



Texto para Discussão 017 | 2020

Discussion Paper 017 | 2020

O Banco Central Ideal: meta de emprego e financiamento ao Tesouro

Andre de Melo Modenesi

Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

Debora Pimentel

Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

This paper can be downloaded without charge from

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

O Banco Central Ideal: meta de emprego e financiamento ao Tesouro¹

Agosto, 2020

Andre de Melo Modenesi

Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

Debora Pimentel

Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro

¹ Os autores agradecem os comentários de Daniel Conceição, Marcio Gimene, Rui Modenesi, isentando-os, como de praxe, de eventuais erros e omissões.

Introdução

O presente momento, é marcado por uma profunda crise ao redor do globo. A estagnação econômica, desde a crise de 2008, somada aos problemas sociais (pobreza, desigualdade de renda etc.) marca uma grave crise do capitalismo financeiro contemporâneo.

As políticas econômicas neoliberais (liberalização, desregulamentação, desestatização etc.) fracassaram patentemente e não foram capazes de ampliar o bem estar social da maioria da população. O foco no combate à inflação tolhe a política monetária, que se limita a uma meta de inflação. O “austericismo” fiscal engessa a política fiscal, que restringe a uma meta de resultado fiscal. A liberação financeira, restringe a regulação financeira. A política industrial e o planejamento econômico são demonizados pela crença na eficiência alocativa e distributiva do mercado desregulado.

O modelo ocidental de democracia liberal também passa por severa crise. Aquilo que era um valor muito caro ao ocidente se deteriorou gravemente, face ao surgimento de governos autoritários e *pseudo* fascistas.

A teoria econômica ortodoxa não dá conta de explicar e, tão pouco, de remediar a grave situação em que a economia global se encontra. É preciso uma ampla e profunda revisão da teoria econômica – especialmente a macroeconômica – para dar conta dessa nova realidade.

Enfim, estamos diante de um desafio enorme que clama por uma nova forma de pensar, teorizar e intervir no mundo. Neste contexto, realizamos uma espécie de exercício de elucubração fantasiosa, com o intuito de definir as linhas gerais de um banco central utópico. Por um lado, trata-se de um esforço de pensar para além das amarras da teoria convencional ou estabelecida – no sentido mais amplo do termo – e da própria realidade socioeconômica e política.

Por outro lado, iremos nos inspirar na contribuição de John Maynard Keynes e de Pós Keynesianos para definir nosso banco central ideal. O leitor atento perceberá que alguns elementos aqui propostos estão em linha com a chamada *Teoria Monetária Moderna* (Wray, 2003; 2015; 2019). Trata-se, em linhas gerais, de uma teoria que incorpora

elementos centrais da teoria de Keynes. Também nos beneficiamos de uma visão estruturalista do processo inflacionário, notadamente inspirada nos trabalhos de Sunkel (1958) e de Rangel (1963).

Esse exercício de livre pensar é relevante pois nos permite desenhar um banco central ideal, abstraindo-se de qualquer restrição ou limitação que, eventualmente, poderia vir a surgir caso nossa proposta fosse, de fato, implementada. Assim, busca-se motivar um debate ulterior sobre as implicações e restrições práticas ao nosso ideal.

Trata-se de um banco central antitético ao previsto pelo chamado regime de metas de inflação, que tem sido o paradigma adotado pelos principais bancos centrais – EUA, Inglaterra, Zona do Euro, Brasil etc. – nas últimas décadas.

Seu principal objetivo é manter os níveis de emprego e renda. A estabilidade de preços torna-se secundária. A gestão da taxa de básica de juros deixa de ser o instrumento principal de atuação da autoridade monetária. O objetivo último do banco central requer uma coordenação com a políticas fiscal e cambial. A política econômica não deve ser compartimentalizada entre o banco central e o tesouro.

Paralelamente, a política inflacionária é conduzida de forma coordenada com a política fiscal. Adicionalmente, devem ser utilizados instrumentos alternativos de combate à inflação. Trata-se, pois, de um banco central que age de forma discricionária e anticíclica – ou seja evitando recessões e superaquecimento econômico.

O presente artigo, está dividido em três seções, além desta introdução. Inicialmente serão discutidos os objetivos do banco central. Em seguida, trataremos dos instrumentos possíveis de combate a inflação na seção 2 e da política cambial de um Banco central ideal na seção 3. E por fim, teceremos nossas considerações finais.

1 Objetivos

O objetivo fundamental de nosso banco central utópico é estimular os níveis de emprego e de renda agregados. O **pleno emprego** é o objetivo final prioritário da autoridade monetária.² A **estabilidade do sistema financeiro**, naturalmente, continua sendo um objetivo importante – notadamente, ao proporcionar um ambiente favorável ao investimento produtivo. Também compete ao banco central **estabilizar os preços**, mas de forma apenas coadjuvante, e, em coordenação com outras esferas do executivo, notadamente o tesouro nacional. Finalmente, cabe ao banco central **estabilizar a taxa de câmbio**, por meio de intervenções no mercado cambial e/ou adoção de mecanismos de controle de capitais. Esses são os principais objetivos do nosso banco central ideal, desenvolvidos a seguir.

1.1 Pleno Emprego e Coordenação entre Tesouro Nacional e Banco Central

O banco central ideal não é independente. Antes pelo contrário, ele se relaciona de forma umbilical com o tesouro nacional. Esta relação íntima se daria, notadamente, pelo financiamento dos gastos públicos – via emissão monetária –, sempre que necessário pelo banco central.

No caso concreto do Brasil, o artigo 164 da Constituição Federal estabelece que a competência da União para emitir moeda é exercida exclusivamente pelo banco central. Porém, o § 1º do mesmo artigo veda ao banco central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao tesouro nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira. Trata-se de uma restrição autoimposta, que dificulta a coordenação entre as políticas fiscal e monetária.

² Situação em que todos os fatores produtivos estão empregados. Neste caso, inexistente desemprego involuntário: todos trabalhadores dispostos a trabalhar estão empregados.

A Constituição também proíbe, em seu art. 167, inciso III, a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta. Trata-se da versão brasileira da chamada “regra de ouro”, segundo a qual determinada geração só pode emitir dívida a ser paga pelas gerações futuras se for para financiar investimentos que também beneficiem as gerações futuras. De acordo com essa “regra”, a maior parte dos gastos públicos em áreas como saúde, educação, ciência, tecnologia e inovação, por exemplo, necessários para a manutenção e o pleno aproveitamento dos investimentos passados, supostamente não beneficiariam as gerações futuras. Como isso não faz nenhum sentido, essa regra encontra-se em desuso internacional, embora continue em vigor no Brasil.

Uma terceira restrição autoimposta pela legislação brasileira é a proibição de que os entes federados realizem despesas acima dos valores estabelecidos em metas de resultado primário, conforme determina o art. 4º, § 1º da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000).

Como se não bastassem esses dificultadores da ação governamental, a Emenda Constitucional nº 95/2016 (Teto de Gastos) proibiu o aumento real das despesas primárias da União durante os próximos 20 anos.

O resultado combinado dessas restrições, autoimpostas, é a impossibilidade de coordenação efetiva entre as políticas fiscal e monetária. Colocar em prática o nosso banco central ideal exige, portanto, modificações normativas, a começar pela revogação dessas restrições.

Para além da coordenação entre as políticas fiscal e monetária, o que se propõe é que a política econômica não deve ser compartimentalizada entre o banco central e o tesouro. A distinção tradicional entre política fiscal e monetária é abandonada em prol de uma abordagem que combine ambas. Em suma, as políticas monetária e fiscal se entrelaçam e se completam – tornam-se dois lados de uma mesma moeda.

Repare que política monetária opera de forma assimétrica. Para ilustrar esse fato Keynes usa a metáfora da corda: ela é eficiente para puxar a economia para trás (ou retraindo a

atividade econômica); porém, a política monetária, por si só, é incapaz de empurrar a economia (ou estimular a atividade econômica).

A intuição é simples: mesmo diante de um reduzido custo de captação (decorrente de reduzidas taxas de juros), o investimento (ou a formação bruta de capital fixo) não necessariamente se ampliará. Para isso é preciso que os empresários tenham expectativas positivas quanto ao comportamento da demanda.

É justamente aqui que entra política fiscal. Para perseguir e/ou garantir o pleno emprego é necessário que o tesouro amplie seus gastos assegurando-se, assim, um elevado nível de renda. Neste caso, as expectativas dos produtores seriam positivas e o investimento se elevaria. Por exemplo, a adoção de um amplo programa de renda mínima e/ou de gastos públicos em setores estratégicos – como infraestrutura e setores intensivos em trabalho – deve fazer parte desse arcabouço.

Em suma, a garantia do nível de emprego não pode ser obtida simplesmente pela manutenção da taxa básica de juros estabilizada em níveis reduzidos. O Pleno emprego depende de políticas de gasto público para compensar eventuais insuficiências de demanda efetiva. Assim, o tesouro torna-se um aliado do banco central na promoção de seu objetivo primordial, o pleno emprego.

1.2 Estabilidade Financeira

Naturalmente, nosso banco central continua sendo responsável pela estabilidade financeira. Historicamente, essa tem sido a principal função dos bancos centrais, desde a criação do Banco da Inglaterra, no final do século XVII. Não há como ser diferente.

O banco central deve ter como objetivo que o sistema financeiro seja funcional (Stuart, 1995). Isto é, ele deve ser capaz de prover os fundos necessários para o investimento produtivo, sem comprometer a estabilidade financeira. Para isso é necessário combinar o uso de uma política de regulação prudencial com uma política dita *macroprudencial*.

Na visão de Keynes e de Pós Keynesianos, as economias são endogenamente instáveis – i.e., tendem a gerar crises financeiras – e a esfera monetário/financeira da economia afeta o setor produtivo real. Ou seja, uma crise financeira pode causar uma recessão ou até mesmo uma depressão econômica – haja vista a crise de 2008.

Deve-se frisar que a estabilidade financeira estimula a realização do investimento produtivo por parte dos empresários. O banco central, ao zelar pela estabilidade financeira, favorece as expectativas empresariais quanto ao futuro da economia estimulando, em última análise, o crescimento econômico. Trata-se de mais uma ferramenta para se alcançar o pleno emprego.

Note que a funcionalidade do sistema financeiro pode ser comprometida caso o setor bancário seja altamente concentrado, como no caso brasileiro. Na verdade, nosso caso se aproxima de uma espécie oligopólio, em que os cinco maiores bancos detêm cerca de 80% dos ativos totais do sistema bancário. Isso compromete a provisão de fundos em volume suficiente para financiar o desenvolvimento econômico na medida em que os bancos brasileiros praticam um dos maiores spreads bancários (ou margem de lucro da intermediação financeira) do mundo. Assim, o banco central também deve evitar a concentração bancária.

1.3 Estabilidade de Preços

A estabilidade de preços torna-se secundária. Trata-se de um banco central antitético ao previsto pelo chamado regime de metas de inflação, que tem sido o paradigma adotado pelos principais bancos centrais após os anos 1990. Essa proposição causa calafrios nos monetaristas ortodoxos e merece ser detalhada.

A estabilidade de preços, não é tarefa exclusiva do banco central, como preconiza a chamada tese da independência do banco central, que serve de fundamento teórico ao regime de metas de inflação (Kydland e Prescott, 1977). O banco central deve ser apenas coadjuvante no processo de estabilização dos preços.

A gestão da taxa de básica de juros deixa de ser o principal instrumento de atuação da autoridade monetária. Paralelamente, a política inflacionária é conduzida de forma coordenada com a política fiscal. Adicionalmente seriam utilizados instrumentos alternativos de combate à inflação.

Por fim, cabe notar que o regime de metas de inflação se fundamenta em uma visão macroeconômica da inflação. Esse olhar é importante, porém, não é suficiente para nossos objetivos. É preciso um olhar setorial da inflação, como discutido a seguir.

2 Instrumentos e combate à inflação

Nosso banco central ideal parte do princípio de Keynes e de Pós Keynesianos de que a inflação é um fenômeno complexo, com múltiplas causas.³ Ou seja, a inflação de demanda agregada é apenas um dos tipos de inflação. É preciso focar nas pressões inflacionárias pelo lado dos custos. Como exemplo de inflação de custos, destacam-se: *inflação de salários; inflação de lucros; inflação importada; e inflação de gargalos setoriais de oferta.*

A inflação salarial é aquela que resulta de uma elevação do salário nominal, *ceteris paribus*. Ela pode ser contida por uma política de rendas que evite ganhos salariais excessivos, como adotada pelos EUA. Repare que, se a inflação salarial resulta de uma melhora na distribuição de renda, ela deve ser mais tolerada. Nesse caso o poder executivo é quem tem legitimidade para fazer essa escolha política.

A inflação de lucros depende da estrutura de mercado e do regime concorrencial. A elasticidade preço dos bens transacionados em mercados oligopolizados é menor, de forma que os produtores podem repassar choques de custos para os preços livremente. Conseqüentemente, o poder de oligopólio, ao ampliar as margens de lucros, pode gerar pressões inflacionárias. Esse tipo de inflação deve ser combatida por uma política de rendas que evite lucros excessivos. Adicionalmente, a política de defesa da concorrência pode ser usada coibir práticas anticompetitivas – como a cartelização e conluio na formação de preços.

A inflação importada do exterior depende dos preços dos produtos importados – tanto de bens finais quanto de insumos. A taxa de câmbio, ao afetar o preço em real das importações, também impacta a inflação. Essa inflação pode ser combatida, por exemplo, por meio de uma política industrial que incentive a produção local de bens finais e de insumos importados considerados prioritários.

³ Ver Sicsú (2003) e Davidson (1978 e 2003: cap. 9 e 12).

A inflação de choques negativos de oferta ocorre quando há, por exemplo, uma quebra de safra ou uma situação de escassez de energia – como a ocorrida durante os dois choques do petróleo nos anos 1970 e a crise do setor de energia elétrica no Brasil no ano de 2001. Esse tipo de inflação deve ser combatido por meio da criação de estoques reguladores de produtos estratégicos – por exemplo, que tenham elevado peso na cesta de consumo do IPCA.

De forma geral, à medida em que se aproxima do pleno emprego dos fatores produtivos costumam-se surgir desequilíbrios setoriais. O processo de crescimento não se dá de forma equilibrada em todos setores econômicos. Trata-se de um fenômeno heterogêneo e complexo. Cada setor produtivo tem sua dinâmica econômica regida por fatores idiossincráticos, como estruturas de mercado, desenvolvimento tecnológico, preferências/demanda dos consumidores etc. Também é possível que surjam pressões em determinados segmentos do mercado de trabalho.

Neste caso é fundamental que o olhar macroeconômico da inflação seja complementado com uma perspectiva setorial da evolução dos preços. Antes de tudo é preciso uma estratégia de desenvolvimento – por meio de políticas industrial, creditícia, e de ciência e tecnologia – que permita um planejamento a fim de minimizar esses gargalos.

Ainda assim, é preciso monitorar atentamente como se comporta a inflação em setores específicos. Assim, busca-se identificar e combater eventuais gargalos setoriais de oferta e as consequentes pressões inflacionárias *estruturais*, como proposto por Sunkel (1958).

Face a complexidade do fenômeno inflacionário, não há receita de bolo. A visão monetarista ortodoxa que fundamenta o regime de metas de inflação é radicalmente descartada. A inflação não é um fenômeno simples: não se trata de um “fenômeno meramente monetário” (Friedman, 1968); nem resulta simplesmente do excesso de demanda, pressionada pelo gasto público, como previsto pela visão fiscalista da inflação (também chamada de teoria fiscal do nível preços).

Essa visão simplista da inflação preconiza uma estratégia igualmente simplista de combate à inflação, consubstanciada no regime de metas de inflação. Em poucas palavras, para combater a inflação bastaria aumentar a taxa Selic. Essa visão é completamente

equivocada e deve ser rechaçada. Por exemplo, há um amplo conjunto de evidências empíricas que mostram que a Selic não é um instrumento eficaz de controle inflacionário no Brasil.

Em suma, inflações específicas devem ser combatidas com instrumentos específicos. Para além do manejo da taxa Selic, o banco central deve buscar instrumentos alternativos de combate a inflação, como por exemplo:

1. **Política de rendas**; para evitar que desequilíbrios setoriais no mercado de trabalho gerem pressões por aumentos salariais em determinados setores, contribuindo, assim, para uma aceleração da inflação. Esse instrumento também deve ser usado para controlar a inflação de lucros.
2. **Política de defesa da concorrência**; evitando-se a chamada inflação de oligopólio ou de lucros.
3. **Estoques reguladores** de bens essenciais/estratégicos; para compensar choques negativos de oferta; e
4. Manejo da taxa de **juros de longo prazo**.

3 Política cambial

A política cambial precisa ser usada ativamente para que se evite a sobrevalorização excessiva da moeda doméstica. A taxa de câmbio também deve ser estável. Esses objetivos podem ser alcançados pelo uso de controles de capital e de intervenções no mercado cambial, tanto à vista quanto futuro.

A sobrevalorização é indesejada pois prejudica a competitividade da produção doméstica estimulando, assim, as importações e desestimulando as exportações. Além de gerar um desequilíbrio no balanço de pagamentos, a valorização prejudica o investimento produtivo no setor industrial. Uma valorização persistente da moeda doméstica contribui para um processo de mudança estrutural perverso conhecido como desindustrialização – ou a redução da participação da indústria no PIB. Lembre-se que os produtos industriais, em geral, possuem maior valor agregado e mais conteúdo tecnológico.

A desindustrialização pode resultar em um aumento da participação dos produtos primários na pauta de exportação – notadamente em países em que o setor primário possui elevada produtividade, como o Brasil. O problema é que as commodities possuem baixo valor agregado e conteúdo tecnológico. Isso compromete o desenvolvimento tecnológico e o próprio crescimento econômico.

Em suma, a política cambial também deve ser usada para estimular os níveis de emprego e de renda. Portanto, a política cambial também deve ser conduzida de forma coordenada com a política fiscal na promoção do pleno emprego.

Considerações Finais

A hegemonia do neoliberalismo concorre para o fato de que as políticas monetária e fiscal foram sendo progressivamente esvaziadas, após os anos 1980. De fato, o papel da política monetária foi drasticamente reduzido e seus instrumentos foram limitados. A aceitação, ainda hegemônica, de que o regime de metas de inflação é a melhor forma de se conduzir a política monetária representa o coroamento desse longo processo de atrofiamento da política monetária. Esse regime prevê que o banco central deve ter um único objetivo fundamental, a estabilidade de preços, a ser alcançada por um único instrumento, a taxa básica de juros.

O mesmo ocorreu com a política fiscal: a aversão ao déficit público desidratou radicalmente o papel do tesouro nacional no gerenciamento macroeconômico. A política fiscal reduziu-se ao cumprimento de uma meta de gastos. Assim, o tesouro perdeu completamente sua capacidade de usar a política fiscal de forma discricionária.

O que se propõe aqui é uma reversão desse processo. Nosso banco central ideal ganha musculatura: tanto seus objetivos quanto seus instrumentos são largamente ampliados. A política monetária volta ser conduzida de forma discricionária. Isso também vale para a política fiscal. A política cambial também deve ser usada de forma coordenada com as políticas fiscal e monetária contribuindo, assim, para o objetivo primordial do nosso banco central ideal.

Repare que é abandonada a usual compartimentalização das políticas econômicas em prol de um arcabouço mais amplo e complexo, que use de forma coordenada as políticas fiscal, monetária e cambial. Esse uso conjunto dos instrumentos de intervenção econômica é fundamental para a promoção do pleno emprego.

Em suma, nosso banco central ideal se distingue radicalmente do previsto pelo regime de metas de inflação. Seu objetivo fundamental é promover o pleno emprego. A estabilidade de preços torna-se secundária. A gestão da taxa de básica de juros deixa de ser o principal instrumento de atuação da autoridade monetária. A política inflacionária torna-se secundária e umbilicalmente coordenada com a política fiscal.

Referências

DAVIDSON, P. (1978), *Money and the Real World*. London: Macmillan.

_____. (2003), *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham: Edward Elgar.

KYDLAND, F. e PRESCOTT, E. (1977), “Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans”. *Journal of Political Economy*, nº 85, pp. 473-92.

RANGEL, I. (1963), *A Inflação Brasileira*. São Paulo: Brasiliense.

SICSÚ, J. (2003), “Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana”. *Análise Econômica*, v. 21 (39).

SUNKEL, O. (1958), “La inflación chilena: un enfoque heterodoxo”. *El Trimestre Económico*, 25 (4).

STUDART, R. (1995) “The Efficiency of Financial Systems, Liberalization, and Economic Development”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 18 (2), pp. 269-292.

WRAY, L. R. **Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços**. Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Contraponto Editora, 2003.

_____. **Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary**. University of Missouri-Kansas City, 2015.

_____. **Alternative paths to modern money theory**. *real-world economics review*, issue no. 89, 1 October, pp. 5-22, 2019.