



Texto para Discussão 008 | 2020

Discussion Paper 008 | 2020

Uma definição alternativa de política monetária fundamentada no balanço patrimonial do setor privado

Pedro de Oliveira Guimarães

Doutorando de economia do programa PPGE

Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

Andre De Melo Modenesi

Professor Associado do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

Pesquisador do CNPq.

This paper can be downloaded without charge from

<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>

Uma definição alternativa de política monetária fundamentada no balanço patrimonial do setor privado

Junho, 2020

Pedro de Oliveira Guimarães

Doutorando de economia do programa PPGE

Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

Andre De Melo Modenesi

Professor Associado do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

Pesquisador do CNPq.

Resumo

A definição de política monetária costuma ter como orientação a instituição que a executa e seus objetivos. De maneira usual, a política monetária seria tudo aquilo que a **autoridade monetária (Banco Central)** faz e que tenha como objetivo, fundamentalmente, a estabilidade dos preços, utilizando-se do manejo da taxa de juros e da liquidez da economia. Entretanto, essa seria a única forma de se definir política monetária? O economista americano Hyman P. Minsky (1919-1996) desenvolveu grande parte de sua obra ressaltando a importância de se analisar os balanços patrimoniais dos agentes. Segue nessa linha sua contribuição com a hipótese de instabilidade financeira e a definição das posturas financeiras hedge, especulativa e ponzi, cujas diferenças se manifestam exatamente nos balanços patrimoniais das unidades econômicas.

Nesse sentido, procura-se entender qual é, de fato, o impacto das ações de política monetária no balanço patrimonial do setor privado, com o objetivo de propor uma definição alternativa. Assim, tendo como referência as operações de mercado aberto, irá se propor que a política monetária pode ser definida como **toda operação que altera o estoque de moeda (base monetária), sem alterar a riqueza financeira do setor privado, com vistas ao controle da taxa de juros.**

Além disso, demonstrar-se-á como as políticas monetária e fiscal se diferenciam, tendo como referência os balanços patrimoniais do setor privado, bem como se afirmará que, por essa abordagem, o Tesouro também faz, rotineiramente, política monetária. Por fim, ressaltar-se-á a relevância e as implicações derivadas da proposição alternativa de política monetária, tendo como principal mensagem a necessidade de profunda coordenação entre Tesouro e Banco Central.

1 Introdução

O presente artigo traz desdobramento da chamada Teoria Monetária Moderna (MMT). Nosso objetivo é discutir o conceito de política monetária, a partir de uma abordagem que a defina por meio de seus impactos nos balanços patrimoniais do setor privado e, não necessariamente, por meio da instituição que o executa (Banco Central). Essa abordagem segue as considerações originalmente desenvolvidas por Scott Fullwiler (2010) sobre a famosa hipótese de distribuição de dinheiro por meio de um helicóptero, proposta por Milton Friedman (1969). Para isso, ilustrar-se-á quais as mudanças na estrutura patrimonial dos agentes estão associadas à política de mercado aberto, entendida aqui como uma operação genuína de política monetária, da qual pode-se extrapolar seus resultados para tentar formular um conceito mais geral. Nesse sentido, entender-se-á **política monetária como toda operação que altera o estoque de moeda (base monetária), sem alterar a riqueza financeira do setor privado, com vistas ao controle da taxa de juros**. Por essa definição, a política monetária **não** altera o patrimônio líquido dos agentes econômicos envolvidos. Esse conceito será contraposto ao de política fiscal, ressaltando as diferenças e identificando possíveis aspectos teóricos e práticos da condução da política monetária. A descrição dos principais pontos da MMT proposta nessa tese segue, notadamente, a contribuição de Mosler (1992), Wray (2012), Mitchell, Wray e Watts (2016) e Bell/Kelton (1998).

O artigo está organizado da seguinte forma. Na seção 2 é feita uma breve resenha da Teoria Monetária Moderna (MMT), abordagem teórica que embasa esse artigo. Na seção 3 são descritas as operações de mercado aberto e é desenvolvida uma definição alternativa de política monetária. A seção 4 descreve o Gasto Público, a Tributação, contrastando essas operações com a definição de política monetária. Na seção 5 é tratado o mercado primário de títulos públicos. A seção 6 ressalta a relevância para o debate da nossa definição de política monetária. Na seção 7 é apresentada a conclusão.

2 Principais conceitos da Teoria Monetária Moderna

A Teoria Monetária Moderna (MMT) pode ser entendida como um desenvolvimento das Fianças Funcionais¹, incorporando, principalmente, o método de análise baseado nos balanços patrimoniais dos agentes², bem como o aprofundando do entendimento das relações institucionais entre o Tesouro e o Banco Central³.

A abordagem se caracteriza, também, por colocar os arranjos institucionais do sistema monetários no centro do debate. Nesse sentido, o conceito basilar é o de moeda soberana, derivado diretamente de Lerner (1947), que sustenta que a moeda é uma criatura do Estado. Segundo Lerner (1947), moeda seria o que se usa para comprar coisas, tendo como característica fundamental sua aceitação *universal*, ou sua ampla aceitação por parte dos agentes econômicos. O Estado, por sua vez, tem dois mecanismos suficientes para garantir a aceitação do que ele define como moeda. O primeiro é a capacidade de cobrar tributos, multas, impostos etc, garantindo que essas obrigações sejam pagas. O segundo é o monopólio legal da violência, pelo qual o Estado define a punição aplicada àqueles que não pagarem suas obrigações especificamente na forma exigida. De maneira simples, o Estado cria uma obrigação e determina o meio de pagamento para saldá-la. Aqueles que não pagarem sofrerão punições. O resultado é criação da demanda por sua moeda. No mínimo a demanda pela moeda do Estado será igual ao volume de tributos, multa, impostos etc. que o setor privado deve ao Estado. De acordo com Lerner (1947, p. 313):

The modern state can make anything it chooses generally acceptable as money and thus establish its value quit apart from any connection, even the most formal kind, with gold or with backing of any kind. It is true that a simple

¹ Embora reconheça a similaridade entre MMT e as Fianças Funcionais, Warren Mosler, precursor da MMT, garante que não tinha conhecimento dos escritos de Abba Lerner quando a desenvolveu. Por ser um desenvolvimento das Fianças Funcionais são, dessa maneira, também orientados por Keynes e o princípio da demanda efetiva.

² Essa forma de análise é um legado de Minsky, professor e grande influência para os principais autores da Teoria Monetária Moderna.

³ Destaca-se também a abordagem dos balanços setoriais e da proposição política do empregador de última instância. Todavia, esses aspectos não serão tratados nesse artigo.

declaration that such and such is money will not do, even if backed by the most convincing constitutional evidence of the state's absolute sovereignty. But if the state is willing to accept the proposed money in payment of taxes and other obligations to itself the trick is done.

Segundo Wray (2012, p.42): “the sovereign government imposes tax liabilities (as well as fines and fees) in its money of account, and decides how these liabilities can be paid – that is, it decides what it will accept in payment so that taxpayer can fulfill their obligations”. Além disso: “*the sovereign government also decides how it will make its own payment: what it will deliver to purchase goods or services, or to meet its own obligations (such as payments it must make to retirees)*”.

A MMT entende que, como o governo detém o monopólio de emissão da moeda estatal (ou da base monetária), o governo é, também, o centro do próprio arranjo institucional do sistema monetário, fazendo com que as formas de criação da moeda estatal, o gasto público, a política monetária e a política fiscal tenham papel fundamental.

O entendimento desses pontos leva a conclusão de que, sendo a moeda uma criatura do Estado, não há limites financeiros para o gasto⁴. Nas palavras de Wray (2012, p. 194):

For a **sovereign nation**, “**affordability**” is **not** an **issue**; it **spends by crediting bank accounts with its own IOUs, something it can never run out of**. If there is unemployed labor, government can always afford to hire it, and by definition unemployed labor is willing to work for money (Grifos nossos).⁵

⁴ Podem existir limites auto-impostos, políticos, mas não econômicos.

⁵ Segundo definição do próprio Wray (2012): “an IOU (I owe you) is a financial debt, liability, or obligation to pay, denominated in a Money of account. Of course, an IOU is a financial liability of the issuer but is an asset of the holder. Mais do que isso, o governo não decide a alocação entre as fontes de financiamento (tributos, títulos e moeda). Esse mix é dado primordialmente pela preferência pela liquidez”.

Reforçando o mesmo ponto, Mitchell, Wray e Watts (2019, p.13) destacam:

The most important conclusion reached by MMT is that the issuer of a currency faces no financial constraints. Put simply, a country that issues its own currency can never run out and can never become insolvent in its own currency. It can make all payments as they come due. For this reason, **it makes no sense to compare a sovereign government's finance** with those of a **household or firm** (Grifos nossos).

Outra proposição diretamente derivada da MMT é que se, o governo fornece os recursos necessários para o pagamento dos impostos, o gasto público **deve vir antes** da tributação. Mais do que isso, se considerarmos os balanços setoriais, derivados da identidade do produto interno bruto, o resultado do balanço financeiro do governo é apenas o espelho do balanço financeiro do setor privado:

$$(S - I) + (G - T) - TC \equiv 0^6$$

Sendo: S a poupança; I o investimento; G o gasto do governo; T os tributos; e TC as transações correntes. Definindo que $(S - I) - TC$ é igual ao balanço financeiro do setor privado temos que⁷:

$$\textit{Balanço Financeiro do Governo} \equiv \textit{Balanço Financeiro do Setor Privado}$$

⁶ Vale mencionar que essa identidade contábil é, muitas vezes, utilizada para se fazer a discussão entre investimento e poupança, mais especificamente na tentativa de mostrar que o financiamento do investimento é dado pela soma das poupanças. Esse não é o objetivo perseguido aqui. Não irá se determinar nenhuma causalidade entre essas variáveis.

⁷ O que está sendo dito aqui é apenas que o balanço financeiro do setor privado é igual a soma do balanço financeiro do setor privado doméstico com o balanço financeiro do setor privado externo.

Assim, os déficits públicos são a mera contraparte dos superávits do setor privado. Ou seja, caso o setor privado almeje acumular riqueza financeira, o setor público, obrigatoriamente, deverá acumular déficits⁸. Já os resultados dos déficits públicos, a dívida pública, é somente a contrapartida da acumulação de ativos financeiros do setor privado. Pode-se se falar tanto do aumento do endividamento público quanto do aumento da riqueza financeira do setor privado⁹. A definição de dívida pública poderia muito bem ser feita como o total de recursos gastos pelo Estado que ainda não foram eliminados pela tributação e que os agentes privados escolhem poupa-los por meio de um ativo seguro, que rende uma taxa de juros positiva.

Os superávits fiscais não contribuem para a poupança nacional. De acordo com Mitchell, Wray e Watts (2019, p.125):

“[A] currency-issuing government does not save in its own currency. **Fiscal surpluses do not represent public saving** that can be used to **fund future public expenditure**. Saving is an act of forgoing current spending to enhance future spending possibilities and applies to financially constrained non-government entity such as a household. **Fiscal surpluses provide no greater capacity to government to meet future financial needs, nor do fiscal deficits erode that capacity**. The **constraints on government spending are not financial**, but are defined by the accessibility of real resources that are available for sale in the currency that government issues”.

Entretanto, não é apenas o monopólio de emissão da moeda que garante que um país tenha de fato uma moeda soberana¹⁰. Na realidade, algumas características adicionais são requeridas para se atingir o maior grau de soberania. Segundo Lavoie (2013, p.4) são elas: i) a moeda doméstica é a unidade de conta; ii) taxas e gastos do governo são realizados

⁸ Caso as transações correntes sejam negativas, o acúmulo de riqueza financeira do setor privado doméstico só irá ocorrer caso o déficit público seja maior do que o saldo negativo das transações correntes.

⁹ Será que se as manchetes dos jornais divulgassem o crescimento da riqueza financeira do setor privado, ao invés do crescimento da dívida pública, o impacto e a percepção da população seriam os mesmos?

¹⁰ Na verdade, pode se dizer que existem maior e menor grau de soberania monetária.

na moeda doméstica; iii) o Banco Central não tem limitações significativas à capacidade de comprar praticamente qualquer ativo financeiro; iv) não existe limite institucional para o déficit público ou a dívida pública; v) a dívida pública é emitida em moeda doméstica; e iv) regime de câmbio é flutuante.

Assim, um país que reúne grande parte dos atributos supracitados seria dotado de moeda soberana e seu espaço para implementação de política fiscal e monetária para a busca do pleno emprego seria bastante ampliado.

Essa “nova” percepção sobre a origem e o papel da moeda também altera o entendimento sobre as políticas econômicas. Por exemplo, ao emitir títulos no mercado primário o Tesouro estaria pegando emprestado junto ao setor privado? Faz sentido pedir emprestado algo que você pode criar sem limitação? Se o governo não precisa emitir títulos para se financiar, por que então o faz? Para endereçar essas questões será apresentada uma definição alternativa para a política monetária na próxima seção.

3 Operações de Mercado Aberto Definição Alternativa de Política Monetária

A definição de política monetária é usualmente feita a partir da instituição que a executa e/ou por seus objetivos. Por exemplo, o FED considera que: “**Monetary policy** is the **Federal Reserve's actions**, as a central bank, to **achieve** three **goals** specified by Congress: **maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates** in the United States” (Grifos nossos).¹¹

Essa definição se fundamenta na instituição executora (o Banco Central), qualificada por seus objetivos: emprego máximo, estabilidade de preços e taxa de juros de longo prazo moderada. Qualquer ação que almeje máximo emprego, estabilidade de preços e taxa de juros de longo prazo moderada será política monetária? Não, somente quando for executada pelo Banco Central. Toda ação do Banco Central será considerada política monetária? Não, somente aquela que tiver por objetivo o emprego máximo, a estabilidade de preços e uma taxa de juros de longo prazo moderada¹².

Carvalho *et al.* (2000) define de política monetária por meio de uma estrutura analítica formada por: instrumentos; metas operacionais; metas intermediárias; e metas finais (Quadro 1).

¹¹ https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf

¹² O primeiro resultado da pesquisa “monetary policy” no google nos leva a definição do site Investopedia, que é bastante similar aquela utilizada pela FED: “*Actions of a central bank, currency board or other regulatory committee that determine the size and rate of growth of the money supply, which in turn affects interest rates. Monetary policy is maintained through actions such as modifying the interest rate, buying or selling government bonds, and changing the amount of money banks are required to keep in the vault (bank reserves).*”

Quadro 1 – Estrutura Analítica da Política Monetária

Instrumentos de política	Metas operacionais	Metas intermediárias	Metas finais de política
Recolhimentos compulsórios	Taxa de juros de curto prazo	Taxa de juros de longo prazo	Inflação
Redesconto de liquidez	Reservas agregadas	Agregados monetários	Nível de atividade econômica
Operações de mercado aberto			Taxa de desemprego
Outros instrumentos			Estabilidade do sistema financeiro
			Outras metas

Fonte: Carvalho *et al.* (2000).

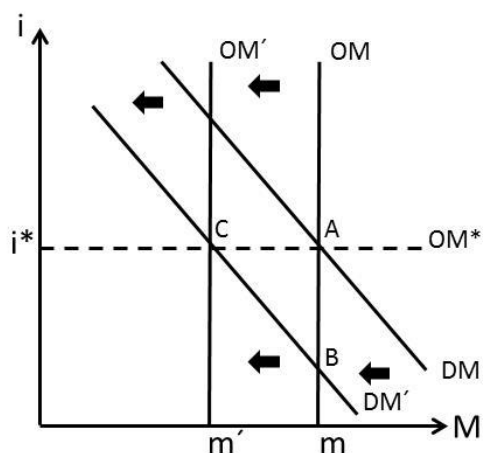
Apesar de não estar escrito explicitamente, por esse esquema analítico, pode-se dizer que política monetária é toda ação do governo com o objetivo final de atingir determinada meta de inflação, nível de atividade, taxa de desemprego ou promover a estabilidade do sistema financeiro, baseada nos instrumentos de recolhimento compulsório, redesconto de liquidez e operações de mercado aberto. Note que o uso de todos os instrumentos descritos é de prerrogativa do banco central, o que acaba, de certa maneira, significando que a política monetária é a atuação do banco central com os objetivos finais e os instrumentos em destaque no quadro. Assim, mais uma vez, a definição de política monetária se fundamenta na instituição que a executa e em seus objetivos.

Sem dúvida os aspectos centrais dessas definições são bastante difundidos e orientam, em grande medida, o debate sobre a política econômica, tanto entre as correntes mais ortodoxas como também as heterodoxas. Entretanto, será possível outra definição que não se baseie na instituição executora, mas sim, nos impactos nos balanços patrimoniais do setor privado? Quais as consequências teóricas e práticas dessa nova definição? Nosso objetivo é esclarecer essas questões.

O primeiro passo para se construir uma definição alternativa de política monetária é entender seu efetivo impacto de uma no balanço patrimonial do setor privado. Para isso, analisar-se-á os efeitos de uma operação de mercado aberto. A caracterização dessa operação é descrita como se segue.

Supõe-se que, em certo momento, houve uma alteração da preferência pela liquidez dos bancos de maneira que o mercado interbancário esteja com uma oferta de moeda maior do que a demanda. Quando isso ocorrer existirá uma pressão de queda da taxa de juros para compatibilizar a demanda por moeda com a oferta. Entretanto, caso o banco central oriente sua operação pela definição de uma meta de taxa de juros, a oferta de moeda será endógena, de forma que sempre se compatibilize com a demanda em uma taxa de juros específica. O gráfico 1 ilustra o argumento.

Gráfico 1 – Meta para a Taxa de Juros e a Demanda e Oferta de Moeda



Fonte: Elaboração própria.

Sendo: M a oferta de moeda; i a taxa de juros; OM a oferta de moeda e DM a demanda por moeda.

Quando ocorre uma alteração na demanda por moeda, DM se descola para DM' , e, tudo mais constante, o equilíbrio no interbancário se deslocaria do ponto A para o ponto hipotético B . No entanto, o ponto (hipotético) B está associado a uma taxa de juros, i , menor do que i^* , definida pelo Banco Central. Para garantir que a taxa de juros seja aquela determinada pela autoridade monetária, o banco central reage a essa alteração na demanda por moeda deslocando a curva de oferta de moeda, OM , para OM' , alterando o equilíbrio para o ponto C . A rigor, a curva de oferta de moeda é, na realidade, descrita por OM^* . Ou seja, a oferta de moeda é exatamente aquela compatível com qualquer nível de demanda à taxa i^* .

Como o Banco Central realiza esse manejo da oferta de moeda? Uma forma de operacionalizar esse ajuste e garantir a efetividade da meta da taxa de juros, é por meio das operações de mercado aberto¹³. Nessa operação, o Banco Central irá oferecer títulos públicos a uma taxa de juros que é exatamente igual à taxa de juros definida como meta, i^* . O volume excedente de moeda que existia no interbancário será trocado por títulos públicos e o mercado irá se equilibrar a taxa i^* . Como isso fica marcado no balanço patrimonial do setor privado¹⁴?

Suponha que os bancos têm um excedente de reservas bancárias¹⁵ de 100 unidades monetárias, na rubrica ativos financeiros do seu ativo. Quando o Banco Central enxuga esse excesso de liquidez e oferta títulos públicos, os agentes trocam seus ativos financeiros, reservas bancárias, por títulos públicos¹⁶ ¹⁷. Nessa operação houve apenas uma troca de ativos financeiros. O volume de ativos financeiros não se alterou, a riqueza financeira não se alterou, a rubrica ativos reais não foi alterada, o volume total da conta ativos não foi alterado e o patrimônio líquido também não foi alterado. O quadro 2 ilustra esses efeitos no balanço patrimonial do setor privado.

¹³ O banco central brasileiro realiza suas operações de mercado aberto por meio de operações compromissadas lastreadas por títulos públicos. A operação aqui descrita será aquela em que o banco central compra e vende títulos públicos de sua carteira, mas os resultados seriam os mesmos.

¹⁴ No balanço patrimonial só serão reportados os valores transacionados e não necessariamente o estoque total dos ativos, passivos e do patrimônio líquido. No primeiro exemplo, o quadro 2, ressalta-se apenas o valor excedente e transacionado das reservas e dos títulos públicos, em unidades monetárias, mas supõe-se que o balanço patrimonial está equilibrado como um todo.

¹⁵ Na descrição desse processo será preciso ser mais rigoroso e nesse caso alteramos a denominação de moeda, mais ampla, por uma mais específica, reserva bancária (parte integrante da base monetária).

¹⁶ O excedente de reservas do sistema interbancário como um todo não pode ser eliminado no sistema bancário. Apenas as transações entre os bancos e o banco central podem eliminar esse excedente.

¹⁷ Note que, ao fim e ao cabo, reservas bancárias servem apenas para saldar transações entre os bancos, entre os bancos e o banco central e para cumprir requisitos regulatórios. Não é um ativo tão atrativo, no sentido que rende apenas o prêmio pela liquidez e não nenhum rendimento monetário.

Quadro 2 – Operações de Mercado Aberto: Balanço do Setor Privado

Ativo	Passivo/Patrimônio Líquido
Ativos Reais	Passivo Financeiro $\Delta=0$
Ativos Financeiros	Patrimônio Líquido $\Delta=0$
Reservas bancárias (-\$100)	
Títulos Públicos (+\$100)	

Fonte: Elaboração própria.

Caso a operação fosse a oposta e o Banco Central tivesse que responder com um aumento de liquidez no interbancário para garantir a meta da taxa de juros, os resultados seriam os mesmos, mas com sinais trocados. Se o Banco Central optasse atuar por meio da concessão de crédito ao setor bancário, o quadro seria um pouco diferente, mas com resultados parecidos.

Quando o Banco Central concede crédito a um banco, o banco registra a quantia em sua conta de reservas, do ativo, mas registra também uma dívida com o Banco Central no passivo financeiro (dívida com o banco central). Houve uma mudança do volume dos ativos financeiros, mas também, e na mesma magnitude, no passivo financeiro. Assim, a riqueza financeira do setor privado se manteve inalterada, bem como o patrimônio líquido. A título de comparação, a rubrica ativos reais não foi alterada (Quadro 3).

Quadro 3 – Operações de Empréstimos do Banco Central: Balanço do Setor Privado

Ativo	Passivo/Patrimônio Líquido
Ativos Reais	Passivo Financeiro
Ativos Financeiros	Dívida com o banco central (+\$100)
Reservas bancárias (+\$100)	Patrimônio Líquido $\Delta=0$
Títulos Públicos	

Fonte: Elaboração própria

Sendo essas as características dessas operações reconhecidas como de política monetária, o que podemos observar de maneira mais geral? A política monetária não envolve ativos reais, mas pode alterar o volume e a composição dos ativos financeiros e do passivo financeiro, sem alterar o saldo entre essas duas contas. O que é o mesmo que dizer que a

política monetária não altera a riqueza financeira do setor privado. Se isso é verdade, também é possível dizer que a política monetária não altera o patrimônio líquido do setor privado. Se juntarmos essas características aos objetivos de política monetária, também presente nas definições mais tradicionais, poder-se-ia dizer que a **política monetária é toda operação que altera o estoque de moeda (base monetária), sem alterar a riqueza financeira do setor privado¹⁸, com vistas ao controle da taxa de juros.** Essa definição segue em linha com Fullwiler (2010): “Monetary policy actions [...] typically do not change the net worth of the non-government sector but are instead loans or asset swaps related to setting interest rate targets and managing the payments system.” Reforçando o mesmo entendimento Fulwiller (2013) aponta que: “True helicopter drops¹⁹ of money raise the net financial assets (via income increases) of the non-government sector, which is exactly what fiscal policy does but **not** what monetary policy does”.

Alguns pontos devem ser destacados. O estoque de moeda do setor privado só pode ser alterado em transações com o setor público. Ou seja, a política monetária é realizada pelo governo. Todas as operações que alteram o estoque de moeda são política monetária? Não, somente aquelas que não alteram a riqueza financeira e tem por objetivo o controle da taxa de juros²⁰. Embora a definição proposta ainda se utilize dos objetivos finais da política, ela não mais se orienta pela instituição executora da política²¹. Assim, o ponto fundamental é que a execução da política monetária não está restrita ao Banco Central, embora ele possa permanecer como a instituição mais relevante na operacionalização da política monetária.

¹⁸ Ativos financeiros menos passivos financeiros.

¹⁹ Pode-se entender *Helicopter drops* como o exemplo de política monetária dado por Milton Frideman, no qual um helicóptero atira cédulas de moeda para a população.

²⁰ Trataremos posteriormente de transações do governo que impactam o estoque de moeda e não são política monetária.

²¹ Embora a instituição executora da política monetária necessariamente seja do setor público, conforme argumento já exposto.

4 Gasto Público, Tributação e Definição Alternativa de Política Monetária²²

As decisões que dizem respeito ao gasto público e a tributação são normalmente consideradas como integrantes do rol de política fiscal. Entretanto, é importante perceber que essas decisões alteram o estoque de moeda e poderiam sim, isoladamente, terem impactos na taxa de juros²³. Dessa maneira, o que irá diferenciá-las com relação à definição proposta de política monetária é exatamente o fato de alterarem a riqueza financeira.

Essa será a situação analisada. Seguindo exemplo descrito por Wray (2012), supõe-se que o governo deseje adquirir uma bomba produzida pelo setor privado. Para descrever essa operação é interessante separar as alterações tanto para a empresa quanto para o banco no qual a firma tem conta. Inicialmente, a empresa tinha entre seus ativos o produto bomba, desejado pelo governo. Acertada a compra, o governo irá emitir uma ordem de pagamento em nome da empresa A, no valor correspondente a bomba, a ser paga com os recursos presente na conta única da união (a conta do tesouro no banco central) ²⁴. Após o pagamento, a empresa A irá entregar a bomba ao governo e tirá-la do seu balanço patrimonial, acrescentando no seu ativo o valor pago pelo governo. Houve uma perda de um ativo real e o acréscimo de um ativo financeiro. Não houve alteração no passivo financeiro e nem no patrimônio líquido (Quadro 4).

²² O objetivo dessa seção é estabelecer algumas diferenças entre a política monetária e a política fiscal, e não construir uma definição de política fiscal.

²³ Embora o impacto isolado na taxa de juros seja normalmente contrário aquele descrito pela teoria ortodoxa. Um aumento no déficit público, tudo mais constante, levaria a um excesso de moeda e a uma menor taxa de juros.

²⁴ Essa operação cria base monetária.

Quadro 4 – Gasto Público: Balanço do Setor Privado (Empresa A)

Ativo	Passivo/Patrimônio Líquido
Ativos Reais Bomba -\$50	Passivo Financeiro
Ativos Financeiros Depósito à vista no banco A (+\$50)	Patrimônio Líquido $\Delta=0$
Títulos Públicos	

Fonte: Elaboração própria.

O pagamento do governo foi processado por meio do sistema bancário e ficará registrado também no balanço patrimonial do banco no qual a empresa A tem conta. Quando o governo credita o valor na conta corrente da empresa A, o banco irá registrar esse valor na conta corrente da empresa, que é um passivo do banco, mas o banco creditará em seu ativo o mesmo montante, na conta reservas (quadro 5).

Quadro 5 – Gasto Público: Balanço do Setor Privado (Banco)

Ativo	Passivo/Patrimônio Líquido
Ativos Reais	Passivo Financeiro
Ativos Financeiros Reservas (+ \$50)	Depósito à vista (+ \$50)
Títulos Públicos	Patrimônio Líquido $\Delta=0$

Fonte: Elaboração própria.

Assim, no consolidado do setor privado, o ativo real será deduzido no valor da bomba, os depósitos a vista (ativo da empresa e passivo do banco) irão se cancelar e o ativo financeiro e a riqueza financeira irão se expandir no exato montante das reservas. Fica claro que, pela definição proposta, essas operações não poderiam ser classificadas como política monetária. E a tributação?

Vamos tratar a tributação como uma subtração da renda do setor privado, sem nenhuma contrapartida estabelecida. Assim sendo, no balanço patrimonial do setor privado existirá um débito da conta corrente do contribuinte, sem que nenhuma outra conta do ativo e do passivo seja alterada. O patrimônio líquido irá variar no mesmo montante do débito do

ativo financeiro. A soma paga pelo contribuinte irá para a conta única da união e isso representará uma destruição de moeda (base monetária). A rigor, tudo mais constante e sem a atuação do Banco Central ajustando a liquidez da economia, a tributação traria uma pressão altista na taxa de juros básica. Mais detalhadamente, essa operação não impactou os ativos reais do setor privado, mas diminuiu os ativos financeiros, sem nenhuma redução do passivo. Há uma redução da riqueza financeira e uma alteração no patrimônio líquido do setor privado. No caso de um subsídio, a análise se manteria, mas os sinais das transações seriam opostos (quadro 6).

Quadro 6 – Tributação: Balanço do Setor Privado

Ativo		Passivo/Patrimônio Líquido
Ativos Reais		Passivo Financeiro
Ativos Financeiros		
Depósito à vista	(-\$50)	
Títulos Públicos		Patrimônio Líquido $\Delta=(-50)$

Fonte: Elaboração própria

Nos moldes da definição proposta, a tributação não pode ser considerada uma operação de política monetária, uma vez que altera a riqueza financeira e o patrimônio líquido. Esse resultado é o esperado para uma boa caracterização do que é política monetária. No entanto, outras operações trarão resultados mais interessantes, exigindo uma nova interpretação. É isso que veremos na próxima seção.

5 O Mercado Primário de Títulos Públicos e a Proposta de Definição de Política Monetária

Normalmente, quando o Tesouro Nacional oferta títulos públicos no mercado primário, essa operação é dita, pela teoria ortodoxa, como de financiamento do gasto público, e, dessa maneira, classificada como uma operação de política fiscal. Obviamente, caso a definição de política monetária seja feita por quem a executa (banco central), a oferta de títulos públicos no mercado primário nunca poderia ser descrita como política monetária, uma vez que quem a executa é o Tesouro Nacional²⁵. Entretanto, caso a definição seja feita por meio de seu impacto no balanço patrimonial do setor privado, como poderíamos entendê-la?

O Tesouro programa e divulga sua oferta primária de títulos públicos para os agentes cadastrados a participarem como compradores²⁶. Supõe-se que a oferta total de títulos equivalha a \$100, que serão comprados integralmente. Como essa operação fica marcada no balanço patrimonial do setor privado? Ao comprar os títulos públicos os agentes privados transferem a quantia em dinheiro para o Tesouro e recebem em troca títulos públicos. No ativo do balanço patrimonial será lançado um débito nas reservas bancárias e um crédito em títulos públicos. A partir dessa observação (quadro 7), percebe-se que uma operação de emissão primária de títulos públicos por parte do tesouro é absolutamente igual, do ponto de vista do balanço patrimonial do setor privado, a uma operação de mercado aberto (o quadro 2 e o 7 são idênticos). Entretanto, a visão convencional define a primeira operação como sendo de financiamento do governo e a segunda como sendo de manejo da taxa de juros.

²⁵ No Brasil, em particular, o banco central foi proibido de emitir dívida própria quando da aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

²⁶ No exemplo, os bancos são os compradores dos títulos públicos.

Quadro 7 – Operação Primária de Títulos Públicos: Balanço do Setor Público

Ativo		Passivo/Patrimônio Líquido
Ativos Reais		Passivo Financeiro $\Delta=0$
Ativos Financeiros		Patrimônio Líquido $\Delta=0$
Reservas bancárias	$(-\$100)$	
Títulos Públicos	$(+\$100)$	

Fonte: Elaboração própria.

Uma possível explicação para que essas operações sejam interpretadas de maneira diferente está associada ao destino dos recursos transferidos do setor privado para o governo. Quando, por exemplo, os bancos compram títulos diretamente dos leilões do Tesouro, os recursos utilizados para comprar esses ativos vão para a conta única da união. No caso de uma operação de mercado aberto eles simplesmente são debitados do passivo do Banco Central. Os quadros 8, 9 e 10 ilustram como essas operações. Para uma melhor compreensão desagregar-se-á o governo central em Tesouro e Banco Central.

Quadro 8 – Operação Primária de Títulos Públicos: Balanço do Tesouro

Ativo		Passivo/Patrimônio Líquido
Ativos Reais		Passivo Financeiro
Ativos Financeiros		Títulos Públicos $(+\$100)$
Conta Única da União	$(+\$100)$	Patrimônio Líquido $\Delta=0$

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 9 – Operação Primária de Títulos Públicos: no Balanço do Banco Central

Ativo		Passivo/Patrimônio Líquido
Ativos Reais		Passivo Financeiro
Ativos Financeiros		Reservas $(-\$100)$
		Conta Única da União $(+\$100)$
		Patrimônio Líquido $\Delta=0$

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 10 – Operação de Mercado Aberto: Balanço do Banco Central

Ativo		Passivo/Patrimônio Líquido	
Ativos Reais		Passivo Financeiro	
Ativos Financeiros		Reservas	(-\$100)
Títulos Públicos	(-\$100)	Patrimônio Líquido $\Delta=0$	

Fonte: Elaboração própria.

Essa diferença é importante para alterar de forma tão substancial a percepção da natureza dessas operações? O entendimento que se propõe aqui é que não. Primeiro, chama-se atenção para o fato de que essa distinção só aparece caso se separe o Tesouro do Banco Central²⁷. No entanto, se o recorte fosse o governo central, as operações seriam, de novo, idênticas. Ao final de todas as transações, o registro seria o de criação de um passivo do governo, correspondente aos títulos públicos, e um débito de um passivo do governo, as reservas bancárias. Desagregar os balanços patrimoniais do Tesouro e do Banco Central permite um melhor conhecimento institucional e operacional da política econômica, mas não acrescenta nenhuma relevância macroeconômica à análise desse caso particular. Vale destacar também que nos dois exemplos, o que houve foi destruição de moeda, uma vez que a conta única não é considerada base monetária e/ou meio de pagamentos. Assim sendo, a conta única é fundamentalmente um registro contábil cujo limite não restringe a capacidade do governo de gastar. Sobre isso, o ex vice-secretário do Tesouro, Fran N. Newman (apud Kelton, 2013) destaca: “[S]pend first, then issue treasuries to replenish the fed account. The fact that Treasury started the period with some legacy funds in its Fed account is not really relevant to understanding the current flow of funds in any year.”

Essa afirmação segue verdadeira ainda que haja proibições legais de transferência de recursos direto do Banco Central para o Tesouro. O ponto é que mesmo sem esse canal direto, o Tesouro **sempre** consegue transferir recursos da população ou do banco central, via mercado secundário, para sua conta única. Descaracterizar essa limitação é importante

²⁷ Registra-se que parte das críticas a abordagem MMT recaem sobre consolidação do Banco Central e do Tesouro no mesmo balanço patrimonial. Sobre isso ver, por exemplo, Lavoie (2013), bem como a resposta às críticas Tymoigne e Wray (2013).

porque, uma vez que ela se impusesse, seria sim relevante obter separadamente a conta única como ativo do Tesouro e passivo do Banco Central e, mais do que isso, explicitar as operações entre as duas instituições. Em artigo que trata especificamente sobre o caso do FED e do Tesouro americano, mas que permite perceber como o tesouro sempre é capaz de contornar restrições impostas, Tymoigne (2014, p.15) ressalta que:

Under the current budgetary procedures, the Treasury must issue securities to economic units other than the Federal Reserve to be able to fund a deficit (provided there are not enough funds in the TGA²⁸ and TT&Ls²⁹). The Treasury has at least four ways to bypass this budgetary procedure. The first one is to issue its own monetary instrument. The second way is to allow banks to buy treasuries by crediting TT&Ls. The third way is to allow the Federal Reserve to provide a direct emergency or regular credit line to the Treasury. The fourth way is to have the Federal Reserve indirectly provide funding to the Treasury through banks. The Treasury uses, or has used, all these different techniques”.

Adiante, o autor ainda destaca:

Today, the most common way for the government to bypass the financing constraints is through a fourth artifact. Even though the Federal Reserve is not allowed to increase its holding of treasuries by participating in the primary treasuries market, it is indirectly involved in Treasury funding through three channels. First, it finances the primary dealers that participate in the treasuries auctions, and it does so by accepting treasuries as collateral for repos or by buying treasuries outright. The Federal Reserve is a major holder of treasuries with usually over 10 percent of outstanding public debt held by the public in the portfolio of the Federal Reserve. For example, the US special dealer banks always stand ready to purchase treasuries and the Federal Reserve ensures there are sufficient reserves to do so by supplying them through temporary

²⁸ *Treasury general account*, correspondente no Brasil a conta única da união.

²⁹ *Treasury tax and loan accounts* são contas do Tesouro americano em bancos privados.

repos (a matched purchase of Treasury debt with a requirement that the seller must repurchase later). While the Federal Reserve is not in that case directly buying the new issue directly from the Treasury, it uses the open market purchase to buy an existing bond in order to provide reserves needed for a private bank to buy the new security. **The end result is exactly the same as if the central bank had bought directly from the Treasury.** Second, the Federal Reserve is actively involved in setting the entire yield curve of treasuries either by focusing on the short end of the curve and influencing expectation about future short-term rates, or by buying and selling long-term treasuries in the secondary market. Third, the Federal Reserve is still a major participant in the primary market because it buys new treasuries to replace its maturing treasuries, which helps to ensure that refinancing of the Treasury goes smoothly (Edwards 1997).”

Em resumo, se, para o caso em análise, é irrelevante a separação entre Tesouro e Banco Central, uma vez que o saldo da conta única não é exatamente um limitante para o gasto do governo e, além disso, o Tesouro sempre consegue contornar as proibições legais de executar operações diretas com o Banco Central, podemos afirmar que as **operações de emissão primária do Tesouro e as operações de mercado aberto do Banco Central são idênticas**, tanto do ponto de vista do impacto no balanço patrimonial do setor privado quanto do balanço patrimonial do governo central.

Assim, não há justificativa para que essas operações sejam interpretadas de forma distinta e, por conseguinte, advoga-se aqui que as operações de emissão primária do Tesouro são de natureza monetária. Destaca-se que a definição proposta de política monetária contempla apenas o impacto no balanço patrimonial do **setor privado** e não do governo central. Porém, como tentou-se demonstrar, mesmo se analisarmos o balanço patrimonial do governo central, comprova-se a pertinência de se qualificar as operações de emissões primárias, por parte do Tesouro, como operações de política monetária.

6 A Relevância para o Debate da Proposta de Definição de Política Monetária

A discussão sobre a definição de política monetária enseja alguns debates relevantes. O primeiro deles refere-se a primazia do Banco Central com respeito a controle da inflação. A teoria ortodoxa entende que o Banco Central, como o detentor do monopólio de execução da política monetária, deve ser independente e ter como objetivo exclusivo o controle do nível de preços.

De acordo com nossa definição, a política monetária não é mais exclusividade do Banco Central. Um dos pontos fundamentais, derivado diretamente dessa definição de política monetária é que o Tesouro também faz política monetária. Assim sendo, o foco da atuação do Banco Central deve ser automaticamente alterado de uma perspectiva de independência para uma perspectiva de coordenação.

Um segundo debate também emerge do entendimento de que uma operação de emissão primária do Tesouro é política monetária³⁰. Em artigo discutindo a dívida pública e a dívida líquida brasileira, Gobetti (2010) coloca uma questão bastante pertinente. Do ponto de vista fiscal de médio e longo prazo é vantajoso usar os saldos acumulados excedentes da conta única para reduzir o volume da dívida. Entretanto, segundo o autor:

O problema é que uma decisão do Tesouro de resgatar um determinado volume de títulos em igual montante ao superávit primário tem implicações sobre o nível de liquidez da economia. Se o BC considerar que esse nível excedeu o limite compatível com sua meta Selic, ele mesmo procederá ao enxugamento da base monetária com operações compromissadas, resultando no aumento da dívida bruta para o mesmo patamar inicial (p. 26).

³⁰ Mais precisamente o exemplo irá recair no caso em que o tesouro não emite títulos públicos, mas os resgata. Entretanto, se definimos que a emissão de títulos do Tesouro é política monetária, seu contrário também o é.

No que exatamente a proposta de definição de política monetária ajuda a entender essa dinâmica? A questão é que se o Tesouro não percebe que está realizando política monetária pode tentar pautar sua atuação, de emissão e ou resgate de títulos, por outra meta que não a taxa de juros. Nesse caso o Tesouro estaria utilizando a política monetária para o controle da dívida pública enquanto o Banco Central estaria utilizando a mesma política para o controle da inflação. São duas metas distintas e, por vezes antagônicas, sendo perseguidas por meio de um mesmo instrumento. Mais uma vez, caso a proposta de definição de política monetária esteja correta, fica claro que, nesse caso, é a coordenação, muito mais do que a independência, o arcabouço institucional adequado para lidar com esse conflito.

Por fim, apesar da proposta de definição de política monetária ser, em grande parte descritiva, privilegiando o impacto no balanço patrimonial do setor privado, ela reforça alguns pontos teóricos construídos por Abba Lerner e os autores alinhados com a Teoria Monetária Moderna. De acordo com Lerner (1950), o segundo de seus três princípios orientadores para a condução da economia diz que: “The government shall maintain the rate of interest which induces the optimum rate of investment, borrowing money when the rate of interest is too low and lending money (or repaying loans) when the rate of interest is too high”.

Da forma como expos o segundo princípio, Lerner (1951) deixa claro que as operações de “empréstimos”³¹ por parte do governo tem como objetivo o manejo da taxa de juros e não a política fiscal para obter financiamento. Bell (1998), com base na MMT, esclarece mais detalhadamente sobre a impossibilidade do governo se financiar a partir de empréstimos contraídos na moeda que emite:

But why should the government need to take from the private sector the money (current and/or bank) that it alone is capable of creating? It seems reasonable to suggest that it is not money but bridges, armies, satellites, etc. that the government wants and that it acquires them by encouraging the population to

³¹ Destacou-se a palavra empréstimo entre aspas porque, a rigor, como ficará claro mais a frente, nenhuma instituição toma emprestado um ativo o qual pode criar.

provide them in exchange for government money. That is, it cannot be the government but the public/citizens who need the money in order to settle their tax liabilities to the state (p.19).

A autora vai além:

Similarly, bonds need not be issued in order to allow the government to spend in excess of current taxation. This, again, is because the government can always create its own spendable balance internally (on its consolidated balance sheet) by offsetting a Treasury liability against a Federal Reserve asset (e.g., but not necessarily, a Treasury bond). In the absence of bond sales, deficit spending would result in a net increase in aggregate bank reserves. Bonds, then, are used to coordinate deficit spending, draining what would otherwise become excess reserves. They provide the private sector with an interest-earning alternative to non-interest-bearing government currency and allow the government to spend in excess of taxation while maintaining positive overnight lending rates (p.19).

Nesse sentido, ao considerar que a emissão de primária realizada pelo Tesouro não é política fiscal, mas sim política monetária, a proposta de definição de política monetária reforça-se a ideia de que a operação de emissão primária não está de forma alguma “financiando” os gastos do governo.

7 Conclusão

O artigo teve como objetivo formalizar uma definição alternativa de política monetária fundamentada no impacto dessas operações nos balanços patrimoniais do setor privado. Após descrever o que ocorre nos balanços patrimoniais do setor privado quando o Banco Central realiza operações de mercado aberto, entendida aqui como a operação padrão de política monetária, e complementar a análise com o que ocorre quando o Banco Central empresta diretamente aos bancos, generalizou-se os resultados para chegar a definição de que política monetária é **toda operação que altera o estoque de moeda (base monetária), sem alterar a riqueza financeira do setor privado, com vistas ao controle da taxa de juros.**

A partir dessa perspectiva diferenciou-se a política monetária de algumas operações de política fiscal, destacando que a política fiscal tem como característica alterar a riqueza financeira do setor privado. Com base nessa abordagem, discutiu-se o papel das emissões primárias por parte do Tesouro, colocando luz ao fato de que essas operações têm características idênticas às operações de política monetária observadas. Dessa forma, por essa abordagem, chegou-se à proposição de que as emissões primárias do Tesouro poderiam ser vistas como política monetária, algo que a definição mais tradicional de política monetária excluí.

Definições são sempre, em alguma medida, arbitrárias de maneira que não sinalizou-se em momento algum com a hipótese de as definições convencionais estarem erradas. Contudo, um outro ponto de vista pode ser importante para identificar questões teóricas e proposições de políticas alternativas. Assim, identificou-se que a proposição de política monetária tal como desenvolvida nesse artigo é compatível com as abordagens teóricas de Abba Lerner e dos autores da Teoria Monetária Moderna.

Por fim, com relação à proposição de políticas, destacou-se que uma caracterização de política monetária, na qual o Tesouro aparece como uma das instituições executoras dessa política, aponta para a necessidade de coordenação entre Tesouro e Banco Central e nunca de independência.

8 Referências

BELL, S (1998) Can Taxes and Bonds Finance Government Spending? Working Paper No.244. Levy Economics Institute of Bard College

CARVALHO [et al.], 2000. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política. Rio de Janeiro, Campus.

FED. Conducting Monetary Policy. Fonte: Federal Reserve.
https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf

FRIEDMAN, M. 1969. “The Optimum Quantity of Money.” In The Optimum Quantity of Money and Other Essays . Chicago: Aldine

FULWILLER, S (2010) Helicopter Drops Are FISCAL Operations. Fonte: New Economic Perspectives: <http://neweconomicperspectives.org/2010/01/helicopter-drops-are-fiscal-operations.html#more-235>

_____ (2013) Drop It: You Can Call for Helicopter Money but Drop the Call for “Coordination”. Fonte: New Economic Perspectives: <http://neweconomicperspectives.org/2013/07/drop-it-you-can-call-for-helicopter-money-but-drop-the-call-for-coordination.html>

GOBETTI, S. (2010) Dívida Líquida e Dívida Bruta: o efeito da estrutura patrimonial sobre a taxa de juros implícita e a trajetória do endividamento.

KELTON, S. (2013) Former Dept. Secretary of the U.S. Treasury Says Critics of MMT are “Reaching”. Fonte: New Economic Perspectives: <http://neweconomicperspectives.org/2013/10/former-dept-secretary-u-s-treasury-says-critics-mmt-reaching.html>

LAVOIE, M (2013) The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique. Journal of Economic Issue, Vol XLVII, Nº1.

MITCHELL W, WRAY R e WATTS M (2016) Modern Monetary Theory and Practice: An Introductory Text.

_____ (2019) Macroeconomics. RED GLOBE PRESS.

MOSLER, W (2013) Soft Currency Economics II.

LERNER, A. (1951). Economics of Employment, Economics Handbook Series. McGRAW-HILL BOOK COMPANY, INC.

TYMOIGNE, E (2014) Modern Money Theory and Interrelations between the Treasury and the Central Bank: The Case of the United States. Levy Economics Institute of Bard College

TYMOIGNE, E & WRAY, R (2013) Modern Money Theory 101: A Reply to Critics.

WRAY L. R. (2012) Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary System. Palgrave Macmillan.