Economics, 27 (3), Spring, 385-92.

FULLWILER, S. 2013. Modern central bank operations: the general principles, em B. Moore e L. P. Rochon (eds), Post-Keynesian Monetary Theory and Policy: Horizontalism and Structuralism Revisited. Cheltenham e Northampton: Edward Elgar.

KALDOR, N. 1982. The Scourge of Monetarism. Oxford: Oxford University Press.

KEYNES, J. M. 1971. Tract on Monetary Reform. The Collected Writings of John Maynard Keynes, IV, London: Royal Economic Society.

KEYNES, J. M. 1996. Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Nova Cultural.

LAVOIE, M. 2005. Monetary base endogeneity and the new procedures of the Canadian and American monetary systems. Journal of Post Keynesian Economics. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: [http://herzog.economia.unam.mx/amhe/pdfs/conferencia\\_marc\\_lavoie\\_01.pdf](http://herzog.economia.unam.mx/amhe/pdfs/conferencia_marc_lavoie_01.pdf)

LAVOIE, M. 2011. The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A friendly Critical Look. Journal of Economic Issues. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: <https://www.nbp.pl/badania/seminaria/19vi2019-2.pdf>

LAVOIE, M. 2014. Post-Keynesian Economics: New Foundations. Cheltenham e Northampton: Edward Elgar.

LIMA, F. Para analistas, BC e Tesouro devem 'rever relação'. Valor Econômico, 10 de março de 2016. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2016/03/10/para-analistas-bc-e-tesouro-devem-rever-relacao.ghtml>

LIMA, T. G. SICSÚ, J. PAULA, L. F. (Orgs.). 1999. Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea. Rio de Janeiro: Campus.

MARTELLO, A. Para baixar dívida, governo propõe que BC receba depósitos de bancos. Globo.com, 21 de março de 2016. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/03/para-baixar-divida-governo-propoe-que-bc-receba-depositos-de-bancos.html>

- MENDES, M. J. 2016. Depósito remunerado no Banco Central: inovação institucional ou contabilidade criativa? Boletim Legislativo: Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/boletins-legislativos/bol45>
- MOORE, B. J. 1988. *Horizontalists and Verticalists. The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge: Cambridge University Press.
- MUTH, J. F. 1961. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, Vol. 29, No. 3 (Jul., 1961): 315-335. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: <http://www.parisschoolofeconomics.eu/docs/guesnerie-roger/muth61.pdf>
- ROCHON, L. P. ROSSI, S. 2011. Monetary policy without reserve requirement: central bank money as means of final payment on the interbank market. Cheltenham e Northampton: Edward Elgar: 98-115.
- SICSÚ, J. 1997. Keynes e os Novo-Keynesianos. *Revista de Economia Política*, vol19, nº2 (74), abril-junho.
- SMITHIN, J. 1996. *Macroeconomic Policy and the Future of Capitalism: The Revenge of the Rentiers and the Threat to Prosperity*. Cheltenham e Northampton: Edward Elgar.
- SULLIVAN, K. 2003. Profits, dividends and capital - considerations for central banks in Neil Courtis and Benedict Mander (eds) *Accountancy Standards for Central Banks*. London: Central Banking Publications.
- TAYLOR, J. B. 1993. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39: 195-214. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: [http://opendata.dspace.ceu.es/bitstream/10637/2345/1/p%20195\\_214.pdf](http://opendata.dspace.ceu.es/bitstream/10637/2345/1/p%20195_214.pdf)
- TYMOIGNE, E. WRAY, L. R. 2013. *Modern Money Theory 101: A Reply to Critics*. Levy Economics Institute: Working Paper No. 778. Acesso em 17/07/2020. Disponível em: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/110016/1/770835929.pdf>
- WALRAS, L. 1996. *Compêndio dos Elementos de Economia Política Pura*. São Paulo: Nova Cultural.
- WHITE, W. R. 2002. Bank for International Settlements, at the Central Bank Governors' Club Meeting held in Nafplio, Greece.
- WICKSELL, K. 1962. *Interest & Price*. New York: Mises Institute.
- WRAY, L. R. 1997. Deficits, inflation, and monetary policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 19 (4), Summer: 543-572.