

- (a) pleno emprego, definido como a situação em que todos que querem e estão aptos para trabalhar encontram um emprego;
- (b) um déficit anticíclico que preenche exatamente a brecha entre a poupança realizada e a poupança desejada; e
- (c) maior estabilidade de preços que no sistema corrente.
- Estes temas serão examinados em detalhe no Capítulo 6.

POLÍTICA MONETÁRIA:
METAS DE TAXA DE JUROS E
A NATUREZA NÃO DISCRICIONÁRIA
DAS RESERVAS

Neste capítulo, argumentaremos que a política monetária diretamente estabelece um rateio de ação estreito de variação para a taxa de juros de *overnight* – ou o “preço” da moeda – que só muito indiretamente afeta a quantidade de moeda. A despeito da meta intermediária estabelecida pelo FED, a taxa dos fundos federais é a principal meta operacional; isto é, mesmo quando o FED afirma adotar um agregado de reservas como meta, de fato ele visa à taxa dos fundos federais. A maioria das ações do banco central são por natureza defensivas, e são implementadas principalmente para contrabalançar operações do Tesouro. A política do FED nunca pode ser independente da “política fiscal” – o FED deve coordenar sua política com a política fiscal para assegurar que o montante correto de reservas fique disponível para o sistema bancário.

No capítulo precedente, examinamos o dispêndio governamental e a tributação. Como argumentamos, déficits governamentais persistentes são a norma teórica e prática. Estes déficits são “financiados” por injeções de moeda fiduciária, que são em primeira instância creditadas ao sistema bancário como reservas bancárias. O propósito da venda de títulos governamentais é garantir a taxa de juros de *overnight*, porque o dispêndio governamental não coberto por tributos (dispêndio deficitário) cria um montante igual de reservas no sistema bancário. A tomada de empréstimos pelo governo exerce-se como uma drenagem de reserva, e a dívida federal mantida publicamente pode ser caracterizada como uma contra de manutenção da taxa de juros (IRMA*).

* Sigla para a expressão em inglês: *interest rate maintenance account*. (N. do T.)

Assim, é a política fiscal, que determina o montante de moeda nova diretamente criada pelo governo federal, mais do que a política monetária, que realmente tem a ver com o manejo da taxa de juros. A política monetária inclui aquelas operações do Tesouro e do banco central que adicionam ou drenam reservas, assim como outras operações que estabelecem a meta de taxa de juros do *overnight*.

A VISÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DE LIVRO-TEXTO

Tradicionalmente, economistas têm pensado que a política monetária usa instrumentos (operações de mercado aberto, taxas de desconto) para atingir metas operacionais (taxa de fundos federais, agregados de reserva) que se acredita estarem intimamente relacionadas com metas intermediárias (taxas de juros de mercado de curto prazo, agregados monetários) a fim de alcançar objetivos de longo prazo (inflação baixa, emprego alto, crescimento econômico suficiente). Com o passar de tempo, desenvolveu-se um consenso segundo o qual o banco central usa seus instrumentos para determinar a quantidade de reservas bancárias, que então determina a quantidade de moeda (através do "multiplicador de moeda" — ver abaixo), cujo impacto (ao menos a longo prazo) é principalmente sobre preços. Esta visão está sacralizada em todos os livros-texto como "moeda e bancos", e até recentemente formou a base para formação de política monetária.

A política monetária atual está num dilema, entretanto. Já não há nenhum consenso sobre a relação das metas operacionais do FED com algumas de suas metas intermediárias. Em particular, a experiência dos anos 1980 longa considerável dúvida sobre a relação entre agregados de reserva e agregados monetários (porque o "multiplicador monetário" tornou-se instável). Ao longo da última década e meia, a capacidade do FED para atingir metas monetárias pareceu estar seriamente prejudicada — mesmo quando o FED ajustou continuamente suas metas monetárias para ficar mais de acordo com as experiências recentes, ele ainda falhou em atingi-las. Na verdade, o FED foi forçado a deixar cair as metas de M1 completamente nos anos 1980, e reconheceu recentemente que presta pouca atenção nas taxas de crescimento dos agregados monetários. Além disso, as relações entre os agregados monetários e a inflação se romperam nos anos 1980. Mesmo assim, muitos economistas estão relutantes em abandonar a crença tradicional de que o FED de alguma forma determina a quantidade de moeda e que isso determina a taxa de inflação. Entretanto, a visão de livro-texto parece não mais proporcionar um guia suficiente para a formação de política.

Como argumentaremos, a visão ortodoxa confunde seriamente o que a política monetária é em seu todo. O banco central nunca controlou, nem

poderia mesmo controlar, a quantidade de moedas; nem pode controlar a quantidade de reservas de uma forma discricionária. Na verdade, a visão ortodoxa confunde fundamentalmente política fiscal com política monetária; política fiscal tem mais a ver com a quantidade de moeda e com o valor da moeda, enquanto a política monetária simplesmente determina as taxas de juros de *overnight*. Trabalhando em conjunto com o Tesouro, o banco central pode também afetar taxas de juros de prazos mais longos. Entretanto, qualquer impacto da política monetária sobre moeda, preços, desemprego ou taxas de crescimento é necessariamente muito indireta, uma vez que "entre o dizer e o fazer há muita coisa a ver".

BREVE VISTA SOBRE O FED E SEUS PROCEDIMENTOS OPERACIONAIS

No Capítulo 3 examinamos a "história da moeda", com alguma discussão sobre a história monetária dos Estados Unidos pré-século XX. Neste capítulo, revemos brevemente a história da política monetária dos Estados Unidos desde a criação do Sistema de Reserva Federal (o primeiro banco central permanente do país).¹ Como estabelecido no preâmbulo da Lei da Reserva Federal de 1913, o FED foi criado "para fornecer um dinheiro elástico, para proporcionar os meios de redesconto de duplicatas, para estabelecer uma supervisão mais efetiva da atividade bancária nos Estados Unidos, e para outros propósitos" (Meulendyke, 1989, p. 18). Por muitos anos daí em diante, o princípio que guiou o FED foi a "Doutrina de Títulos Reais" sob a qual o FED devia "descontar" papéis selecionados (e assim fazer empréstimos de reservas para os bancos membros) para atender às necessidades do comércio. Observa-se que a Lei original não previu operações de mercado aberto, mas, de qualquer modo, o estoque da dívida pendente governamental era muito pequeno.

Durante a Primeira Guerra Mundial, um montante significativo de vida governamental tornou-se disponível, grande parte dele comprado pelo FED como um meio de obter ativos que rendem juros. Não foi senão até os anos 1920 que se noticiou o efeito de operações do mercado aberto sobre taxas de juros e reservas bancárias. Foi também neste tempo que o "multiplicador de depósito" foi descoberto: uma compra no mercado aberto criaria reservas que garantiriam uma expansão múltipla dos depósitos (Meulendyke, 1989). Isso levou à primeira tentativa, em 1924, de usar operações de mercado aberto anticíclicamente, na crença de que o FED poderia afrouxar a política na recessão e levar os bancos a aumentar empréstimos. Entretanto, muitos analistas nesse tempo descobriram que as compras no mercado aberto não aumentavam reservas porque os bancos escolhiam quitar empréstimos nos guichês de desconto. Esta foi a primeira de muitas vezes em que o FED

aprendeu a lição de que não poderia “empurrar um barbaute”; reservas e empréstimos (e, assim, a oferta de moeda) são determinados pela demanda, e não podem ser aumentados diretamente através da política monetária. Simetricamente, analistas da época assinalaram que as vendas no mercado aberto apenas forçavam os bancos a recorrer aos guichês de desconto para substituir as reservas perdidas. Como Meulendyke reconhece de má vontade, “algumas pessoas interpretaram este padrão como significando que operações do mercado aberto não tinham nenhum efeito sobre a disponibilidade de reserva ou sobre a capacidade do banco de emprestar” (ibid., p. 24). Infelizmente, essas lições foram rapidamente esquecidas e condenadas a repetir-se.

A Grande Depressão levou a mudanças significativas de política e filosofia no FED. As interpretações sobre a política do FED durante a Grande Depressão variam desde a alegação dos monetaristas de que o FED reduziu a oferta de moeda, causando a crise financeira e a Grande Depressão, até a crença mais comum de que a inação do FED provavelmente tornou as coisas piores. Na realidade, o FED interveio imediatamente e com força, comprando US\$125 milhões em títulos do Tesouro no dia do craque do mercado acionário, cinco vezes o montante máximo semanal que estava autorizado a comprar – quase dobrando o montante mantido pelo FED num dia. O FED de Nova York também abriu seu guichê de desconto para bancos daquela cidade que estavam ajudando bancos correspondentes. Durante os primeiros meses da crise, o FED continuou a atender a demanda de dinheiro (embora as reservas agregadas dos bancos tenham caído – empréstimos e depósitos estavam se contraindo) e usou operações de mercado aberto para estabilizar as taxas do mercado monetário. Entretanto, por volta do outono de 1931, a fuga de ouro tornou-se significativa, levando o FED a aumentar as taxas de desconto para conter o fluxo e proteger suas reservas de ouro (a única alternativa seria abandonar o ouro). A oferta de moeda (e reservas) estava se contraindo não porque esta fosse a política do FED, mas sim porque os bancos não podiam encontrar tomadores de empréstimo confiáveis. Assim, embora houvesse certamente confusão⁷ e embora equívocos certamente tenham sido cometidos, o FED não merece toda a culpa.

Como discutido no Capítulo 4, a Segunda Guerra Mundial gerou déficits e vendas de títulos gigantescos. O FED concordou, em 1942, em fixar em 3/8 de 1%, ao longo da guerra, a taxa do título do Tesouro de três meses; títulos de prazo mais longo eram fixados informalmente a taxas mais altas. A expansão recorde de déficits governamentais gerou reservas, drenadas por meio de vendas de títulos, e o legado de longo prazo da guerra foi o grande estoque de dívida que permitiu ao FED confiar mais nas compras no mercado

aberto do que na tomada de empréstimo nos guichês de desconto. Depois da guerra, o FED ficou preocupado com o potencial de inflação. Em 1947, o Tesouro concordou em afrouxar as rédeas do FED, que aumentou as taxas de juros. Superávits fiscais do pós-guerra, combinados com a política fiscal mais apertada, ajudaram a causar a recessão em 1949. O FED continuou a fazer *lobby* por maior liberdade de perseguir uma política monetária ativa, resultando no Acordo de 1951 pelo qual ele abandonou seu compromisso de manter custos de juros baixos para o governo. O FED daí em diante manteria a taxa de juros para implementar uma política monetária anticitica. Durante este período, o FED também passou a concentrar suas atenções no curto prazo do mercado, com incursões apenas ocasionais no longo prazo. Também passou a confiar crescentemente nos acordos de recompra e de compras reversas mais do que em compras e vendas finais, a fim de sintonizar mais finamente as condições do mercado. Quando os bancos estavam com escassez de reservas, poderiam vender títulos governamentais, pressionando para cima as taxas dos títulos. O FED então intervinha para evitar que as taxas excedessem as metas. Por razões políticas, o FED não anunciaria metas de taxa de juros – a recente conquista de “independência” em relação ao Tesouro requeeria que o que ele anunciasse não fossem taxas fixas. Entretanto, é claro que o FED estava perseguindo metas de taxas dos títulos até meados dos anos 1960, quando mudou para uma meta dos fundos federais, porque o mercado de fundos federais tornou-se o principal mercado de ajustamento pelos bancos individuais de exigências de reserva. Qualquer déficit agregado de reservas imediatamente exerceria pressão na taxa dos fundos federais, induzindo a intervenção do FED. Não apenas a taxa dos fundos federais serviria como um indicador quase imediato das posições de reserva, como a meta dos fundos federais não tinha a carga política que acompanhava uma meta de taxa de títulos. Naturalmente, as duas taxas estariam inextricavelmente ligadas, mas era mais fácil para o FED aumentar a taxa dos fundos federais do que aumentar explicitamente os custos de juros governamentais.

A noção de que o FED influenciava a reserva e os agregados monetários circulou por bastante tempo – como indicado acima. Entretanto, o FED não adotou metas monetárias formais até 1970, com o propósito expresso de punir para baixo a inflação mediante a redução do crescimento da moeda. Além disso, durante a maior parte dos anos 1970, o FED adotou explicitamente a taxa dos fundos federais como a meta operacional usada para atingir metas monetárias intermediárias; se a taxa de crescimento da oferta de moeda fosse acima da meta do FED, ele aumentaria a meta dos fundos federais. Em 1972, o FED adotou o modelo do multiplicador monetário e tentou breve-

Nos Estados Unidos, bancos podem manter reservas como uma fração de certos tipos de depósitos.⁷ O FED define o método que os bancos são obrigados a usar na registro de depósitos e exigências de reserva. O período durante o qual reservas diárias médias de uma instituição depositária devem satisfazer ou exceder suas reservas obrigatórias especificadas chama-se período de manutenção de reserva. O período referente aos depósitos em que as reservas se baseiam é o período de registro ou o período base. O método de contabilidade de reserva muda ocasionalmente, mas isto não afeta o papel do FED no mercado para reservas.

Antes de 1968, bancos eram obrigados a satisfazer exigências de reserva contemporaneamente: reservas para uma semana tinham de igualar a percentagem exigida para aquela semana. Os bancos estimavam quanto seriam os seus depósitos médios para a semana e aplicavam a relação de reserva exigida apropriada para determinar sua exigência de reserva. Reservas bancárias e depósitos, naturalmente, mudam continuamente enquanto fundos são depositados e retirados, o que confundia cada tarefa de gerente de banco no manejo dos balanços de reservas. Nem os depósitos médios para uma semana nem o montante médio de reservas exigidas podiam ser conhecidos com qualquer grau de certeza até depois do fechamento do último dia. Sob esse sistema, bancos estavam seguros de ter reservas suficientes apenas se mantivessem substancial excesso de reservas como um amortecedor, como reservas não rendem juros, eles faziam isso somente se a penalidade por errar nas exigências de reservas fosse alta. Em qualquer caso, quando um banco ficava líquido, como não havia forma de mudar depósitos depois do fato, o FED tinha de suprir qualquer deficiência de reservas — aplicando que reservas tinham de ser supridas à vista (embora a taxas punitivas).

Em setembro de 1968, a contabilidade de reserva defasada (LRA*) substituiu a contabilidade de reserva contemporânea (CRA**). Sob a LRA, o período de manutenção de reserva era de sete dias, terminando a cada quarta-feira. As reservas exigidas para um período de manutenção eram baseadas nos depósitos reversíveis diários médios no período de registro de reservas terminando numa quarta-feira, duas semanas antes. O montante total de reservas exigidas para cada banco e para o sistema bancário como um todo era conhecido com antecedência, mas como os depósitos eram "história", não

* Sigla de *lagged reserve accounting*. (N. do T.)
 ** Sigla de *contemporaneous reserve accounting*. (N. do T.)

mente atingir metas de reserva como um meio de lhe permitir atingir metas de M1. Os resultados prenunciaram os dos anos 1980: o FED continuou a falhar nas metas de reserva. Entretanto, durante os anos 1970, o FED tornou-se extremamente adepto da idéia de atingir metas dos fundos federais; como os mercados passaram a esperar que o FED na verdade atingiria as metas, os bancos "negociavam fundos de uma forma que tendia a manter a taxa na meta" (Meulendyke, 1989, p. 43).

Em outubro de 1979, o novo presidente, Paul Volcker, anunciou uma mudança maior de política: o FED usaria a taxa de crescimento de M1 como sua meta intermediária e permitiria que a taxa dos fundos federais aumentasse tanto quanto necessário para permitir que se atingisse este objetivo. O FED calcularia o total de reservas consistente com sua meta monetária, então subtrairia as reservas existentes emprestadas para obter uma meta operacional de reserva não emprestada. Se o FED não proporcionasse reservas suficientes nas operações de mercado aberto (na medida em que atingisse sua meta de reserva não emprestada), os bancos simplesmente se voltariam para o guichê de desconto, causando o aumento das reservas emprestadas (e, em troca, levando o FED a perder sua meta de reserva total). Como as reservas requeridas são sempre calculadas com uma folga (veja abaixo), o FED não poderia se recusar a proporcionar as reservas necessárias nos guichês de desconto. Assim, o FED descobriu que não poderia controlar reservas. Além disso, a taxa de crescimento de M1 na verdade explodiu além das metas, a despeito de uma política monetária persistentemente apertada. Aparentemente, o FED não poderia atingir também as metas monetárias. A tentativa de estabelecer metas de reservas não emprestadas efetivamente terminou em 1982 (depois de uma recessão muito profunda); a tentativa de atingir metas de crescimento de M1 foi abandonada em 1986; e a tentativa de estabelecer metas de crescimento de agregados monetários mais amplos finalmente chegou a um termo oficial em 1993.

Voltamos agora para uma análise detalhada das razões para a incapacidade do FED para controlar a quantidade de reservas. Cada tentativa de estabelecer metas de reservas no século XX acabou em fracasso; o FED aprendeu e reaprendeu a lição de que reservas bancárias não são uma variável discricionária do ponto de vista de política. Discutiremos então as razões para a incapacidade do FED para atingir metas monetárias. Embora a discussão a seguir seja um pouco técnica, é necessário compreender alguns detalhes para remover o mistério que cerca as operações do banco central, afastando a noção comum, embora incorreta, de que a política monetária determina a quantidade de moeda.

fechamento dos negócios hoje, mas somente US\$55 bilhões de reservas fossem mantidos pelo conjunto do sistema bancário. A não ser que o FED proporcionasse US\$5 bilhões adicionais em reservas, ao menos um banco falharia em cumprir a sua exigência de reserva. Uma vez que depósitos são sempre "história" do ponto de vista do cálculo das exigências de reserva, o FED teria de suprir reservas em face da demanda, ou forçar os bancos a manter níveis inadequados de reservas.⁶

Por outro lado, se os bancos são confrontados com uma posição de excesso de reservas agregadas, empréstimo interbancário não pode eliminar o excesso de reservas. Só o governo pode drená-lo através de vendas de títulos. Se ele se recusa, as taxas de *overnight* caem imediatamente a zero — como discutiremos abaixo. Alternativamente, o banco central poderia tentar usar outros métodos para absorver reservas em excesso. Um método é aumentar as porcentagens de reservas requeridas. Entretanto, como reservas não rendem juros (nos Estados Unidos), isso necessariamente reduz a lucratividade dos bancos e, assim, seria impopular. Também seria difícil implementar isto em tempo suficientemente apropriado. O banco central pode também vender ouro, limitado pela quantidade de ouro que mantém em reserva.⁷ Ele poderia baixar sua meta de taxa de *overnight*, o que poderia aumentar a retenção de reservas voluntárias em excesso, assim como a retenção de moeda fiduciária fora do sistema bancário (desde que o custo de oportunidade de manter moeda fiduciária que não rende juros seja menor), mas estes efeitos são muito pequenos, visto que é improvável que retenções de dinheiro em caixa e reservas desejadas em excesso sejam muito sensíveis a juros e, em qualquer caso, requeriram tempo, antes que as preferências dos bancos possam mudar. Se taxas de juros mais baixas estimulam a demanda agregada, também podem aumentar os depósitos e empréstimos bancários, dessa forma aumentando os níveis de reservas obrigatórias; entretanto, de novo, este processo requer tempo, e assim não faria quase nada para absorver reservas excedentes durante o período de acerto. Ele poderia também drenar reservas através de vendas de moeda estrangeira; isto seria limitado pelo montante de reservas de moeda estrangeira mantido pelo banco central (extremamente pequeno em relação ao dispêndio governamental para muitos países). Entretanto, nenhum desses métodos é tipicamente usado, de forma que, no fim das contas, as vendas de títulos são a principal ferramenta usada para drenar reservas e tem a vantagem de um efeito imediato na quantidade de reservas excedentes, enquanto a maior parte dos outros métodos (exceto vendas de ouro e de moeda estrangeira) tomaria tempo, durante o qual a taxa dos fundos federais se aproximaria de zero.

havia nada que os bancos pudessem fazer para alterar sua exigência de reserva para alinhá-las com as reservas atuais. O FED tinha de cobrir qualquer diferença. No início dos anos 1980, funcionários do FED, economistas e banqueiros debateram se a redução da defasagem da contabilidade de reserva daria ao FED controle dos saldos de reservas. Isto se tornou importante por causa da mudança ostensiva da política do FED para uma meta de agregado de reservas (ver acima). Foi decidido que, movendo-se para um sistema CRA, o FED teria liberdade para recusar-se a acomodar a demanda por reservas.

Em 1984 reinstalou-se uma forma de CRA. Desde então, as reservas obrigatórias têm sido calculadas com base em depósitos líquidos (excluindo itens de caixa no processo de recolhimento e levantamento dos balanços devidos dos bancos domésticos). O período de contabilidade de reservas é agora dois períodos de duas semanas, um para depósitos a prazo e outro para depósitos à vista (começando duas semanas depois do fechamento do período para depósitos a prazo). O período base é, pois, de cerca de seis semanas; o período de acerto (sobre o qual as reservas são calculadas) também dura cerca de seis semanas, com sobreposição dos dois períodos, consistindo de todos os dias menos os primeiros dois dias e os dois dias finais. Em outras palavras, um banco chega ao fim do período base com um cálculo da média de seus depósitos a prazo (mantidos no mês anterior) e da média de seus depósitos à vista (mantidos ao longo das duas semanas precedentes), e então calcula suas exigências de reserva. Calculam-se as reservas atuais totalizando-se a reserva em caixa e no cofre mantida durante o período base para depósitos a prazo, ao passo que se contam as reservas mantidas no FED cerca de duas semanas mais tarde. O banco finalmente tem dois dias para cobrir qualquer deficiência, com as reservas no último dia do período de contabilidade iguais a 1/14 da média total. (Por exemplo, se um banco tomou empréstados US\$7 bilhões de reservas por um dia, ele deveria correntemente adicionar 1/14 de US\$7 bilhões, ou US\$500 milhões, ao nível médio de reservas pelo período de manutenção.)

Embora este sistema seja chamado de contemporâneo, na prática ele é um sistema defasado, porque ainda há um retardamento de dois dias: períodos de reservas terminam na quarta-feira, mas períodos de depósito terminam na segunda-feira precedente. Os bancos, para todos os propósitos práticos, não podem mudar suas exigências de reservas correntes (baseados em depósitos previamente mantidos). Se os bancos fossem deixados por sua própria conta para obter mais reservas, nenhum montante de empréstimo interbancário seria capaz de criar as reservas necessárias. Por exemplo, suponha-se que a exigência de reserva total para o sistema bancário fosse de US\$60 bilhões no

○ QUE ACONTECE SE NÃO HOVER EXIGÊNCIA LEGAL DE RESERVAS?

Alguns leitores se perguntarão legitimamente se estes argumentos se sustentam na ausência de exigências legais de reservas. Há duas razões adicionais pelas quais as reservas não são discricionárias do ponto de vista do banco central, mesmo se não há exigências legais. A primeira tem a ver com as metas de taxa de juros, e a segunda com a compensação ao par.

Como mencionado, os bancos precisam de reservas para a compensação entre bancos e para a compensação com o banco central (por exemplo, quando se pagam tributos com cheque), e para dinheiro no colte para retiradas. Por outro lado, porque reservas não rendem juros, os bancos querem minimizar sua retenção. Em certo momento, cada banco terá algum nível de reservas de reserva desejada.⁸ Quando um banco se encontra com excesso de reservas, ele as empresta nos mercados de *overnight* e quando está deficitário, toma empréstados fundos de *overnight*. Quando há um saldo agregado de reserva, isso imediatamente pressiona para baixo a taxa de *overnight*; contrariamente, numa situação de déficit, há uma pressão imediata sobre as taxas de *overnight*.

○ Banco central obtém então informação imediata concernente a situação das reservas agregadas do sistema através de flutuações da taxa de *overnight*. A menos que o banco central queira que a taxa de *overnight* se mova, ele deve intervir para suprir reservas ou para drená-las a fim de manter a taxa de juros em sua meta. Embora seja sempre verdade que o banco central poderia escolher alterar sua meta, o ponto é que uma meta de taxa de juros necessariamente força o banco central a responder. Além disso, poder-se-ia arguir que o banco central poderia atuar rapidamente numa situação de reservas deficientes, permitindo que as taxas de juros subam tão alto quanto necessário para forçar os bancos a economizar e talvez mesmo reduzir seus balanços contábeis vendendo ativos. Note-se, entretanto, que vendas de ativos não podem efetivamente aumentar reservas agregadas (exceto no evento improvável em que famílias usem reservas de dinheiro para comprar) e que a demanda por reservas é inelástica aos juros. Portanto, o impacto nas taxas de *overnight* seria muito grande, e um alto grau de instabilidade teria de ser aceito como consequência da recusa de reservas pelo banco central.

Permanece a questão da compensação de reserva. Quando um depositante de banco emite um cheque que é depositado, seja noutro banco, seja na conta do Tesouro no banco central, o banco perde reservas. O banco central tipicamente mantém a compensação entre bancos, embora câmaras de compensação privadas possam também ser usadas. Em todas as economias modernas, os cheques se compensam ao par. Se um cheque foi apresentado na câmara de

compensação contra um banco que não tinha reservas suficientes, ele não poderia ser compensado ao par. Assim, a única possibilidade seria ou não compensar o cheque ao par, ou emprestar as necessárias reservas ao banco. De fato, como a compensação ao par é normalmente garantida, não há escólia a não ser emprestar as reservas para o banco deficitário. Na realidade, então, o banco central não pode se manter firme e recusar-se a proporcionar reservas necessárias ao sistema; como o sistema bancário privado não pode criar reservas e como todos os sistemas bancários operam com um sistema de reserva fracionário, bancos que estão deficientes recebem empréstimos de reservas automaticamente. Na verdade, uma vez que um estado aceite moeda bancária em pagamento de tributos, compensação ao par é provisão de reservas à vista são consequências necessárias.

Por estas razões, não faz diferença significativa se são exigidas reservas. Como exemplo, podemos olhar o caso do Canadá, que eliminou tais exigências.¹⁰ O banco central canadense (Banco do Canadá) exige que bancos de compensação direta mantenham balanços com o banco central para propósitos de compensação. Eles ganham juros de 50 pontos base abaixo da taxa bancária de *overnight* (equivalente à taxa de desconto nos Estados Unidos) sobre balanços positivos, e são debitados à taxa bancária sobre déficits. O Banco do Canadá estabelece uma banda de meta para a taxa de mercado de *overnight*, que tem por teto a taxa bancária e por piso a taxa bancária menos 50 pontos base. A meta de reserva é igual a zero, em média, para os balanços de compensação bancária (balanços positivos de alguns bancos têm de ser contrabalançados por déficits de outros). Supõe-se um período pré-compensação de meia hora antes do fechamento para dar a cada participante tempo para emprestar ou para tomar empréstado reservas, a fim de alcançar o balanço zero de compensação no fim de cada dia de negócios.

○ Banco do Canadá, então, tenta ajustar a oferta líquida para que os saldos de compensação sejam zero. A qualquer taxa de mercado de *overnight* que seja maior que 50 pontos base abaixo da taxa bancária, a demanda por reservas (saldos positivos de compensação) é infinita (desde que os operadores bancários diretos possam ganhar a taxa bancária menos 50 pontos base sobre saldos positivos), ao passo que a qualquer taxa de *overnight* acima da taxa bancária a demanda por saldos negativos de compensação é infinita (desde que a penalidade por saldos negativos seja apenas a taxa bancária). O Banco do Canadá então opera sobre as reservas para manter a taxa de mercado dentro da banda.

○ principal instrumento usado para ajustar a oferta agregada de saldos de compensação é a transferência de depósitos governamentais (contas de

de moeda. O multiplicador vincula uma mudança na base monetária (reservas mais dinheiro em circulação — o que temos chamado de moeda fiduciária) a uma mudança na oferta de moeda, onde a oferta de moeda é igual à base monetária vezes o multiplicador.¹² Nos modelos mais simples, o multiplicador é igual ao inverso da proporcão requerida de reservas. Não importa qual fosse a proporcão legalmente requerida de reservas, o exemplo padrão sempre assumiu 10%, de forma que a matemática envolvida fosse simples o bastante para os estudantes de faculdade calcularem um multiplicador monetário igual a 10. Em 12 de abril de 1992, o FED, pela primeira vez, fixou a proporcão de reserva obrigatória sobre depósitos à vista nos márgens 10%, fazendo a teoria coincidir com a realidade. Dada a simplicidade do multiplicador monetário, é uma pena que o mito tenha de ser jogado fora.

No mundo real, os bancos fazem empréstimos independentemente de posições de reservas, e então tomam reservas emprestadas para satisfazer as exigências. Os administradores dos bancos geralmente nem sabem nem se preocupam com o nível agregado de reservas no sistema bancário. Certamente, nenhum gerente de crédito jamais checa a posição de reservas do banco antes de aprovar um empréstimo. As decisões de crédito de um banco são afetadas pelo preço de reservas e retornos esperados, não pelas posições de reservas. Se a margem entre a taxa de retorno sobre um ativo e a taxa dos fundos federais é suficientemente grande, mesmo um banco que já esteja deficiente em reservas comprará o ativo e cobrirá as reservas de que necessita comprando (tomando de empréstimo) reservas no mercado de fundos federais*.

O conceito de multiplicador monetário inverte a direção de causalidade: mudanças na oferta monetária causam mudanças nas reservas bancárias e na base monetária, não o contrário. Os vários estudos empíricos que pretendem mostrar uma alta correlação entre mudanças de reservas e mudanças da oferta monetária são realmente provas de acomodação do FED. Como o FED não tem controle "exógeno" sobre a quantidade agregada de reservas, ele não pode nunca usar uma relação de "multiplicador monetário estável" para atingir uma meta de agregado monetário. Antes, as reservas precisam ser supridas à vista, de forma que, quando as reservas estão crescendo a uma taxa acima do que o FED acredita que seria consistente com o cumprimento de uma meta de taxa de aumento da moeda, ele precisa provocar um aumento na taxa de juros de *overnight* (e não se recusando a proporcionar as reservas necessárias) na esperança de que isto eventualmente reduza o crescimento

* No Brasil, no mercado interbancário, (N. do T.)

tributos) entre o Banco do Canadá e os operadores diretos da compensação. Um aumento dos saldos de compensação corrente de despêndio governamental não contrabalançado por pagamentos de tributos desencadearia pressões baixistas na taxa de mercado, que cairia até o piso da meta de banda (50 pontos base abaixo da taxa bancária). O Banco do Canadá então absorve os saldos em excesso reduzindo a oferta de depósitos governamentais leiloados, através de acordos de compra e recompra ou através de vendas de títulos do Tesouro aos bancos. Isto traz os saldos de compensação de volta a zero e a taxa de mercado para o interior da banda meta. Por outro lado, se os pagamentos de tributos excedem os gastos, saldos de compensação negativos levam a taxa de mercado de *overnight* a subir (existe demanda mas não oferta) acima da meta. Saldos negativos de compensação são ajustados mediante uma maior oferta em leilão de depósitos governamentais, compra especial e acordos de revenda, ou compras finais de títulos do Tesouro. Isto aumenta a oferta de saldos de compensação e traz a taxa de mercado de volta à banda meta.

Se o Banco do Canadá, em vez disso, se recusasse a suprir saldos de compensação no caso de uma insuficiência agregada, ele forçaria a realização de saldos de compensação negativos em alguns operadores diretos individuais. Visto que os cheques entre bancos, assim como entre os bancos e o Banco do Canadá, devem ser compensados, saldos negativos de compensação devem ser ajustados por um empréstimo de reservas do Banco do Canadá à taxa bancária. Em outras palavras, qualquer "falha" deve ser contabilizada automaticamente como um saque a descoberto ou empréstimo. A única outra possibilidade seria recusar a compensação do cheque. No caso de saldos positivos agregados de compensação, as taxas de mercado de *overnight* caem até o piso da meta de bandas, com o Banco do Canadá pagando a taxa bancária menos 50 pontos base sobre os saldos de compensação (a taxa não pode ser levada mais baixo, pois a demanda é infinita a qualquer taxa mais baixa). Para reduzir seus pagamentos de juros, o Banco do Canadá deve eliminar os saldos de compensação em excesso.

Assim, faz pouca diferença se existe exigência de reservas. Na verdade, em alguns aspectos, o sistema canadense torna as operações do banco central mais transparentes — as reservas não são uma alavanca para ser usada para controlar a oferta de moeda. O Banco do Canadá intervém para manter os saldos líquidos de compensação em zero, operação que, por sua própria natureza, deve ser defensiva.

O MITO DO MULTIPLICADOR MONETÁRIO¹¹

Os livros-texto sobre moeda e bancos usam invariavelmente o conceito de multiplicador monetário para demonstrar a determinação da quantidade

à manutenção de reservas em excesso e preferências do público em relação mais altas aumentam o "tributo reserva" (desde que os bancos não recebam juros sobre reservas), induzindo inovações para reduzir as exigências de reservas (de forma que possam aumentar a oferta de moeda sem aumentar as reservas obrigatórias). Além disso, a demanda por financiamento é muito inelástica, de forma que mesmo que o FED tenha êxito em reduzir o crescimento das reservas, e mesmo que os bancos economizem em reservas, a oferta monetária continuará a crescer sempre que houver uma demanda por financiamento, e mesmo que as taxas de juros aumentem dramaticamente. Isto, em troca, faz com que o "multiplicador monetário" se torne uma instável relação de reserva — levando a um colapso da moeda. Isso se segue da "Lei de Goodhart": qualquer tentativa de usar uma relação empiricamente estável para formular política levará a um colapso desta relação.

De acordo com o modelo do multiplicador monetário do livro-texto, o FED pode aumentar a oferta de moeda injetando reservas por meio de uma compra no mercado aberto. Entretanto, não permite reconhecer que as reservas adicionadas em excesso das reservas obrigatórias imediatamente levariam a taxa de fundos federais a zero, desde que as exigências de reservas não mudem até o período contábil seguinte. Isto forçaria o FED a vender títulos, drenando as reservas em excesso que acabaram de ser injetadas, para manter a taxa dos fundos acima de zero. Por outro lado, se o FED quer reduzir a oferta de moeda tomando reservas do sistema quando não há reservas excedentes, isto simplesmente garante que alguns bancos não podem satisfazer suas exigências de reserva. O FED não teria escolha senão injetar reservas de novo no sistema bancário para impedir que a taxa dos fundos federais suba, teoricamente, para o infinito. Em qualquer dos dois casos, a oferta de moeda permanece imutável pela ação do FED. Mudanças na oferta monetária causam mudanças na base monetária, não o contrário.¹³

HORIZONTALISMO: O NEGÓCIO BANCÁRIO

Em muitos livros-texto, os bancos são apresentados como intermediários que recebem depósitos, mantêm uma pequena fração deles em reserva e emprestam o restante: "depósitos criam empréstimos". Cada banco empresta somente o montante de suas reservas excedentes, enquanto os empréstimos agregados se expandem através do "multiplicador de depósitos", como discutido acima. Oportunidades de empréstimos lucrativos são perdidas se não houver reservas disponíveis. Alguns tolerância nas decisões de empréstimo é discriminária: o multiplicador de depósitos é uma função das taxas de juros e dos diferenciais das taxas de juros, de preferências dos bancos quanto

Na realidade, os negócios bancários são complicados e, em alguns aspectos, não muito diferentes do que o de outras firmas que visam ao lucro. Os bancos, como as outras firmas, constituem posições em ativos pela emissão de exigibilidades na expectativa de gerar lucros. Como argumentaremos abaixo, boa parte da atividade bancária pode ser analisada como uma "lavagem" de moeda fiduciária — mas muitas outras firmas se engajam em atividades similares. Para nossos propósitos, entretanto, a principal diferença entre bancos e outros tipos de firmas envolve a natureza das exigibilidades. Bancos "fazem empréstimos" comprando IOVs de "tomadores"; isto resulta numa exigibilidade bancária — usualmente, um depósito em conta-corrente, pelo menos inicialmente — que aparece como um ativo ("moeda") do tomador.¹⁴ Assim, os "credores" de um banco são criados simultaneamente com os "devedores" do banco. Os credores exercem quase imediatamente seu direito de usar o depósito em conta-corrente criado como um meio de troca; as exigibilidades bancárias são a moeda usada por não-bancos. O governo aceita algumas exigibilidades bancárias serão resgatáveis ao par contra moeda fiduciária.¹⁵

Em troca, reservas são a "moeda" usada como meio de pagamento (ou compensação interbancária) entre bancos e para pagamentos feitos ao banco central; na medida em que "credores" reduzem os depósitos em conta-corrente, isso causa uma drenagem na compensação para o banco individual. O banco então pode operar seja do lado do ativo (vendendo um ativo) ou do lado do passivo (tomando reservas emprestadas) para cobrir a perda de reservas. No agregado, entretanto, tais atividades somente mudam as reservas de banco para banco. Deficiências ou excessos agregados têm de ser corrigidos pelo banco central. Em último caso, então, reservas não são discriminárias no curto prazo; o banco central pode determinar o preço das reservas — admitidamente, dentro de certas restrições —, mas, então, deve prover reservas mais ou menos segundo a demanda para atingir sua meta de "preço" (a taxa dos fundos federais).

Outra conclusão que se segue desta análise é que a taxa de juros não pode ser determinada pela "oferta e demanda" de empréstimos, se oferta e demanda não são independentes. Antes, bancos podem ser caracterizados como fixadores de preços em mercados de empréstimo a varejo de curto prazo; eles então satisfazem a demanda por empréstimos — com alguma quantidade de racionamento — àquele preço.¹⁷ Taxas de juros de varejo de curto prazo podem ser tomadas como uma margem sobre taxas de juros de varejo de curto prazo. Exatamente o que determina a margem (e se é variável) é controverso, mas não importante para nossa análise aqui (ver Moore, 1988, e Wray, 1990). Taxas de juros de atacado, finalmente, estão sob a influência da política do banco central. Bancos individuais usam o mercado de atacado para retificar um descompasso entre empréstimos a varejo e depósitos. Muitos bancos não serão capazes de igualar exatamente seus empréstimos e depósitos de varejo; alguns bancos serão capazes de fazer mais empréstimos a varejo do que podem reter em depósitos (sofrendo uma drenagem na composição) e, enquanto outros encontrarão menos clientes de empréstimos que depositantes (resultando numa posição superavitária de reservas). Bancos então usam mercados de atacado para "negociar" reservas emitindo exigi- bilidades no atacado (por exemplo, grandes classes de CD negociáveis, ou romando de empréstimo fundos federais), enquanto bancos superavitários venderão carta de *overnight*, a qual, então, determina outras taxas de atacado de curto prazo (principalmente como uma margem para cima, mas também como margem para baixo) através de arbitragem. Assim, outro princípio da abor- dagem horizontalista é que o banco central determina diretamente a taxa de juros de atacado de curto prazo, e, indiretamente, a taxa de empréstimo a varejo de curto prazo (como uma margem sobre a taxa de atacado). Conclui- do, a oferta de moeda é determinada endogenamente enquanto o preço da moeda (taxa de juros de curto prazo) é determinado exogenamente como um resultado da política do banco central.

HORIZONTAL E VERTICAL: UMA INTEGRAÇÃO

Em algum sentido, os verticalistas e os horizontalistas capturaram cada um alguns elementos do processo de oferta monetária. Pode-se conceber que um componente vertical do processo de oferta monetária consiste na oferta governamental de moeda fiduciária; moeda cai verticalmente do governo para o setor privado por meio das compras governamentais de bens e serviços (e ocasionalmente de ativos), assim como das compras de ativos pelo banco central (tais como ouro e moeda estrangeira, e também através do desconto

A abordagem exposta nesta seção tem sido chamada de abordagem "horizontalista", no sentido de que a oferta de moeda bancária é determinada "endogenamente" pela demanda por empréstimos bancários, e não "exogena- mente" (Moore, 1988). De acordo com aqueles que adoram a abordagem horizontalista, qualquer impacto de política monetária na quantidade de moeda é muito indireto e opera principalmente através de efeitos na taxa de juros. Antes, é principalmente a demanda por empréstimos, mais o desejo dos bancos de emprestar, que determina a quantidade de empréstimos, e, assim, os depósitos criados. A demanda por empréstimos, a seu turno, é determinada pelas decisões de gasto dos agentes econômicos privados (incluin- do decisões que dizem respeito a compras de ativos); estas últimas podem ser afetadas, mas apenas muito indiretamente, pela taxa de juros de emprés- timo. A oferta de empréstimos, portanto, nunca é independente da demanda; bancos oferecem empréstimos somente porque alguém está querendo "tomar emprestada" moeda bancária emitindo um IOU aos bancos. Pode-se pensar sobre a oferta de moeda bancária como "horizontal" à taxa de juros de em- préstimo, com os bancos oferecendo empréstimos segundo a demanda.

Isto não indica que bancos sejam apenas passivos, acomodando inte- ramente toda a demanda por empréstimos. Claramente, amplos segmentos da população são "racionados pela quantidade" no sentido de que os bancos não satisfazem sua demanda por empréstimos, muito embora ela esteja queren- do tomar empréstimos à taxa de juros corrente. Pode haver muitas razões para tal racionamento.¹⁶ Os bancos podem se preocupar com os riscos de inadimplência dos tomadores, mas podem não ser capazes de elevar as taxas de juros suficientemente para cobrir esse risco — assim, a quantidade racionada é superior ao preço de racionamento. Muitas vezes, os bancos provavelmente têm melhor informação do que os tomadores sobre tais riscos; por exemplo, o tomador que deseja abrir um novo restaurante pode não ter bom acesso à informação sobre as taxas de quebra na indústria ou pode simplesmente ser excessivamente otimista. Por outro lado, bancos nunca podem saber o futuro, assim, devem operar na base de regras derivadas da prática (por exemplo, regras informais que restringem o tamanho do empréstimo). Alguns racio- namento de quantidade pode mesmo ser irracional — talvez discriminatório — porque os bancos têm evitado tradicionalmente certos tipos de empréstimos. Não nos estenderemos sobre tais temas; o ponto é que a oferta de empréstimos não acomoda simples e inteiramente a demanda a alguma taxa de juros. Entretanto, a analogia com a curva de oferta horizontal é útil para enfatizar que a oferta de moeda bancária depende da oferta de empréstimos, que não está sob controle do governo como na história verticalista.

de ativos mantidos pelos bancos). (Ver Mosler e Forster, 1998, para uma análise similar.) Lembre-se de nossa discussão acima e nos capítulos precedentes de que o setor privado esta disposto a aceitar moeda fiduciária governamental porque o governo impôs previamente exigibilidades de tributos ao setor privado. Pagamentos de tributos (que desoneram as exigibilidades), então, drenam moeda financeira, o que pode ser retratado como um movimento vertical do setor privado para o governo (e, daqui, "aprofundando a drenagem", na medida em que a moeda é literalmente queimada, ou simplesmente apagada do lado das exigibilidades do balanço contábil do banco central - ver Figura 1). A diferença líquida entre estes dois fluxos verticais (dispendio deficitário) leva à acumulação de reservas de moeda fiduciária (dinheiro nas mãos do público mais reservas bancárias). O governo pode também oferecer verticalmente a troca de títulos que rendem juros por caixa e reservas que não rendem juros.¹⁸

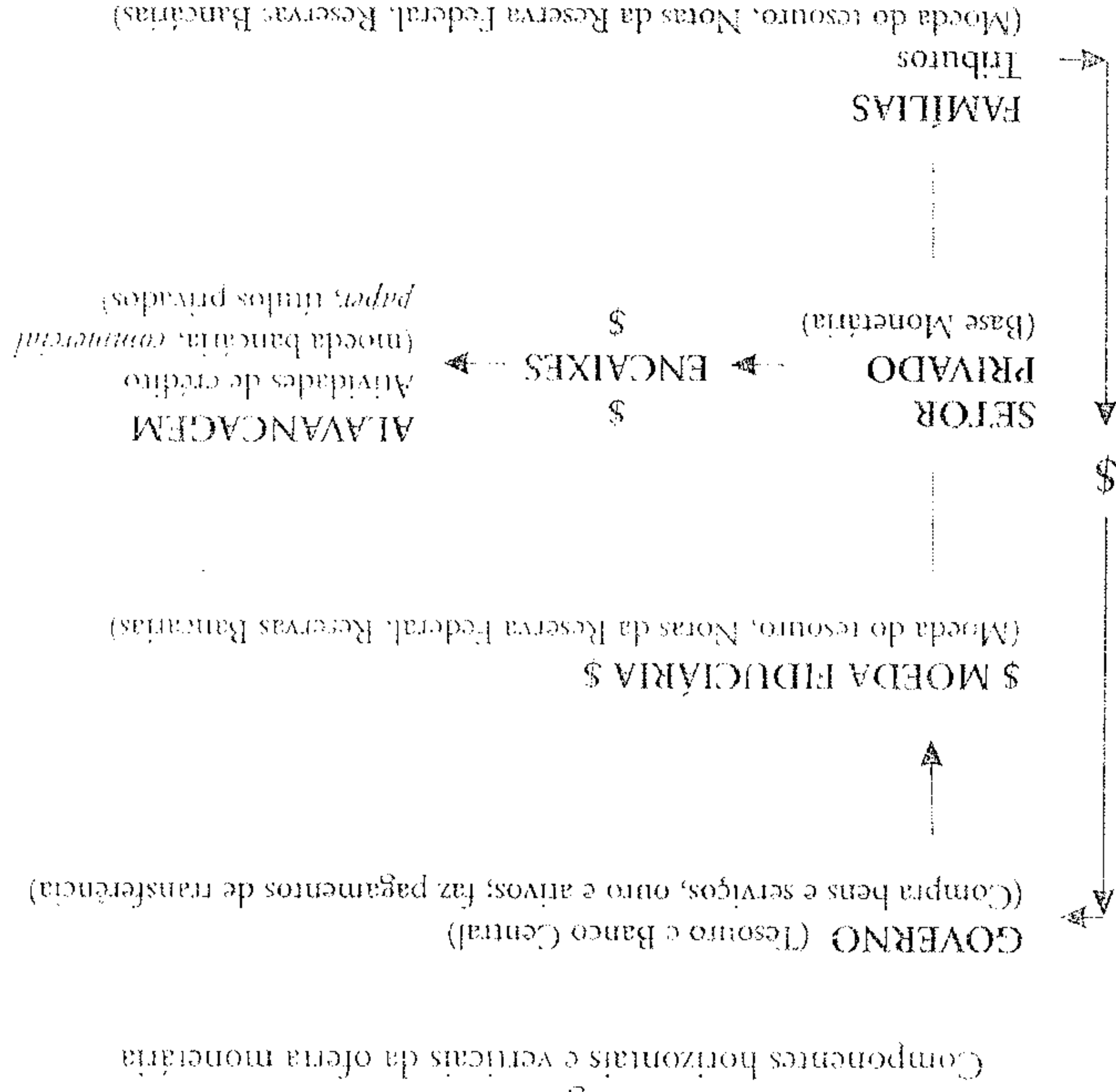


Figura 1

Por outro lado, o processo de oferta monetária bancária é horizontal; pode ser pensado como um tipo de "alavancagem" da moeda fiduciária vertical em reserva [de famílias e de bancos]. Claramente, moeda bancária é apenas um tipo de alavancagem da moeda fiduciária. Uma lista parcial de outros tipos de alavancagem incluiria *commercial paper*, títulos privados, minados na moeda fiduciária de conta. Todos estes IOUs privados partilham três características: são denominados na moeda fiduciária de conta, consistem em posições de longo e curto prazo e são dívida "interna" de curto e longo prazos que se anula. Um depósito bancário pode ser pensado como uma posição de longo prazo em moeda fiduciária, enquanto os tomadores de empréstimo do banco têm posições de curto prazo, apostando que serão capazes de obter moeda para a liquidação futura.¹⁹

Uma redução do dispendio governamental pode gerar um "short squeeze" em que os tomadores de empréstimos bancários não são capazes de obter moeda suficiente para fazer os pagamentos dos empréstimos. Quando há um *short squeeze*, então aqueles que se encontram em posição de curto prazo não podem obter a moeda requerida mediante um aumento da oferta de moeda horizontal porque as posições de curto e longo prazos se anulam.²⁰ Se aqueles que detêm posições a longo prazo estivessem dispostos a gastar seus depósitos ou se outros estivessem querendo entrar no mercado para tomar novas posições a curto prazo (empréstimo para os que estão sofrendo o aperto da liquidez), então o *short squeeze* poderia ser aliviado por operações na seção horizontal. A parte vertical é a única supridora líquida de moeda para aliviar um *short squeeze*. Se ela não reagir ao *short squeeze*, os tomadores de empréstimos bancários são forçados a tentar vender ativos, rolar empréstimos ou tentar obter novos empréstimos. Isto pode levar a uma deflação dos preços dos ativos, o que poderia gerar uma deflação geral da dívida. Por outro lado, isto pode ser evitado se o banco central entrar como prestador de última instância (descontando ativos ou comprando ativos mantidos pelo setor privado), ou se o Tesouro aumentar seus déficits.

Em alguns aspectos, então, moeda é como qualquer outra mercadoria com ambas as seções, horizontal e vertical. Por exemplo, o mercado de soja também tem componentes verticais e horizontais. O componente vertical é o mercado para entrega física, com a oferta vinda das fazendas e a demanda vinda das famílias; o consumo de soja é equivalente aos pagamentos de

* Aperto de liquidez de curto prazo. (N. do T.)

Se as coisas se tornarem suficientemente ruins, os bancos tornam-se insolventes, com os valores de ativos abaixo do valor das exigibilidades. Se os depositantes com posições de longo prazo "liquidadarem" (demandando moeda fiduciária em vez de depósitos bancários), os bancos serão forçados a tomar reservas nos guichês de desconto. A partir de certo ponto, à medida que os balanços bancários se deterioram, eles não terão suficiente capital (patrimônio líquido) para obter empréstimos nos guichês de desconto, exigindo a intervenção do segurador de depósitos para dar liquidez ao banco. À medida que os preços caíam, os tomadores se tornem inadimplentes e os bancos quebrem, a economia privada quase certamente sofrerá uma recessão (ou pior), reduzindo as receitas tributárias governamentais e talvez aumentando o dispêndio governamental (por meio de estabilizadores automáticos) — o que aumenta o déficit governamental (e a poupança líquida disponível).

O componente "vertical" da moeda difere do componente "vertical" da soja em vários aspectos-chave. Primeiro, soja tem de ser produzida efetivamente por fazendeiros, e isso depende de tecnologia, condições climáticas e fatores sazonais. Moeda fiduciária pode ser criada pelo governo em qualquer tempo, sem demora. Além disso, embora moeda fiduciária seja provida principalmente em troca de bens e serviços, o governo pode criá-la quando necessário para comprar ativos ou fazer empréstimos. No caso de um banco insolvente, o governo poderia criar moeda durante o processo de liquidação — simplesmente provido-a para os depositantes mesmo quando os ativos do banco não tenham valor. Isto é realmente nada mais que dispêndio deficitário governamental, embora não possa ser tratado como tal. Há assim maior espaço para resolver um *short squeeze* em moeda que um *short squeeze* em soja. Um *short squeeze* em soja, levando a um aumento dos preços, proporcionará um maior incentivo para produzi-la, mas isso requererá tempo de tal forma que os preços podem aumentar abruptamente. Entretanto, no caso de um *short squeeze* em moeda, o "preço" da moeda (isto é, seu preço relativo em termos do que ela pode comprar) não precisa aumentar muito (significando deflação de outros preços) antes que o governo tome a iniciativa de aliviar a pressão. Isto seria similar a uma situação na qual o fazendeiro tivesse vastos estoques de soja que poderiam ser emprestados aos que estão em posição de curto prazo. Outra diferença é que o governo é o único supridor vertical de moeda fiduciária, ao passo que o mercado de soja está longe de ser monopolizado. Entretanto, nenhum produtor individual de soja pode estabelecer os termos (ou preço) nos quais a soja será vendida, o governo, como supridor monopolista de moeda fiduciária, é capaz de fazer isso — o que não significa que ele faz, nem que deveria fazer. Entretanto, como discutimos no Capítulo 6, este

tributos, enquanto a soja que está estocada é equivalente a reservas de moeda fiduciária. Produção excedente do consumo (produção líquida) aumenta os estoques, ao passo que consumo excedente da produção esvazia os estoques (exatamente como o dispêndio governamental em excesso sobre a tributação cria estoques de moeda fiduciária, e a tributação maior que o dispêndio esvazia essas reservas). Observe-se que é impossível para as famílias consumir soja antes que seja produzida, assim como é impossível para as famílias pagar tributos antes que tenham recebido moeda. Produção é a única fonte de soja "líquida", que é então "alavancada" no componente horizontal — os mercados futuros que envolvem posições de longo prazo (dos que estão dispostos a comprar) e de curto prazo (dos que estão dispostos a vender), as quais necessariamente se anulam. Note-se que as posições de longo prazo (ou de curto) excedem em muito os estoques de soja — exatamente análogo à relação entre

Se houver uma quebra de safra, um aperto nas posições de curto prazo pode resultar em que não seja resolvido no componente horizontal. Os preços sobem e aqueles com posições de curto prazo perdem suas apostas, a menos que novos agentes entrem no mercado para ocupar as suas posições, ou que os detentores de posições de longo prazo liquidem suas posições (vendam seus contratos para entrega de soja).

O que é o equivalente monetário de uma quebra de safra? Se o governo reduz seu dispêndio deficitário em bens e serviços, o fluxo de oferta de moeda para reservas a serem alavancadas declina (a menos que contrabalançada por um aumento das compras de ativos pelo banco central). Podemos relacionar isto com a discussão no capítulo precedente: quando o governo reduz o déficit, a poupança nominal líquida desejada (*Sn* do Capítulo 4) provavelmente excederá a poupança nominal líquida disponível (que caiu), de forma que qualquer família em particular somente poderá obter suas reservas desejadas à custa de uma outra. Os tomadores de empréstimos dos bancos (assim como outros com posições curtas) descobrem que fica cada vez mais difícil obter moeda para fazer pagamentos de empréstimos aos bancos e pagar tributos, por exemplo, por meio de vendas de bens e serviços produzidos ou de vendas de ativos. Podem ser forçados a baixar os preços de bens, serviços e ativos a fim de realizar vendas. Se os preços caem muito, não serão capazes de fazer os pagamentos de seus empréstimos (resultando em inadimplência) ou de pagar tributos. Os bancos descobrem que seu próprio fluxo de receita pode estar abaixo dos seus próprios compromissos de pagamento (por exemplo, juros prometidos sobre exigibilidades); à medida que seus empréstimos caem em inadimplência, seu capital é erodido.

poder monopolista de estabelecer preços pode ser usado numa política de estoque regulador para estabilizar preços.

COORDENAÇÃO ENTRE O BANCO CENTRAL E O TESOURO²¹

A maioria dos livros-texto de “moeda e bancos” contém uma seção que analisa a coordenação entre o banco central e o Tesouro, sem reconhecer as implicações para a política monetária e fiscal. O ponto importante é que pagamentos de tributos levariam a uma drenagem de reservas, enquanto o dispêndio do Tesouro levaria a uma infusão de reservas; a fim de minimizar impactos nas reservas bancárias, o FED e o Tesouro desenvolveram um procedimento operacional extremamente complicado. Análises cuidadosas mostram claramente que reservas não podem ser discricionárias do ponto de vista da política monetária; antes, as ações do FED com respeito a quantidades de reservas são necessariamente defensivas. A única discricção que o FED tem é na determinação da taxa de juros.

Assuma-se por um momento que o Tesouro usa somente o FED como seu banqueiro, emitindo cheques contra sua conta no FED quando gasta e recebendo moeda nessa conta quando os tributos são pagos.²² Se o Tesouro operasse um orçamento diário equilibrado, não surtiria nenhum efeito líquido nas reservas bancárias. As reservas são afetadas quando o orçamento do governo não se equilibra diariamente – tanto porque ele normalmente realiza um déficit anual, quanto porque o dispêndio tende a ser distribuído ao longo do ano enquanto as receitas tributárias são concentradas em torno de receitas quadrimestrais (e por volta de 15 de abril!).

Um dos métodos usados para reduzir o impacto nas reservas resultantes de pagamentos tributários é permitir que o Tesouro mantenha receitas tributárias em “contas especiais de tributos e empréstimo” em bancos privados específicos (depositários gerais e depositários especiais).²³ Neste caso, pagamentos de tributos apenas movem reservas dentro do sistema bancário. Por outro lado, quando o Tesouro gasta, isto (quase sempre) toma a forma de um cheque emitido contra sua conta no FED. Obviamente, se nada mais fosse feito, isso aumentaria as reservas bancárias pelo montante do dispêndio do Tesouro (exceto pela drenagem de dinheiro dos bancos para as reservas em caixa do público). A fim de evitar isto, o Tesouro transfere fundos de suas contas de tributos e empréstimos para sua conta no FED simultaneamente enquanto gasta. Embora possa parecer que o Tesouro “precisa” de receita tributária para poder gastar, isto é claramente uma visão superficial. A simultaneidade da transferência das contas de tributo e empréstimo e o dispêndio do Tesouro se deve à necessidade de estabilizar reservas bancárias. O governo

certamente não tem necessidade de ter seu próprio IOU retornado antes que possa gastar; mas, sim, o público precisa do IOU do governo antes que possa pagar tributos. Mais precisamente, bancos devem ter reservas antes de estas poderem ser eliminadas por meio de uma transferência das contas de tributo e empréstimo, e as reservas devem ter vindo inicialmente do governo.

Talvez isso ficasse mais claro se examinássemos um exemplo contrafactual. Suponha-se que o Tesouro “emittisse um cheque” contra o FED mas não tivesse nenhum “dinheiro no banco”, de tal forma que o FED “devolvesse” o cheque – retornando-o como não pago para o Tesouro. A implicação seria que o Tesouro ou teria obtido bens e serviços do setor privado sem pagar por eles, ou que o Tesouro não teria pago alguma conta devida (por exemplo, um pagamento de seguridade social). O vendedor no setor privado (ou o receptor da seguridade social) teria um direito legal contra o governo. Naturalmente, ele jamais chegaria a esse ponto. O FED poderia, de fato, oferecer um saque a descoberto ao Tesouro, essencialmente emprestando as necessárias reservas (o balanço contábil do FED se expandiria pelo montante do dispêndio do Tesouro, aumentando as reservas bancárias como uma exigibilidade, e mantendo o IOU do Tesouro como um ativo). Isto obviamente é nada mais que um procedimento contábil interno, com o resultado real de que o Tesouro teria gasto através da criação de moeda fiduciária.

As manipulações de contas de tributo e empréstimo são, pois, designadas para minimizar impactos em reservas bancárias e não para proporcionar ao Tesouro depósitos que ele pode gastar. Na prática, o Tesouro tenta manipular suas contas de forma a manter um saldo de fechamento de US\$5 bilhões no FED a cada dia. Somente mudanças líquidas na conta do Tesouro afetarão as reservas bancárias; assim, a manutenção de um saldo constante de US\$5 bilhões neutralizaria o impacto do Tesouro nos bancos. Portanto, se num dia em particular o Tesouro gasta mais do que recebe em receitas tributárias na sua conta no FED, ele terá de transferir depósitos das contas de tributo e empréstimo para o FED no fim do dia (para manter seu saldo de US\$5 bilhões). Se não o fizesse, seu “déficit” naquele dia aumentaria as reservas bancárias pelo montante equivalente.

Há duas considerações adicionais, uma de longo prazo e outra de curto prazo. A primeira diz respeito às vendas de títulos no mercado primário. Visto que os déficits governamentais aumentam as reservas no curso do ano, não é possível que transferências das contas de tributo e empréstimo neutralizem o impacto do dispêndio do Tesouro nas reservas bancárias. A menos que a parcela submetida a reservas dos balanços contábeis dos bancos cresça no mesmo compasso, o resultado seriam reservas sistêmicas excessivas. Como

discutimos acima, reservas em excesso exercem uma pressão imediata nas taxas de juros de *overnight* que só pode ser aliviada pela política monetária (bancos não podem realizar atividades que absorvam reservas de forma suficiente e rápida). As reservas excedentes precisam, assim, ser drenadas pela política monetária, que toma a forma de vendas de títulos. No caso de um excesso temporário (decorrente, por exemplo, da coordenação imperfeita entre a tributação e o dispêndio), isto é feito por meio de acordos de recompra do FED ou de vendas finais. Entretanto, no caso de um fluxo crônico de excesso de reservas (isto é, persistentes dispêndios do Tesouro superiores às receitas tributárias), somente vendas no mercado primário pelo Tesouro podem drenar o excesso. Estas vendas de títulos governamentais simplesmente substituem reservas excedentes que não rendem juros por títulos governamentais que rendem juros. Num certo sentido, isto é nada mais que uma transferência de uma espécie de conta no FED (reservas) por outra espécie de conta (títulos). O propósito desta transferência é defender a meta da taxa de *overnight*. Por esta razão, a operação poderia ser chamada de uma "operação de manutenção da taxa de juros". Não é uma operação de "tomada de empréstimo". O Tesouro não "precisa" tomar empréstimo a fim de fazer um gasto deficitário. Sobre tudo, o que ele está fazendo quando "vende título" é criar uma "conta de manutenção de taxa de juros" para evitar que aumentem as reservas excedentes que não rendem juros. Esta transformação não proporciona ao Tesouro nada do que ele "precisa" para gastar; na verdade, a venda de títulos é necessária apenas porque o Tesouro já gastou acima das receitas tributárias — a existência de reservas excedentes é prova de que a venda de títulos ocorre de pois que o Tesouro "gastou deficitariamente". Na verdade, se o Tesouro precisasse tentar vender os títulos primeiro, ele estaria drenando antes reservas requeridas que reservas excedentes. (Retornaremos a isto num minuto.) No longo prazo, então, o Tesouro mantém um saldo constante no FED, mesmo quando gasta deficitariamente, mediante a venda de títulos governamentais que remove reservas do sistema bancário (restaurando o saldo do Tesouro junto ao FED).

A segunda consideração é que, na realidade, é impossível para o Tesouro prever de forma precisa, numa base de curto prazo, o tempo exato das receitas tributárias e do dispêndio governamental. Mesmo que o Tesouro planejasse seu dispêndio cuidadosamente, ele não pode saber exatamente quando seus cheques serão depositados em bancos. Além disso, ele não pode (e na verdade nem tenta) cronometrar suas vendas de títulos para coincidir exatamente com as posições diárias de reservas excedentes dos bancos. Assim, ele desenvolveu complicados procedimentos que são usados para minimizar seus impactos nas reservas, e coopera estreitamente com o FED. Por exemplo,

Neste capítulo, examinamos a natureza não discricionária das reservas. Argumentamos que a visão convencional de um "multiplicador de depósitos" reverteu a direção da causalidade: bancos não esperam por reservas excedentes antes de fazer empréstimos e criar depósitos. Ao contrário, um banco faz o empréstimo. Ele então opera para obter as reservas necessárias para satisfazer as exigências legais. Se os bancos no seu conjunto estão *curtos* em reservas, o banco central deve supri-los, seja através de compras no mercado aberto, seja nos guichês de desconto; tentar restringir as reservas mediante compras mais restritas de mercado aberto apenas força os bancos a irem ao

CONCLUSÕES

quando o Tesouro antecipa que seu saldo de fechamento excederá US\$5 bilhões num dia em particular, ele tentará fazer depósitos nas contas de tributo e empréstimo. Entretanto, ele pode descobrir que os bancos são incapazes de ou não se interessam por tomar o montante total de depósitos oferecidos — seja porque eles não podem satisfazer exigências de garantia, seja porque não querem pagar a taxa de juros que deve ser paga sobre os depósitos do Tesouro. Neste caso, o FED cooperará com o Tesouro, engajando-se em operações de compra no mercado aberto (ou num acordo de recompra). Se, por outro lado, o FED previsse que os bancos teriam reservas excedentes no fechamento dos negócios, ele poderia pedir ao Tesouro para acumular depósitos em excesso de US\$5 bilhões em sua conta no FED.

Além disso, o Tesouro permite que os bancos com contas de tributo e empréstimo comprem títulos sem perder reservas. Quando nova dívida governamental é leiloadada, o Tesouro muitas vezes designa uma parcela do leilão como elegível para compra através de crédito por depositários especiais. Neste caso, o depositário especial obtém o título como um ativo emitindo um depósito em nome do Tesouro.²⁴ Isto elimina impactos indesejados nas reservas bancárias. O Tesouro pode ver se o seu saldo de fechamento no FED está perto de sua meta de US\$5 bilhões; se estiver muito baixo, faz uma "chamada" para depósitos criados nas contas de tributo e empréstimo, drenando as reservas necessárias.²⁵ De novo, é claro que tais vendas de títulos não são necessárias para obter moeda a fim de permitir ao Tesouro gastar acima das receitas tributárias; as vendas de títulos realmente criam os depósitos nas contas de tributo e empréstimo que podem então ser drenadas sempre que desejado para remover reservas excedentes do sistema bancário. O propósito destas operações é evitar impactos indesejados nas reservas das ações do Tesouro, a fim de manter as taxas de juros nos níveis das metas.

recetas de venda de títulos para gastar, visto que o dispêndio depende apenas da capacidade do Tesouro de emitir moeda fiduciária que o público aceita. Antes, a manipulação de suas contas de tributo e empréstimo é parte da política monetária - isto é, para assegurar que as operações do Tesouro não tornem impossível alcançar as metas de taxa de juros pela criação de posições de reservas insuficientes ou de excesso de reservas no sistema bancário.

Na prática, os empréstimos nos guichês de desconto estão inteiramente à disposição dos tomadores - a despeito da retórica sobre a política do FED de desencorajar tais empréstimos. Se um banco não consegue cumprir as exigências legais, isto é contabilizado como um empréstimo de reservas. E simplesmente impossível para o FED recusar-se a suprir as reservas necessárias ao sistema. Além disso, este resultado não depende seja de CRA seja de LRA, e nem depende da existência de uma proporção de reserva legal. Em vez disso, depende da existência de uma mono-reserva (suprida somente pelo governo), da *primordialização* das reservas (ou "sistema de reservas fracionárias"), da compensação ao par e da inegociabilidade normal dos ativos dos bancos (que não podem assim contrair rapidamente os balanços contábeis).

A variável política do FED é a taxa de empréstimo de *overnight* para reservas - agora, a taxa de fundos federais é a taxa-meta de *overnight*. O FED é capaz de atingir sua meta sem erro. A despeito de metas de reservas (ou outras) anunciadas, esta taxa de empréstimo de *overnight* é sempre o instrumento de política discricionário. A arbitragem então determina a taxa de juros de curto prazo de atacado; a taxa de varejo é estabelecida (talvez mais complexamente) como uma margem sobre a taxa de atacado. Esta visão pode ser resumida como: "a taxa de juros de curto prazo é estabelecida exogenamente pela política do banco central".

O banco central não tem controle direto - e uma influência indireta muito pequena - sobre a quantidade de moeda bancária. A quantidade de moeda bancária é efetivamente determinada pela quantidade de empréstimos bancários. Obviamente, um aumento de moeda bancária deve ser contratado-lançado por um aumento de empréstimos bancários (simplesmente devido à contabilização); nosso argumento é que a decisão de aumentar empréstimos é o resultado de negociação privada entre o banqueiro e o tomador. Como a demanda por empréstimos é inelástica, ao menos no curto prazo, mudanças na taxa de juros desempenham um papel secundário na decisão de tomar emprestado/emprestar. Mais importante, é a decisão de gastar que influencia a quantidade de moeda bancária criada. Esta visão pode ser resumida muito precisamente como "dispêndio planejado determina a demanda por empréstimos, a oferta de empréstimos substancialmente se acomoda à demanda, e isto então determina a quantidade de moeda bancária criada"; mais sucintamente, "empréstimos criam depósitos". Assim, a oferta de moeda horizontal é determinada endogenamente, enquanto a taxa de juros de curto prazo é determinada exogenamente.

Finalmente, um exame minucioso da coordenação das ações do Tesouro e do FED demonstra que o Tesouro não precisa de receitas tributárias ou