Crítica à Proposta de Criação de Real Digital de "Varejo"

Bruno Meyerhof Salama[1]
Leonidas Zelmanovitz[2]

Resumo

Este artigo apresenta uma crítica à proposta de criação de uma CBDC de "varejo" no Brasil. Embora esta não tenha sido a opção adotada pelo Banco Central do Brasil – o Real Digital brasileiro será, por ora pelo menos, uma moeda de "atacado" – o exercício aqui desenvolvido serve para agregar clareza sobre o que está em jogo nessa escolha institucional crucial. Este artigo conceitualiza a criação de uma CBDC de varejo como uma forma de "devolução monetária", isto é, o retorno ao Estado emissor de moeda soberana do poder de criação de moeda escritural de uso comum. Essa devolução emularia o Plano de Chicago delineado (mas jamais implementado) nos Estados Unidos na década de 1930 e traria diversos riscos – para a alocação eficiente de capital, para a possibilidade de separação entre política monetária e fiscal figurada na Constituição Federal, e para a independência do Banco Central prevista em lei complementar.

Palavras-chave: CBDC; *moeda digital de banco central; finanças modernas; devolução monetária; desintermediação; política fiscal; política monetária.*

Abstract

This article presents a critique of the proposal to create a "retail" CBDC in Brazil. Although this was not the option adopted by the Central Bank of Brazil – the Brazilian Real Digital will be, for now at least, a "wholesale" currency – the exercise developed here serves to add clarity about what is at stake in this crucial institutional choice. This article conceptualizes the creation of a retail CBDC as a form of "monetary devolution," that is, the return to the sovereign currency-issuing state of the power to create common-use scriptural currency. This devolution would emulate the Chicago Plan outlined (but never implemented) in the United States in the 1930s and would bring several risks – for the efficient allocation of capital, for the possibility of separation between monetary and fiscal policy set out in the Federal Constitution, and for the independence of the Central Bank provided for in complementary law.

Keywords: CBDC; *central bank digital currency; modern finance; monetary devolution; disintermediation; fiscal policy; monetary policy.*

1 Lecturer., UC Berkeley Law School Senior Global Fellow., FGV Direito SP. salama@berkeley.edu.
2 Senior Fellow,. Liberty Fund lzelmanovitz@libertyfund.org.

1 Introdução

O Brasil planeja lançar uma moeda digital de Banco Central – uma CBDC, na sigla em inglês[1]. O Real Digital será, essencialmente, uma obrigação não conversível do Banco Central do Brasil em formato eletrônico. Mas a simplicidade dessa afirmação esconde um dilema crucial. O Real Digital pode ser utilizável apenas para liquidar obrigações entre instituições financeiras ou, alternativamente, pode ser utilizável para liquidações de obrigações entre usuários comuns. No primeiro caso, diz-se, o Real Digital seria uma CBDC de atacado. No segundo, uma CBDC de varejo.

Este artigo apresenta uma crítica à proposta de criação de uma CBDC de varejo. Tudo indica, a julgar pelas comunicações recentes do Banco Central,[2] que essa proposta tenha sido abandonada. Trata-se, a nosso ver, de uma decisão acertada do Banco Central. Mas, por um certo tempo, o Banco Central flertou com a ideia de criar a CBDC de varejo. Tanto assim, que até janeiro de 2023 ainda constava em seu website a indicação de que "o Real Digital será uma representação digital do Real físico hoje em circulação".[3] Essa e outras observações semelhantes mantinham certa ambiguidade sobre o formato e o conceito da CBDC. O exercício aqui desenvolvido serve, então, para agregar clareza sobre o que está em jogo nessa escolha que não tem nada de singela.

A escolha entre os dois tipos de CBDC – atacado e varejo – é, muitas vezes, apresentada como uma pequena variação técnica. Mas, não se trata disso. A criação de uma CBDC de atacado é, de fato, um desenvolvimento tecnológico da moeda nacional já utilizada para liquidação de obrigações entre instituições financeiras, isto é, das reservas bancárias. As reservas bancárias são obrigações do Banco Central, não resgatáveis e em formato eletrônico, de titularidade das instituições financeiras e usadas para liquidar obrigações entre elas. Funcionam, portanto, como se fossem depósitos dos bancos junto ao banco central. Mas as reservas bancárias tais como existem hoje não se prestam à programação utilizada para os contratos inteligentes, nem podem ser tokenizadas (caso se deseje dar este passo no futuro), e possuem outras limitações para utilização no campo das finanças decentralizadas. Assim, as CBDCs de atacado funcionariam como uma alternativa às reservas bancárias. Sua criação, de todo auspiciosa, representa um aprimoramento da infraestrutura técnica provida pelo Banco Central.

Já não se pode fazer a mesma afirmação acerca da criação de CBDCs de varejo. Longe de configurar um mero aprimoramento regulatório, a adoção de CBDCs de varejo representaria uma mudança profunda – e, a nosso ver, no momento atual, pelo menos, indesejável. Para tratar do tema, retomamos nossos estudos anteriores[4] em que conceitualizamos a CBDC de varejo como um mecanismo de "devolução monetária". O ponto de partida está em notar que as finanças modernas inauguradas no século XVII estabeleceram um sistema monetário dual. No nível superior está o banco central e, abaixo, encontram-se os bancos comerciais. Para realizar pagamentos, os usuários comuns da moeda utilizam a unidade monetária nacional escolhendo entre duas opções: ou a

1 CBDC, da sigla em inglês, *Central Bank Digital Currencies*.
2 Cf. Real Digital – Coletiva de Imprensa. Diretrizes do Piloto do Real Digital. Mar. 2023.
3 Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/real_digital_faq. Acesso em: 2 jan. 2023
4 ZELMANOVITZ, Leonidas; SALAMA, Bruno Meyerhof. Central Bank Digital Currency and the Agenda of Monetary Devolution. In: BODELLINI, Marco; GIMIGLIANO, Gabriella, SINGH, Dalvinder (eds.). **Commercial Banking in Transition.** [s.l]: American Publisher Palgrave Springer, 2023. Disponível em: https://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/168/. JUSTMONEY.ORG. **Central Bank Digital Currency**: the hidden agenda. 2020. Disponível em: https://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/165/.

moeda física estatal (produzida, portanto, no "andar" de cima) ou uma moeda escritural privada (ou seja, o depósito em conta corrente, que é produzido pelos bancos comerciais no "andar" de baixo). Esses depósitos bancários do andar de baixo são, então, crédito bancário pagável em papel-moeda emitido pelo governo no andar de cima. Não são moeda fiat propriamente dita, mas sua larga aceitação lhes confere altíssima monetariedade.

Este sistema dual pode ser pensado como uma entrega parcial de soberania monetária do Estado para os bancos comerciais, porque a criação de moeda escritural pelos bancos comerciais é não apenas tolerada, como também estimulada pelo Estado. As CBDCs varejo, no entanto, abrem caminho para desfazer esta estrutura. Isso porque permitem aos usuários deterem uma moeda escritural diretamente no *andar de cima*, isto é, emitida pelo banco central. A devolução monetária é, então, o retorno ao Estado emissor de moeda soberana do poder de criação de moeda escritural de uso comum[5] – poder este que hoje está delegado para os bancos comerciais. A seção 2 esmiuça essa mudança, pondo-a em contexto histórico. De particular importância – este é nosso ponto central – apontamos para a principal vantagem do sistema dual, a saber, sua capacidade de ajustar "naturalmente" ou automaticamente a quantidade de moeda ofertada à quantidade demandada. O problema aqui enfatizado é que essa capacidade de ajuste automático tende a ser reduzida com a criação das CBDCs de varejo.

O resultado disso é que a criação de CBDCs de varejo tende a, com o tempo, transformar os bancos comerciais em bancos "estreitos" (*narrow banks*). A seção 3 explica esse processo retomando, como ponto de partida, o *Plano de Chicago* – uma iniciativa da década de 1930 capitaneada por professores da Universidade de Chicago, especialmente Henry Simons e Irving Fisher, voltada a centralizar a alocação do crédito nas mãos do governo norte-americano. A seção toma por base os debates subsequentes sobre os planos para criação dos bancos estreitos para realçar as implicações concretas da criação de CBDCs. O objetivo é mostrar como a criação de CBDCs de varejo – tanto na sua versão de conta de depósito junto ao banco central, quanto na sua versão sintética, intermediada por bancos comerciais estreitos – emula os traços básicos do *Plano de Chicago*.

5 Falamos aqui em moeda "de uso comum" para excluir as reservas bancárias, que são moeda escritural de emissão estatal, mas de uso restrito apenas entre intermediários financeiros.

A seção 4 discute as implicações da criação de uma CBDC de varejo no Brasil. A principal consequência tenderia a ser a ampliação da alocação política de moeda e crédito e o aumento do controle do Estado sobre a sociedade maneira geral. O principal risco é o aprofundamento de um sistema de repressão financeira e a piora na alocação de capital. Além disso, a criação de CBDCs tenderia a, com o tempo, esvaziar ainda mais a separação entre política fiscal e monetária – correndo-se o risco, então, de fulminar, também, o desenho idealizado na Constituição Federal e a própria independência do Banco Central. Apenas dois anos após a definição em lei da sua independência – e da definição da busca pela "estabilidade de preços" como seu "objetivo fundamental" –,[6] o Banco Central estaria, paradoxalmente, capitaneando esforços que, no médio prazo, a nosso ver, tenderiam a desfazê-la. Segue-se uma breve conclusão.

2 As finanças modernas

2.1 Moeda pública e privada

O sistema atual remonta às inovações institucionais ainda do fim do século XVII na Inglaterra, quando se inaugurou o que se convencionou chamar de *finanças modernas*. Desde há pelo menos trezentos anos, na Inglaterra, a moeda de uso comum foi ofertada em parte pelo Estado, em parte pelo mercado. Assim, a porção estatal da oferta monetária, que num primeiro momento viera na forma de moedas metálicas, posteriormente passou a ser composta por uma determinação legal de aceitação de cédulas pelo valor nominal com curso legal. Este fora o componente público. A outra parte da oferta monetária, a privada, ficou a cargo dos bancos comerciais: primeiro na forma de cédulas resgatáveis em moedas metálicas cunhadas pelo governo e, posteriormente, com o abandono do padrão-ouro, na forma de depósitos bancários como os conhecemos hoje.[7]

Repare, então, como as finanças modernas representaram uma mudança qualitativa em relação aos sistemas monetários anteriores. Com a introdução de moedas metálicas, há mais de 2500 anos, mais ou menos simultaneamente no mundo Helênico e na China, diversas sociedades passaram a contar com um único instrumento capaz de cumprir as três funções monetárias básicas: servir como meio de troca, unidade de conta, e reserva de valor. Porém, essa oferta monetária pelo governo dependia da disponibilidade de metais preciosos. O soberano era obrigado a usar recursos para investir na mineração de prata, ouro ou cobre, ou então precisava comprar barras para cunhar moedas. Assim, exceto pelo velho truque de rebaixar a cunhagem e reduzir o conteúdo metálico das moedas – gerando inflação – fornecer moeda estatal era custoso. Foi só bem mais tarde que a criação de moeda soberana se tornou possível apenas pela vontade do soberano. Essa moeda meramente simbólica, geralmente chamada de *fiat*, surgiu primeiro na China por volta do século X, e no Ocidente foi retomada, curiosamente, primeiro nas colônias americanas, começando em Massachussetts, e mais adiante na França pelas mãos de John Law.

6 Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021, art. 1º, *caput*.

7 A história, contada desta forma sintética e linear, deixa de lado o fato de que, em toda parte, começando pela Europa, houve gradual redução das reservas metálicas como proporção do estoque de moeda, sem contar os episódios de suspenção da convertiblidade do papel-moeda e dos depósitos bancários. Sobre o tema, ver ZELMANOVITZ, Leonidas. Desigining Capitalis. **Law & Liberty**, 8 set. 2015. Disponível em: https://lawliberty.org/book-review/designing-capitalism/.

É comum traçar uma divisão rígida entre a moeda commodity (especialmente metálica) e a moeda fiat, e é natural que seja assim. Mas há entre elas uma semelhança importante: ambas são fornecidas pelo governo e são determinadas, portanto, "fora" do mercado. Não são moedas endógenas, geradas a partir da demanda por moeda, mas moedas exógenas, no sentido de serem criadas para atender diretamente a um comando político. É por isso que essa moeda exógena é também chamada de "soberana", "estatal" ou "pública". É nesse ponto que a moeda exógena – soberana, externa, pública, as expressões podem ser todas pensadas como sinônimas para os presentes fins – convive com a moeda bancária, isto é, os depósitos à vista. Este é, então, o traço marcante das finanças modernas: a moeda bancária é privada, no sentido de ser criação dos bancos comerciais, e endógena, porque criada com a concessão de crédito pelos bancos e a consequente criação de saldo em contas-correntes.

É claro que, no que toca à sua circulação e ao seu uso como meio de pagamento, a moeda privada bancária acaba por corresponder em quase todas as situações à moeda pública. Assim o é em toda parte. O Código Civil brasileiro, por exemplo, trata do pagamento das "dívidas em dinheiro", e para estas a transferência de saldos em conta-corrente é convencionalmente admitida como equivalente à entrega de cédulas.[8] Também por isso, a moeda bancária é frequentemente referida na literatura como um "substituto monetário". Afinal, diferentes aspectos da regulação financeira – a liquidação de obrigações entre os bancos por meio de contas reservas bancárias, a inserção dos bancos comerciais nos esquemas de seguro de depósito, a autorização do Estado para o emissor do depósito funcionar como banco, e, acima de tudo, a aceitação pelo Tesouro desses *substitutos* em pagamento de tributos, confere a essa moeda privada na prática um *status* muito similar àquele dado à moeda estatal.

Mas há entre a moeda pública e a moeda privada uma diferença importante: a moeda privada é criada apenas quando algum tomador apresenta ao banco uma proposta de investimento com boa expectativa de retorno. Em regra, o banco só financiará uma operação que seja autoliquidável e apresente valor monetário esperado positivo, e, ademais, cujo valor monetário esperado seja superior ao custo de oportunidade do banco, que é justamente o retorno esperado do banco ao emprestar ao governo comprando títulos públicos. É justamente porque a quantidade de substitutos monetários criados pelos bancos depende da existência de oportunidades lucrativas para a realização de empréstimos que esta parte da oferta monetária será chamada de moeda "endógena": ela é endógena, no sentido de ser função das oportunidades de mercado. A força (e mesmo a beleza) desse sistema reside no fato de que a oferta monetária se ajusta à demanda por moeda que está em constante mudança.

Esse sistema dual, em que a oferta monetária exógena convive com a oferta endógena, é então a essência do que hoje é conhecido como finanças modernas. O sistema surgiu em 1694, com a criação do Bank of England e depois se espalhou pelo mundo. Em vez de usar moedas metálicas e letras de câmbio como meios de troca, as pessoas começaram a usar banknotes – cédulas contendo a promessa do banco de pagar à vista determinado valor em moedas de ouro e prata – como instrumentos para suas trocas privadas. Essas *banknotes* se tornavam, assim, substitutos monetários: primeiro por emissão do próprio *Bank of England* e, adiante, por emissão dos bancos comerciais em geral.

8 Código Civil, art. 315. "As dívidas em dinheiro deverão ser pagas no vencimento, em moeda corrente e pelo valor nominal, salvo o disposto nos artigos subseqüentes."

2.2 A fragilidade do sistema de reservas fracionárias

Os bancos comerciais ingleses rapidamente começaram a criar mais substitutos monetários do que a contrapartida da quantidade de moeda de que dispunham. Originalmente, no caso inglês, essa contrapartida correspondia em parte a um crédito contra a Coroa do Reino Unido e em parte à quantidade de reservas metálicas que os bancos mantinham em seus cofres. O sistema rapidamente evoluiu e se espalhou pelo mundo. As reservas, que no princípio serviam para mitigar os riscos de corridas bancárias (para resgate dos depósitos em moeda metálica) passaram a ser o engenho para a liquidação de pagamentos interbancários. E os bancos passaram a financiar o comércio e, logo adiante, a agricultura e a indústria. Esses arranjos com reservas "fracionárias" financiaram a revolução industrial.

Quando administrado sob as regras de sua criação – especialmente a regra que o governo não poderia ser financiado pelo Bank of England por meio da emissão de cédulas – o sistema de reservas fracionárias oferecia um sistema elástico (em que a quantidade de moeda se adaptava automaticamente à demanda) e seguro. No entanto, em situações de emergência, esses arranjos acabariam desmoronando. O principal motivo era o financiamento inflacionário da guerra – não mais pela redução do conteúdo metálico da moeda, como no tempo dos Romanos e dos soberanos da Idade Média, mas pela expansão de crédito e emissão de papel-moeda. As crises militares, portanto, revelariam a fragilidade dos arranjos sob os quais os bancos emitiam muito mais promessas de pagamento em moeda exógena (do governo) do que a quantidade existente dessa moeda exógena (isto é, em quantidade muito maior do que a base monetária existente).

O financiamento inflacionário da emergência, especialmente da guerra, revelaria, então, a fragilidade inerente ao sistema bancário de reservas fracionárias. É que basicamente em todos os lugares (e até hoje) os bancos comerciais foram organizados sob uma estrutura legal que permitia ao soberano exercer suas prerrogativas monetárias para forçá-los a emprestar ao governo. A fragilidade do sistema de reservas fracionárias era assim revelada pelo tema da emergência, especialmente da emergência militar. Mas seria também potencializada pela proximidade e pelo entrelaçamento entre os bancos comerciais e o detentor de um inexorável "cheque especial", a saber, o governo.

No sistema de finanças modernas, a relação entre os bancos comerciais e os governos é assim simbiótica – e isso não apenas porque o governo autoriza (e estimula) os bancos a criarem a moeda endógena que garantirá a adaptação automática da oferta monetária à demanda. Há também um aspecto político mais ou menos inescapável, porque no regime de finanças modernas os bancos criam moeda e alocam o crédito *nas condições permitidas pelos governos*. Em particular, de tempos em tempos o governo forçará os bancos a lhe emprestar dinheiro – para financiar a guerra, como vimos, ou então por de uma miríade de mecanismos (como a constituição de reservas em títulos públicos) que auxiliam na rolagem e captação de dívida pública.

Também o governo interferirá na alocação de crédito pelos bancos comerciais. Para isso, lançará mão de diferentes mecanismos de intervenção: a competição com os bancos privados por meio dos seus próprios bancos comerciais estatais, que criarão uma moeda escritural semipública; as regras sobre requisitos de capital, especialmente a ponderação de ativos pelo risco que será sempre enviesada para reduzir a necessidade de capital quando da compra de títulos públicos; as regras de direcionamento de crédito; e, por fim, com todo o arsenal de medidas contábeis, tributárias que implementam a chamada *extrafiscalidade* no setor bancário. Tudo isso sugere que a manifestação da fragilidade do

sistema de reservas fracionárias estará ligada a problemas no seio da própria gestão do Estado e aos incentivos e comandos por ele criados.

Se bem que, em alguns casos, pode não ser assim. As quebras dos bancos operando com reservas fracionárias pode decorrer de descuido ou azar, ou, como querem teóricos da instabilidade financeira endógena, como Hyman Minsky e tantos outros, de processos endêmicos em que períodos de prosperidade encorajam excesso de otimismo e tomada de risco. Assim, a especulação desmesurada e mesmo as fraudes levariam os bancos a criarem substitutos monetários em quantidades muito elevadas, ocasionando bolhas que se "desinflam" por meio de corridas bancárias. Todo esse debate, como se sabe, se dá em meio a uma porção de disputas em parte técnicas e em parte apenas ideológicas.

Mas entre as posições ideológicas polares há também circunstâncias intermediárias em que a materialização da fragilidade do sistema de reservas fracionárias não é atribuível nem apenas aos governos, nem apenas aos bancos, mas a ambos. Essas circunstâncias combinam más práticas de governança dos bancos com políticas monetárias expansionistas, direcionamento estatal de crédito e ciclos de resgates ("*bailouts*") de instituições financeiras que geram e reforçam nos agentes econômicos de modo geral expectativas de futuros resgates de bancos em apuros. Os males resultantes dessas dinâmicas todas costumam incluir falências bancárias, aumento da dívida pública, inflação e má alocação de capital.

Toda a discussão sobre a fragilidade das finanças modernas não deve, no entanto, ofuscar o seu maior benefício: a proximidade entre a criação de moeda privada e a informação sobre os projetos lucrativos. Ou, em outras palavras, a criação monetária endógena tende a direcionar a oferta monetária para oportunidades de investimento promissoras. A alocação privada de capital nessas bases contribui para a eficiência econômica: diretamente, quando o capital é alocado de maneira produtiva; e, indiretamente, por conta do alinhamento de interesses de banqueiros e depositantes, já que a busca de lucro pelos primeiros sinaliza para os segundos (em tese, pelo menos) que suas poupanças estarão investidas em instituições solventes e, portanto, seguras.

3 CBDCs como devolução monetária

3.1 O Plano de Chicago e os bancos estreitos (narrow banks)

É justamente porque as sociedades ocidentais têm sido atormentadas pelo tema da fragilidade do sistema de reservas fracionárias há séculos que alguns políticos, formuladores de políticas e acadêmicos consideraram abolir completamente a moeda endógena, isto é, a moeda fiduciária de criação bancária. Um exemplo paradigmático e sempre referido na literatura foi a proposta de reforma monetária conhecida como Plano de Chicago ("*Chicago Plan*"), que, na década de 1930, propunha para os Estados Unidos uma forma estrita do que aqui chamamos de *devolução monetária* – isto é, de transferência de poder de criação monetária dos bancos comerciais para o governo.

A ideia era separar completamente as funções de crédito e de oferta monetária por meio do sistema bancário. Para tanto, os bancos comerciais seriam forçados a operar sob uma exigência de reserva de 100%, em que os depósitos e outros passivos de curto prazo, como a emissão de bilhetes bancários, seriam lastreados com moeda soberana em uma base de 1:1. Assim, o sistema de reservas fracionárias seria extinto e os bancos comerciais se tornariam

bancos de "reserva completa", ou "sistema bancário estreito". Para traçar um paralelo com o mercado financeiro brasileiro hoje, é como se os bancos comerciais todos se tornassem meros emissores daquilo que a Lei nº 12.865 chama de *moeda eletrônica*, isto é, a unidade monetária 100% lastreada. Naquilo que se propunha para os Estados Unidos na década de 1930, o Estado retomaria o monopólio monetário que tinha antes do surgimento em 1694 das finanças modernas. Ao custo de piorar a alocação de capital, esse sistema eliminaria o risco de corridas bancárias.

A menção a um ***plano*** de reforma institucional hoje pouco lembrado fora dos Estados Unidos como paradigma para uma reflexão sobre a adoção de CBDCs pode gerar perplexidade ao leitor. Cabem, então, duas observações. A primeira é a de que a opção pelos bancos comerciais de reservas fracionárias – e, portanto, pela criação monetária privada, ainda que umbilicalmente ligada ao funcionamento dos bancos centrais produtores da unidade monetária nacional – não ocorreu por mero esquecimento do *Plano de Chicago* ou da ideia de banco estreito. Muito ao contrário.

O estudo da literatura sobre regulação bancária e monetária revela inúmeras propostas para "estreitar" as atividades dos bancos emissores de depósitos, tudo com vistas à criação de ativos seguros e livres dos riscos de inadimplência dos bancos comerciais criadores dos substitutos monetários. Um exemplo recente foi desenvolvido John Kay.[9] Sua proposta foi a de separar o banco estreito concedendo-lhe o monopólio para receber depósitos de varejo – mas não o monopólio sobre a concessão de financiamentos e empréstimos. Essa ideia fora, na verdade, inicialmente esboçada por Mervyn King, então presidente do *Bank of England*, porém as reformas efetivamente implementadas na Inglaterra após a crise de 2008 acabaram sendo bem diferentes.

A proposta de Kay é distinta, mas ecoa outras versões de banco estreito ventiladas na literatura. Nos Estados Unidos, Robert Litan já defendia, em fins da década de 1980, que um banco captador de depósitos de varejo integrante de conglomerados financeiros somente poderia realizar operações de crédito altamente seguras e de curto prazo, emulando o sentido original da doutrina das "letras reais" (*Real Bills Doctrine*) de regra de prudência na gestão de um banco comercial em um regime sem banco central.[10] Laurence Kotlikoff propôs anos depois uma variação dessa ideia, pretendendo transformar os bancos e a grande maioria dos intermediários financeiros em algo como um fundo mútuo superseguro.[11] No modelo proposto à ocasião, *fundos mútuos líquidos* ("*cash mutual funds*") estariam proibidos de tomar empréstimos, seriam usados para pagamentos e estariam explicitamente garantidos pelo Tesouro americano, ao passo que todos os demais riscos estariam mediados por fundos mútuos fechados.

A ênfase em propostas de reforma monetária relativamente recentes (das últimas quatro décadas, para sermos mais precisos) tampouco deve esconder que a discussão sobre bancos estreitos nunca foi de todo abandonada entre os estudiosos dos sistemas bancário e monetário. Sua defesa pode ser encontrada inclusive nas obras de autores centrais da economia – aqui, Irving Fisher,[12] como pioneiro – e mesmo vencedores de prêmio Nobel

9 KAY, John. **Narrow Banking**: The Reform of Banking Regulation. UK: CSFI, 2009.

10 Cf. LITAN Robert E. **What Should Banks Do?** Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1987. A proposta é repetida posteriormente. Cf. WILMARTH, Arthur. **The Changing Landscape of Global Financial Governance and the Role of Soft Law**. Boston: 2015, p. 160-161.

11 KOTLIKOFF, Laurence J. **Jimmy Stewart Is Dead**: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking. New York: Wiley, 2011.

12 FISHER, Irving. **100% Money**. New York: Adelphi Company, 1935.

– Maurice Allais[13] e, mesmo, Milton Friedman,[14] este último propondo dividir os bancos comerciais em dois tipos: de um lado, o banco tomador de depósitos "puro", operando sem reservas fracionárias; e, de outro, fundos de investimento ou *trusts*, que se afastariam da emissão monetária e emitiram apenas ações ou valores mobiliários.[15]

Há uma segunda observação que ajudará a situar o leitor. Esta, mais evidente, mas também mais importante, é a de que o Plano de Chicago e suas variações representam o caminho não trilhado, a opção institucional descartada. Mas em termos práticos, o que se vê claramente é que hoje os governos não apenas toleram, mas promovem, a criação da moeda privada por bancos comerciais. Por exemplo, para promover depósitos bancário e promover a confiança na moeda privada, governos em todo o mundo hoje atuam como emprestadores de última instância. Com isso, as corridas bancárias de antes se tornaram cada vez mais incomuns – embora as corridas no sistema bancário "sombra" não apenas não acabaram, como na verdade se tornaram mais frequentes, especialmente nos Estados Unidos, onde os gestores de fundos mútuos legalmente não contam com um emprestador de última instância nem os investimentos nesses fundos são garantidos pelo seguro de depósito proporcionado pelo garantidor de depósitos norte-americano.[16] Em parte, essa situação é tolerável nos Estados Unidos porque naquele país, ainda na década de 1930, o governo passou a oferecer um sistema de seguro de depósitos bancários.

O seguro de depósito, aliás, no pós-guerra se espalhou para a Europa e, a partir das décadas de 1980 e 1990, para o mundo inteiro, inclusive o Brasil.[17] Mas mais do que tudo isso, os governos oferecem o dinheiro público que ancora o dinheiro privado, inclusive as reservas bancárias utilizadas pelos bancos para liquidar suas obrigações recíprocas. Tudo isso aproxima os depósitos bancários, que são moeda privada, da moeda pública e livre de risco de crédito produzida pelo governo. Com esses elementos fica mais fácil compreender o grande quadro da produção e circulação monetária hoje.

3.2 Repressão à moeda endógena

O que mais importa aqui é mostrar que tanto os bancos estreitos idealizados (mas não implementados) sob *Plano de Chicago* quanto o sistema que se estabeleceria com a criação de CBDCs de varejo retiram do banco comercial a possibilidade de criar a moeda mediante a concessão de empréstimos. O que lhes sobraria seria, na melhor das hipóteses, a possibilidade de criar uma moeda intermediária, ao feitio da moeda eletrônica da Lei

13 ALLAIS, Maurice. **Economie et Intérêt**: exposition nouvelle des problèmes fondamentaux, relatifs au rôle économique du taux de l'intérêt et de leurs solutions. Paris: Librairie des Publications Officielles, 1948.

14 FRIEDMAN, Milton. **A Program for Monetary Stability**. The Millar Lectures Number Three. New York City: Fordham University Press, 1959.

15 Há aqui uma sutileza. O *Plano de Chicago*, todo ele baseado no entendimento que a crise de 1929 fora causada por excessos cometidos pelos bancos, visava restaurar o controle governamental sobre a oferta monetária, centralizando-a. Já a proposta de Friedman visava apenas criar as condições para o desenvolvimento de um setor não bancário que pudesse operar livre da regulação e intrusão governamental nas atividades de investimento. Mas apesar dessa orientação ideológica distinta, a principal diferença prática entre a proposta de Friedman e o *Plano de Chicago* residia no fato de que Friedman recomendava o pagamento de juros sobre o lastro em reservas dos bancos estreitos. O importante de tudo isso é marcar que a discussão sobre a fragilidade das finanças modernas não é em si nenhuma novidade.

16 O sistema bancário "sombra" é um sistema quase-monetário e não bancário, sujeito a uma regulação leve, em que são criados instrumentos dotados de alta monetariedade (como quotas de fundos mútuos pareadas em 1:1 com o dólar e certos tipos de *commercial paper*). Porém, no Brasil o sistema sombra é operado por instituições subordinadas ao Banco Central, pelo que dele não precisamos nos ocupar aqui.

17 SALAMA Bruno Meyerhof; BRAGA, Vicente. The Case for Private Administration of Deposit Guarantee Schemes. **Journal of Banking Regulation**, v. 25, dez. 2021.

nº 12.865, e, assim, 100% lastreada em moeda soberana em títulos públicos. Isso não quer dizer que os proponentes das CBDCs de varejo nos nossos dias sejam simplesmente defensores dos bancos estreitos. Muito ao contrário, não são poucas as vozes, mesmo dentro do *Bank of Internacional Settlements*, que se apressam em apontar para o risco de que a criação de CBDCs cause – reparem o termo que é cuidadosamente escolhido – "desintermediação" bancária.

O termo "desintermediação", embora usual, contém um eufemismo. Ele sugere que os bancos comerciais sejam apenas "atravessadores" ou "repassadores" que captam depósitos poupança dos agentes superavitários e os reemprestam – daí a ideia de "intermediação", como se fossem meros mercadores de tapetes – aos agentes deficitários da economia. Assim, a capacidade de um banco de conceder empréstimos estaria limitada pela sua quantidade de depósitos e outros recursos captados. É claro que essa descrição é ainda complementada com a discussão do multiplicador bancário, que é a capacidade dos bancos de criarem moeda levando em conta o nível de depósitos compulsórios estabelecidos pelo banco central. Mas a mensagem geral dessa discussão da atividade dos bancos como *intermediários* é a de para conceder mais crédito os bancos precisam de mais depósitos porque o limite para a concessão de crédito pelos bancos está no nível de depósitos compulsórios.

Na prática, não é bem assim. Ao conceder um empréstimo, o banco cria um ativo (o valor do crédito a receber) e um passivo (o depósito para o devedor do empréstimo). O nível de depósitos compulsórios e sua remuneração, se houver, afetam a capacidade de criar crédito. Mas sob o atualmente vigente *regime de Basileia*, o principal limite é dado pelos requisitos de capital para a concessão de crédito. Ao conceder crédito aos seus clientes comerciais, os bancos não emprestam reservas nem poderiam fazê-lo. É importante pontuar essa questão porque ela nos ajuda a enxergar nos bancos entidades criadoras não apenas de crédito, mas também de moeda – isto é, de moeda privada. Em outras palavras, longe de serem meros intermediários, os bancos criam moeda ao concederem empréstimos, e essa capacidade de conceder empréstimos não depende, a rigor, nem dos depósitos captados nem das reservas eventualmente obtidas no mercado interbancário.

A criação de uma CBDC de varejo, por outro lado, permitiria aos consumidores abrirem uma conta-corrente diretamente no banco central emissor da moeda pública. É neste ponto que a criação das CBDCs encontra a criação de moeda privada e cria, então, o risco de "desintermediação" de que vínhamos falando. Não se trata, agora é possível ver bem, de uma redução no papel dos bancos como *intermediários* no sentido convencional da palavra, isto é, como atravessadores, que tomam depósitos e os reemprestam. E não se trata disso, reitere-se, porque os bancos não são apenas *intermediários* no sentido convencional da palavra, mas são também criadores de moeda – de uma moeda que é também crédito, se quisermos ficar com a formulação clássica de Joseph Schumpeter.[18]

E por que haveria, então, o fenômeno que se está chamando, seguindo a terminologia do *Bank of International Settlements*, de *desintermediação*? Aqui precisamos pensar em dois desenhos possíveis para as CBDCs. Pensemos primeiro numa CBDC propriamente dita, em que cada consumidor possui uma conta-corrente diretamente no banco central

18 SCHUMPETER, Joseph A. **History of Economic Analysis**. Routledge, 2006. p. 1114 ("It is much more realistic to say that the banks 'create credit,' that is, that they create deposits in their act of lending than to say that they lend the deposits that have been entrusted to them").

ou, alternativamente, utiliza tokens de emissão do banco central.[19]Nesses casos, haveria uma relação direta entre consumidor e banco central. O efeito – este é justamente todo o tema da literatura sobre desintermediação – tenderia a reduzir o nível de depósitos das instituições financeiras.

Com o tempo, e especialmente durante crises financeiras, essa interação direta entre consumidor e banco central reduziria os depósitos dos bancos – ou, em outras palavras, reduziria o nível de criação de moeda privada. Com a progressiva redução da fatia do mercado provida por moeda privada, ganharia força a ideia da moeda como uma grande infraestrutura provida pelo Estado: da mesma forma que o Estado decide sobre a criação pontes e estradas, também decidiria sobre a criação da moeda – toda ela. A moeda pública pouco a pouco iria expelir a moeda privada do sistema. Seria a morte não anunciada das *finanças modernas*.

Mas pensemos num desenho institucional alternativo, porém ainda restrito: o de uma CBDC "sintética", tal como proposto pelo *Bank of International Settlements* e como em teste ou mesmo em fase experimental em alguns países. Nesse formato *sintético*, a CBDC seria emitida pelo Banco Central, porém os bancos comerciais negociariam uma moeda espelho, 100% lastreada na moeda estatal e circulando com uma paridade de 1:1 com a moeda estatal. Esse é o caso, por exemplo, da CBDC das Bahamas (o *Sand Dollar*), e da CBDC chinesa[20], dentre outros exemplos.

Neste ponto, já é, então, fácil ver a conexão entre a criação da CBDC e o modelo de banco estreito proposto no *Plano de Chicago*. O sucesso do *Plano* mundo afora viria não pela mão de uma grande virada de inspiração rooseveltiana, mas pela silenciosa e progressiva pressão dos órgãos internacionais. A CBDC seria, assim, o mecanismo que transformaria os depósitos em bancos comerciais – que hoje são promessas de pagar na moeda estatal – em moeda estatal propriamente dita. A criação da CBDC representaria então a progressiva eliminação da capacidade de criação monetária privada, a progressiva redução do multiplicador bancário, e, ao fim e ao cabo de um processo que pode levar algum tempo (ou mesmo, décadas) o aniquilamento do sistema monetário dual que caracterizou nos últimos séculos o sistema de *finanças modernas*.

4 A CBDC de varejo e suas implicações práticas

Na seção anterior, vimos que as CBDCs ofereceriam uma solução mais radical para o problema da *fragilidade* do regime de reservas fracionárias. Hoje, o Banco Central controla a oferta monetária indiretamente, ora por meio da regulação dos bancos, ora por meio da negociação com títulos públicos. No Brasil, ao contrário de outros países, especialmente dos Estados Unidos, o hibridismo do modelo – isto é, seu caráter público-privado – é ainda

19 Uma CBDC de uso comum pode ser implementada sob dois formatos alternativos: na forma de contas de depósito no banco central (aquilo que no debate americano se costuma chamar de *FedaAccount*) ou, alternativamente, o banco central poderia oferecer uma moeda na forma de token digital que circularia de forma descentralizada sem um registro centralizado. Sobre o tema, ver Cf. BERENTSEN, Aleksander; SCHÄR, Fabian. The Case for Central Bank Electronic Money and the Non-case for Central Bank Cryptocurrencies. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Second Quarter**, v. 100, n. 2, 2018. (argumentando que uma CBDC baseada em conta de depósito é mais prática para o usuário e oferece proteção superior contra lavagem de dinheiro e outros fins ilegais, além de ser mais simples e barata do ponto de vista computacional).

20 SHEN, Wei; HOU, Liyang. China's central bank digital currency and its impacts on monetary policy and payment competition: Game changer or regulatory toolkit? **Computer Law & Security Review**, v. 41, jul. 2021.

realçado pela existência de bancos estatais. Com as CBDCs de varejo, no entanto, a oferta monetária poderia ser determinada diretamente pelo Banco Central. Essa *desintermediação* traduz, assim, uma *devolução monetária* – a *devolução* consistindo, então, no retorno ao governo da totalidade dos poderes de criação de moeda que, seguindo o modelo inaugurado na Inglaterra a partir do final do século XVII, passaram a ser compartilhados com o setor privado.

4.1 Desintermediação

É raro, no entanto, encontrar o problema da *desintermediação* formulado nesses termos. Mais comum é abordá-lo a partir de duas perguntas. A primeira: *será que a criação de CBDCs causaria desintermediação*? É mais fácil compreender a pergunta se nela pensarmos concretamente. Com uma CBDC de varejo, um consumidor qualquer poderia carregar dois *apps* em seu celular, um para depósitos bancários e outro para CBDCs. Surgiria uma competição entre a moeda soberana e os depósitos bancários: ambos digitais, ambos resgatáveis à vista pelo valor de face, e ambos largamente aceitos para pagamentos comuns do dia a dia. Há, porém, uma diferença importante. Os depósitos à vista são uma promessa do banco de reembolsar o saldo da conta-corrente em moeda soberana, enquanto as CBDCs são a própria moeda soberana. Em outras palavras, as CBDCs são mais seguras do que os depósitos – são, afinal, a própria moeda estatal.

Repare que a resposta muda muito pouco em função do formato da CBDC de varejo. A CBDC pura, ou própria, como definida num artigo recente,[21] é uma conta do correntista junto ao banco central, ou, alternativamente, um token de emissão do banco central. É, portanto, uma obrigação do soberano, tal qual uma nota de papel-moeda. Mas o formado advogado pelo *Bank of International Settlements*, ao contrário, é uma versão sintética da CBDC, porque se trata de uma moeda emitida pelos bancos comerciais, porém lastreada em 100% em moeda estatal – à semelhança, repare, do desenho proposto no *Plano de Chicago* de que viemos falando.

Vale dizer, então, que do ponto de vista do usuário, tudo mais permanecendo constante, as CBDCs – próprias ou sintéticas – são mais seguras e, logo, superiores em qualidade aos depósitos bancários à vista. Como resultado, a emissão de CBDCs tende a substituir os depósitos à vista, principalmente em momentos crise. A desintermediação está ensejada desde logo, porque *ceteris paribus* vale mais a pena reter a moeda mais segura do que a menos segura.

Por conta disso, fala-se muito na criação de mecanismos e desenhos institucionais que evitem a desintermediação. Primeiro, como no caso do *Sand Dollar das Bahamas*, poder-se-ia limitar a quantidade de CBDCs que o usuário pode reter na sua carteira. Ou seja, trata-se de um racionamento de CBDCs. Neste caso, para evitar a quebra bancária e a redução na oferta monetária, o governo estabeleceria limites quantitativos para a capacidade dos depositantes de migrarem seus saldos em depósitos bancários para CBDCs. Seria um tipo estranho de medida: se as CBDCs são superiores aos depósitos bancários, por que não as autorizar ao máximo? Soa como uma mera concessão política, tática, aos bancos comerciais – mas se estivermos tratando apenas disso, não há por que imaginar que tal

21 SALAMA, Bruno Meyerhof; PRATES, Marcelo Madureira. Moeda Digital de Banco Central: casos e conceito. In: GOMES, Daniel de Paiva; GOMES, Eduardo de Paiva; CONRADO, Paulo Cesar (org.). **Criptoativos, Tokenização, Blockchain e Metaverso**: Aspectos filosóficos, tecnológicos, jurídicos e econômicos. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2022.

concessão seja longeva, nem que seja legítima. O sistema monetário não existe para facilitar a vida dos bancos. Há de ser exatamente o contrário.

Além disso, a possibilidade de conversão de depósitos bancários em CBDCs, mesmo que tolhida por limites quantitativos, poderia gerar distorções. Em particular, poderia forçar os bancos comerciais a terem que pagar alguma forma de remuneração sobre os depósitos à vista a fim de atraí-los. O pagamento dessa remuneração, no entanto, aumentaria o custo de captação dos bancos, potencialmente encarecendo o crédito. Ou então, em alguns casos, poderia ocorrer o problema oposto, em que a excessiva emissão de CBDCs incentivaria a sua substituição por depósitos bancários remunerados, ou uma "fuga" para outros ativos. Essas oscilações da demanda entre a CBDC e o depósito bancário poderiam criar não apenas entrave ao comércio, mas também dano à estabilidade financeira de maneira mais geral.

Dada a facilidade de migração entre depósitos à vista e CBDCs, para evitar oscilações mais acentuadas na demanda relativa entre estes, então, as CBDCs teriam que render juros semelhantes aos depósitos – negativos ou positivos, a depender das condições de mercado. A CBDC, nesse caso, se afastaria do conceito de moeda como a entendemos convencionalmente – porque a moeda, hoje, não vence juros. E, ademais, no caso de juros negativos sobre as CBDCs de varejo, a legalidade seria duvidosa por conta do princípio jurídico da vedação ao confisco.

Há alguns trabalhos esmiuçando essas ideias. O mais detalhado é um *Staff Working Paper* do banco central inglês[22] em que se articulam outros mecanismos ligados à preservação do papel dos bancos comerciais na criação monetária. Além da necessidade de pagamento de juros variáveis em CBDCs, o referido *Working Paper* estabelece como princípio a eliminação do dever do banco comercial de converter depósitos à vista em CBDC por ordem do depositante – o que significa, na prática, uma forma outra forma de racionamento de CBDCs, ainda que distinta daquela a que aludimos acima.

O mesmo *Working Paper* do banco central inglês propõe reduzir ainda mais o escopo de funcionamento das CBDCs ao prescrever a não convertibilidade entre reservas bancárias e CBDCs. Essa distinção, então, implícita, entre CBDCs e reservas bancárias, demonstra uma possibilidade, a saber, a de que CBDCs sirvam apenas como mecanismo alternativo para provisão de mecanismos de liquidação de obrigações para um conjunto expandido de ofertantes de serviços bancários e quase-depósitos – estamos falando aqui, especialmente,

22 KUMHOF, Michael; NOONE,Clare. Central bank digital currencies: design principles and balance sheet implications. 2018. Disponível em: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2018/central-bank-digital-currencies-design- principles-and-balance-sheet-implications.

dos emissores de *stablecoins* – e, ademais, para o uso de CBDCs como lastro em operações de câmbio. São temas que se põem no âmbito das discussões sobre CBDCs de *atacado*, um tópico que aqui deixamos de lado.

Porém, no que toca às CBDCs de varejo, a conclusão inescapável é a de que sua criação traduz *devolução monetária*. O ponto é, aliás, bastante claro quando se examinam as propostas de criação de CBDC na China. Um trabalho recente sobre a CBDC chinesa expõe a questão de forma clara, porque reconhece que a emissão do yuan digital, ainda que realizada sob um formato de CBDC sintética (com banco comercial como intermediário) "terá como efeito inflar o balanço do Banco Central Chinês em detrimento da captação de depósitos das instituições financeiras" [pois mesmo que] "o papel intermediário das instituições financeiras ainda possa existir após o lançamento do *yuan* digital, este papel não seria tão forte quanto antes."[23]

É neste ponto que se pode enxergar a implicação prática mais importante ligada à criação das CBDCs: o esperado aumento do papel do governo na criação monetária, e, portanto, no direcionamento do crédito. É bem verdade que é possível desenhar CBDCs de varejo híbridas em que o Banco Central não tenha ingerência sobre as decisões de alocação de crédito. Também se poderia argumentar que ao longo da história, especialmente da história recente, o Banco Central tem demonstrado capacidade política de resistir a pressões do Tesouro – exceto, é claro, em casos de emergência. E, por fim, também se poderia sustentar – mas este ponto é duvidoso, especialmente no caso chinês – que as CBDCs de varejo sintéticas já disponíveis internacionalmente não contêm esse elemento de direcionamento estatal do crédito.

Mas é preciso ver, por outro lado, que as conjunturas políticas em contextos de alto endividamento tenderão sempre a pôr autonomia de qualquer banco central em xeque. Além disso, as CBDCs sintéticas já lançadas em outros países são ainda projetos em fase inicial, e – este é o ponto decisivo – já representam o passo fundamental para a criação de moeda escritural soberana de varejo. Assim, da mesma forma que nas linhas de Finame cabe ao BNDES estabelecer as condições para o repasse de crédito pelos bancos repassadores, assim também se dará, cedo ou tarde, com a criação da CBDC de varejo híbrida. Esta é, então, nossa consideração fundamental: o final esperado do surgimento de CBDCs de varejo é aquele em que o governo assume responsabilidade crescente pela concessão de empréstimos e passa, paulatinamente, a atuar como fonte regular de financiamento para os bancos e para a economia de modo geral.

O tema, é bom frisar, nem sempre é abordado desse modo na literatura. Em vez disso, a pergunta costuma vir formulada assim: *será que os bancos centrais conseguiriam preencher as lacunas deixadas pelos bancos comerciais no caso de desintermediação promovida pelas CBDCs*? Ou seja, será que os bancos centrais conseguiriam criar moeda soberana em montante suficiente para suprir a redução de moeda privada? Mas este é um falso problema, porque a dificuldade dos governos jamais foi a impossibilidade de pôr moeda em circulação, mas sim o desafio de evitar que o governo o faça em quantidades muito elevadas.[24]

23 Shen; Hou, op. cit., p. 8.

24 Se bem que pode surgir o problema de criação monetária em quantidades insuficientes, porque a oferta de ativos monetários passa a ser uma decisão consciente das autoridades monetárias em resposta à identificação de uma alteração na demanda, portanto, ex-post facto, enquanto, no sistema atual, esses ajustes são espontâneos e simultâneos.

O (falso) problema da reposição de moeda para compensar a redução do multiplicador bancário se transforma, então, na oportunidade para a alocação política de moeda e crédito. Com o surgimento das CBDCs, o governo atacará de frente a fragilidade da moeda privada, eliminando- a (aos poucos, que seja). Desse ponto de vista, as CBDCs de varejo nada mais são do que uma variante baseada em novas tecnologias de ataques anteriores à moeda endógena, como o "Plano de Chicago" ou outras propostas para sistemas bancários estreitos. Mas em vez de ser simplesmente uma ferramenta para lidar com o risco de corridas bancárias, as CBDCs de varejo teriam o efeito prático permitir ao governo aumentar sua capacidade de ter acesso a bens reais sem impor maior tributação no presente.

Não se trata, é claro, de uma novidade. Uma prova disso é a quantidade nada desprezível de títulos públicos que o Banco Central possui em carteira; outra, os níveis de inflação que, sem serem exorbitantes, tampouco são desprezíveis e que, portanto, permitem algum nível de senhoriagem. Porém, à medida que os depositantes passam a armazenar liquidez em moeda pública (ou em moeda privada 100% lastreada), os depósitos à vista caem e a capacidade dos bancos comerciais de criar moeda diminui. O resultado esperado, então, é o aumento da oferta monetária pública não inflacionária.

Exceto pela perda da "automaticidade" na oferta e demanda por ativos monetários, a mudança relevante, como se vê, não é necessariamente quantitativa: é possível conceber uma substituição da moeda privada pela moeda pública sem que isso gere um quadro inflacionário (nem deflacionário). A questão importante é qualitativa, e diz respeito ao poder de alocação de crédito e moeda. Sob o regime de reservas fracionárias, esse poder está com os bancos comerciais. Isso não quer dizer que vivamos num regime de puro *laissez faire* ou que o governo não esteja intimamente envolvido com a criação monetária e a alocação de crédito – seja pela calibragem dos ativos bancários para fins das regras de Basileia, seja pela existência de crédito direcionado, ou seja, ainda, pelo grande peso dos bancos estatais e, *last but not least*, pela doutrina do *too big to fail* que infelizmente se solidificou no mundo inteiro.

Mas os bancos privados possuem, ainda, importância significativa na alocação do crédito, que por eles é feita baseada em critérios de eficiência econômica. Só que isso tenderia a

mudar com a criação bancos estreitos porque, se estes desejam emprestar, só lhes restam duas opções: captar recursos com o banco central com as condições que esse venha a impor, ou tomar emprestado no mercado de capitais. Já não lhes cabe mais criar a moeda privada, endógena, mas sim efetuar um tipo de intermediação que em tudo se assemelha a um mero repasse. O impacto é bastante radical – e não apenas do ponto de vista do modelo de negócio dos bancos comerciais, mas também do ponto de vista de toda a gestão macroeconômica posta em prática pelo governo.

4.2 Ataque à separação entre política fiscal e política monetária

A criação de uma CBDC de varejo tornaria o Banco Central mais forte; disso não há dúvida. Mas haveria um custo: torná-lo politicamente menos independente. Para entender, é preciso ver que a transferência de poder monetário ao Estado que se oportuniza com a criação de CBDCs de varejo tende a comprometer a separação entre política monetária e fiscal. É claro que essa separação nunca é estrita, porque a política monetária sempre tem consequências distributivas. Mas embora essa separação nunca seja estrita – basta pensar na criação monetária recente destinada a financiar as políticas assistenciais de resposta à epidemia de covid-19 –, o princípio orientador é o da separação da política tributária e orçamentária, de um lado, e criação monetária e controle da taxa de juros sobre a dívida pública, de outro.

Ocorre que o governo, ao originar os fundos para essa espécie de *repasse* bancário realizada pelos bancos estreitos, não estará inerte: ao contrário – o que se espera é que intervenha, regule e condicione a destinação dos recursos ao tomador final. É, afinal, o tipo de política costumeiramente descrita como de *repressão financeira*. Potencialmente, o crédito seria alocado em maior medida do que hoje para os tipos de projetos que o processo político considera mais dignos de receber os recursos financeiros (digamos, os objetivos de desenvolvimento sustentável da Organização das Nações Unidas, se quisermos ser generosos). Talvez, teríamos aqui, assim, uma arma para o governo lidar com as mudanças climáticas, com políticas de equidade, de desenvolvimento regional, e com todo o cipoal de políticas públicas, boas ou más, desejáveis, ou nem tanto.

Acontece que a separação entre política monetária e fiscal não é apenas um sonho. Ela decorre de um longo processo histórico que começa com a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) na década de 1940, passa pela criação do Banco Central em 1964, percorre a eliminação da conta movimento já na década de 1980 e, ao fim e ao cabo, é encarnada na Constituição Federal de 1988 e na legislação subsequente. Na Constituição, em particular, essa separação decorre do disposto no art. 164, tanto no § 1º (o Banco Central não pode dar empréstimos ao Tesouro nem a entidade que não seja instituição financeira), quanto no § 2º (o Banco Central pode negociar com títulos do Tesouro para regular a oferta de moeda e a taxa de juros – ou seja, o Banco Central pode realizar política monetária).[25]

25 Constituição Federal, art. 164. "A competência da União para emitir moeda será exercida exclusivamente pelo banco central. § 1º É vedado ao banco central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira. § 2º O banco central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros."

Já na legislação, decorre principalmente da redução dos integrantes do Conselho Monetário Nacional para apenas três membros,[26] mudança que objetivou criar as condições para que o Banco Central pudesse se tornar uma autoridade monetária nos moldes dos seus congêneres estrangeiros. Esse desenho institucional foi construído à base de consensos, sedimentado ao longo de anos e edificado também em outros dispositivos legais. Dentre estes, destaca-se a Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021, que estabeleceu como o "objetivo fundamental" do Banco Central o de "assegurar a estabilidade de preços."[27] É difícil imaginar uma enunciação mais decisiva da ideia de separação entre política monetária e fiscal.

Essa separação, aqui reiteramos o ponto, nunca foi a seara dos purismos. Por um lado, nunca se tratou de uma camisa de força jurídica porque, na prática, sempre restou ao Banco Central comprar títulos de dívida dos bancos, eventualmente financiando o Tesouro de maneira indireta – e nisso o nosso Banco Central em nada se diferencia dos outros bancos centrais. Por outro lado, acostumamo-nos no Brasil a viver sob a ameaça da "dominância fiscal", circunstância em que a fragilidade orçamentária impõe ao Banco Central limites práticos à sua capacidade de elevar juros para lidar com a inflação. Aqui, vemo-nos diante dos limites do desenho institucional e da eficácia das normas jurídica em face das circunstâncias práticas, um tema que nada tem de novo.[28] Situação diferente é aquela que tende a ser gerada com a criação de CBDC de varejo. Não se trata simplesmente de um limite prático à eficácia de um desenho institucional constitucionalmente apropriado, mas de uma nova opção institucional cuja conformidade com a Constituição já seria, então, objeto de dúvida.

Um ponto adicional é que a transferência para o soberano do poder de criação monetária aliada à esperada destinação política de crédito e moeda inevitavelmente gerará uma demanda reprimida por crédito e moeda. Assim, de duas uma: ou reduz-se o crescimento econômico pela via dos bons projetos que deixam de ser financiados; ou florescem novos meios monetários endógenos não bancários, ou seja, floresce o sistema monetário "sombra". O problema, como se vê, não está apenas nas consequências da criação da CBDC de varejo, mas, para brincar com as palavras, nas consequências das consequências, isto é, nos efeitos de segunda e terceira ordem.

5 Conclusão

O surgimento de CBDCs de varejo pavimentaria o caminho para o estreitamento dos bancos comerciais – que progressivamente (ou, talvez, rapidamente) seriam forçados a renunciar à sua capacidade de produzir moeda em resposta a oportunidades lucrativas, com a acomodação das necessidades de liquidez sendo, então, deslocada ao governo. Não nos esqueçamos, ademais, que o Banco Central já realizou uma grande empreitada, e com grande sucesso – a criação do PIX, que contribuiu para o aumento da eficiência no sistema de pagamentos de varejo no Brasil, em atendimento, aliás, ao disposto na Lei Complementar nº 179/2021.[29] Seria o caso, então, de simplesmente rejeitar o advento das

26 Lei nº 9.069/1995, art. 8º.
27 Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021, art. 1º, *caput*.
28 Sobre o tema, ver SALAMA, Bruno Meyerhof. Macroeconomics Analysis of Law Versus Law and Macroeconomics. **Journal of Law and Contemporary Problems**, v. 83, p. 189-190, 2020.
29 Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021, art. 1º, parágrafo único. Art. 1º [...] Parágrafo único. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego.

CBDCs *in totum*? É certo que não, porque, como vimos, resta a opção de criar CBDCs de *atacado*, isto é, CBDCs disponíveis não para os usuários finais, mas para os intermediários financeiros. Nesta seara das infraestruturas do sistema figuram, então, boas alternativas de aprimoramento institucional com uso de novas tecnologias.

References

ALLAIS, Maurice. **Economie et Intérêt**: exposition nouvelle des problèmes fondamentaux, relatifs au rôle économique du taux de l'intérêt et de leurs solutions. Paris: Librairie des Publications Officielles, 1948.

BERENTSEN, Aleksander; SCHÄR, Fabian. The Case for Central Bank Electronic Money and the Non-case for Central Bank Cryptocurrencies. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Second Quarter**, v. 100, n. 2, 2018.

FISHER, Irving. **100% Money**. New York: Adelphi Company, 1935.

FRIEDMAN, Milton. **A Program for Monetary Stability**. The Millar Lectures Number Three. New York City: Fordham University Press, 1959.

JUSTMONEY.ORG. **Central Bank Digital Currency**: the hidden agenda. 2020. Disponível em: https://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/165/.

KAY, John. **Narrow Banking**: The Reform of Banking Regulation. UK: CSFI, 2009.

KOTLIKOFF, Laurence J. **Jimmy Stewart Is Dead**: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking. New York: Wiley, 2011.

KUMHOF, Michael; NOONE,Clare. **Central bank digital currencies**: design principles and balance sheet implications. 2018. Disponível em: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2018/central-bank-digital-currencies-design-principles-and-balance-sheet-implications.

LITAN Robert E. **What Should Banks Do?** Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1987. A proposta é repetida posteriormente. Cf. WILMARTH, Arthur. **The Changing Landscape of Global Financial Governance and the Role of Soft Law**. Boston: 2015, p. 160-161.

SALAMA, Bruno Meyerhof. Macroeconomics Analysis of Law Versus Law and Macroeconomics. **Journal of Law and Contemporary Problems**, v. 83, p. 189-190, 2020.

SALAMA Bruno Meyerhof; BRAGA, Vicente. The Case for Private Administration of Deposit Guarantee Schemes. **Journal of Banking Regulation**, v. 25, dez. 2021.

SALAMA, Bruno Meyerhof; PRATES, Marcelo Madureira. Moeda Digital de Banco Central: casos e conceito. In: GOMES, Daniel de Paiva; GOMES, Eduardo de Paiva; CONRADO, Paulo Cesar (org.). **Criptoativos, Tokenização, Blockchain e Metaverso**: Aspectos filosóficos, tecnológicos, jurídicos e econômicos. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2022.

SHEN, Wei; HOU, Liyang. China's central bank digital currency and its impacts on monetary policy and payment competition: Game changer or regulatory toolkit? **Computer Law & Security Review**, v. 41, jul. 2021.

SCHUMPETER, Joseph A. **History of Economic Analysis**. Routledge, 2006.

ZELMANOVITZ, Leonidas; SALAMA, Bruno Meyerhof. Central Bank Digital Currency and the Agenda of Monetary Devolution. In: BODELLINI, Marco; GIMIGLIANO, Gabriella, SINGH, Dalvinder (eds.). **Commercial Banking in Transition**. [s.l]: American Publisher Palgrave Springer, 2023. Disponível em: https://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/168/.

ZELMANOVITZ, Leonidas. Desigining Capitalis. **Law & Liberty**, 8 set. 2015. Disponível em: https://lawliberty.org/book-review/designing-capitalism/.