



Pandemia, emissão de moeda e dívida pública no Brasil: uma contribuição para o debate

Pedro Paulo Zahluth Bastos*

• Resumo

- A pandemia provocou um consenso quanto à necessidade de déficit público para combater a crise econômica e de saúde pública, mas não quanto ao recurso à dívida pública e/ou emissão monetária.
- O debate brasileiro tem semelhanças com a controvérsia internacional, há alguns anos, a respeito do financiamento de transferências para os cidadãos através de emissão monetária (“dinheiro de helicóptero”). O argumento favorável é que a “facilitação quantitativa para o povo” tem impacto anticíclico e efeitos distributivos positivos, e menor custo fiscal do que a emissão de dívida pública.
- Depois de apresentar os argumentos favoráveis e desfavoráveis no debate brasileiro, a nota defende o recurso à emissão monetária com argumentos teóricos e dados empíricos. A nota não sugere que a dívida pública não venha a crescer como resultado do déficit público, pois considera o endividamento inevitável.
- Contudo, como a demanda por papel-moeda em poder do público não é fixa, muito menos no Brasil em meio a uma crise, nem todo o déficit público (sobretudo quando materializado em transferências monetárias para cidadãos vulneráveis) se transforma em dívida pública (através de operações compromissadas). Ademais, há opções sem custo fiscal para enxugar a liquidez excedente criada pelo déficit.
- Autorizar o Banco Central a emitir em favor do governo quebra um tabu ideológico inscrito no Artigo 164 § 1º da Constituição Federal e permite associar o financiamento monetário do déficit público com o “dinheiro de helicóptero”, ou seja, transferências monetárias para cidadãos.

Pandemia, moeda e dívida: o que está em debate?

A crise provocada pela pandemia provocou um consenso raro entre os economistas brasileiros: quase todos admitem que o governo deve gastar mais do que arrecada, ou seja, ter déficit público para combater a crise econômica e de saúde pública. Mesmo aqueles que por anos alegaram que “o dinheiro acabou” e que a economia podia se recuperar sem gasto público deficitário subitamente mudaram de posição.

O consenso desaparece quanto ao modo de financiar o déficit a curto prazo, para não falar do longo prazo. Enquanto alguns aceitam a emissão de dívida pública, mas defendem também a emissão monetária, outros alegam que a emissão monetária – a compra de emissões primárias de títulos públicos pelo Banco Central - deve ser descartada porque, se fizer diferença, é para pior, porque vai virar dívida pública de qualquer modo através das operações compromissadas, um mecanismo que explicarei em breve.¹

Vou defender que emitir moeda para financiar o gasto deficitário faz diferença para melhor, pois a demanda por papel moeda em poder do público (PMPP) não é fixa. Embora o papel-moeda seja um passivo do governo, é um passivo com custo desprezível (ou negativo, em caso de inflação). Os dados disponíveis até o final de maio de 2020 mostram que a demanda por PMPP aumentou depois que o governo passou a gastar recursos da Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN), por motivos a serem discutidos adiante. No entanto, os dados indicam que também há limites para o crescimento do PMPP.

* Professor Associado do Instituto de Economia da UNICAMP. O texto é uma versão mais complexa, longa e com dados atualizados até o final de maio de um artigo de divulgação científica publicado no site da Carta Maior em 18 de maio de 2020: Bastos (2020b).

¹ Os autores desfavoráveis à emissão serão discutidos em breve. Para autores favoráveis, ver por exemplo Bastos (2020a), Bastos & Belluzzo (2020a), Bolle, M. et al (2020), Bresser-Pereira (2020), Marconi (2020), Resende (2020) e Resende & Terra (2020).

Disto resulta que, a depender do montante, parte significativa da expansão da liquidez gerada pelo déficit público tende a se transformar em dívida pública através de operações compromissadas.

De todo modo, cabe discutir se a parte do poder de compra criado pelo déficit público que se tornar reserva bancária pode ser absorvida com custo fiscal menor do que com lançamento de títulos da dívida pública, através de depósitos compulsórios e, principalmente, outras formas de gestão das reservas bancárias propostas recentemente no debate internacional. Logo, não devemos aceitar a priori tabus inscritos na Constituição de 1988 para forçar o governo a gastar apenas se obtiver recursos através de impostos ou dívida.

Para que se entenda a controvérsia, é preciso saber que o Banco Central do Brasil (BCB) faz política monetária fixando uma meta para a taxa de juros primária ou básica, a taxa do SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia). Esta taxa é estipulada em termos de um ano, e serve para calcular o custo do empréstimo por um dia (*overnight*) de reservas bancárias. Os bancos mantêm um encaixe técnico nas agências (fora do Banco Central) para atender a demandas de saque pelos clientes, e reservas bancárias em contas no Banco Central para cobrir compensação de cheques e ordens de transferência eletrônica.

Reservas excedentes podem ser emprestadas para outros bancos no chamado mercado interbancário. É a taxa de juros dos empréstimos interbancários que o BCB busca influenciar ao definir a taxa SELIC. A cada dia, alguns bancos têm entradas (saídas) maiores que as saídas (entradas) de recursos como resultado de suas decisões de empréstimo e das decisões de seus correntistas de gastar depósitos em favor de terceiros, com saques de papel-moeda ou transferências financeiras. As posições superavitárias e deficitárias podem ser liquidadas com empréstimos interbancários.

Um excesso de reservas bancárias tende a reduzir as taxas de juros dos empréstimos interbancários para baixo da meta da taxa SELIC. O Banco Central evita isto ao tomar emprestado reservas bancárias através de Operações Compromissadas, chamadas assim porque os bancos recebem do BCB, em troca, títulos públicos com um compromisso de revenda (concomitante ao compromisso de recompra pelo vendedor, o BCB) por um prazo que varia entre 1 a 210 dias.²

As operações compromissadas têm uma taxa de juros ligeiramente menor do que a SELIC quando um banco comercial deposita reservas no BCB, e uma taxa de juros ligeiramente maior quando um banco entrega títulos para o BCB em troca de reservas. Os juros dos empréstimos interbancários oscilam entre o piso e o teto definido pelo BCB, tendendo ao centro que é a meta do SELIC.³

A meta de taxa de juros SELIC é a principal decisão de política monetária, já que o BCB procura controlar a inflação ao afetar a decisão bancária de oferta de crédito (quantidade e preço) ao definir a taxa básica. A suposição teórica é que a elevação (redução) da inflação resulta do excesso de ocupação (desocupação) da capacidade produtiva da economia (o chamado produto potencial). Assim, a elevação (redução) dos juros básicos busca conter (estimular) a demanda para desocupar (ocupar) a

² As operações mais comuns são as diárias, mas o maior estoque em valor é das operações com o prazo de duas semanas a três meses (especialmente as de 45 dias entre as reuniões do Copom), tendo menor volume as operações entre 90 e 210 dias. Vários tipos de títulos públicos podem ser usados nestas operações, cuja rentabilidade tende a ser prefixada à taxa SELIC, aproximando-se das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), títulos de rentabilidade pós-fixada definida pela taxa SELIC. Enquanto os juros das LFT são “pós-fixados”, ou seja, podem variar de acordo com as decisões do COPOM, os juros das operações compromissadas tendem a ser prefixados de acordo com a taxa da SELIC vigente no momento da operação. Outros títulos públicos são pós-fixados como a LFT, mas de acordo com outros índices de atualização, como as Notas do Tesouro Nacional (NTN) indexadas ao IPCA, IGP-M, Dólar e TR. Para detalhes sobre as operações, ver Berger (2015) e Bonfim (2017).

³ No último relatório de Mercado Aberto divulgado pelo BCB, em 27 de maio de 2020, referente às operações de abril de 2020, as operações compromissadas no *overnight* tomaram recursos com taxas que oscilaram entre 3,55% e 3,65%, enquanto a SELIC estava fixada à taxa de 3,75%. Uma única e pequena operação doadora de reserva foi feita com a taxa de 3,75% em 28/04, ou seja, o teto foi o próprio centro da meta. Ver <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fhtms%2Ffinfecon%2Fdemab%2Fma202004%2Findex.asp>.

capacidade e influenciar as expectativas de inflação. A taxa de juros também pode influenciar a taxa de câmbio e, através do custo das importações e do passivo externo das empresas, a inflação.⁴

Qual o principal mecanismo de transmissão dos juros básicos para o crédito bancário? Ora, ao emprestar dinheiro, os bancos ganham por causa da diferença (spread) entre o custo de contratação de passivos bancários (e eventualmente o custo de captação de reservas bancárias, que é a SELIC) e a taxa de juros cobrada nos empréstimos. É claro que ganham ainda mais quando captam recursos a custo zero com depósitos à vista não remunerados. De todo modo, quando o banco central aumenta a taxa básica, o objetivo é desincentivar a oferta de crédito, pois os bancos que emprestem demais podem precisar de reservas no final do dia, arcando com um custo maior no curto prazo. Como, em seguida, os juros para quem toma empréstimos nos bancos também tende a aumentar, outra ideia do banco central é desincentivar a demanda de crédito (se tomadores reagirem negativamente aos juros mais elevados). Já quando o banco central reduz a meta SELIC, ele quer o contrário, ou seja, incentivar a oferta e a demanda de crédito.

Entendido isto, é possível compreender melhor a controvérsia sobre emissão de dívida pública ou emissão monetária para financiar o déficit público, que repete alguns anos depois uma controvérsia internacional semelhante.

O debate internacional sobre “dinheiro de helicóptero”

O debate internacional ocorreu quando, depois da crise financeira global de 2008-9, vários economistas rediscutiram a proposta feita para combater a depressão japonesa pelo presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, quando ainda era professor de Princeton em 1999: emitir moeda para financiar transferências para os cidadãos japoneses, não necessariamente através de um corte de impostos (Bernanke 1999, p. 21-2). Assim, Bernanke conferia conteúdo prático à metáfora do “dinheiro de helicóptero”, sugerida por Milton Friedman (1969, p. 4-5) ao cogitar sobre a transferência direta de dinheiro emitido pelo banco central para os cidadãos. Já como diretor do FED, Bernanke reelaboraria a proposta (Bernanke 2002), abordada também por Eric Lonergan (2002) e William Buiter (2003). Em dezembro de 2008, Lonergan (2008) reiteraria a proposta em artigo no Financial Times, recebendo em seguida o endosso do colunista Martin Wolf (2008).

Bernanke enfatizou que o papel moeda tem custo fiscal desprezível se comparado com a dívida pública e que não seria convertido (pelo menos inteiramente) em reservas bancárias ou poupanças, mas gasto pelos cidadãos. Caso estimulasse o gasto a ponto de gerar inclusive alguma inflação, isso não seria um fracasso, mas um sucesso: a emissão monetária seria bem sucedida em superar a recessão e a deflação, o que reduziria ainda mais o custo fiscal (pelo chamado imposto inflacionário e pela elevação da arrecadação fiscal). Lonergan procurou enfatizar o efeito de desconcentração da distribuição de renda inerente às transferências monetárias para cidadãos, principalmente se comparadas à dívida pública ou à facilitação quantitativa, ou seja, a emissão para comprar ativos financeiros nos bancos privados ou nos mercados secundários (ver também Lonergan & Blyth, 2014).

Em suma, o argumento favorável é que a demanda por papel moeda em poder do público (PMPP) não é fixa e, portanto, a emissão monetária não vai se transformar inteiramente em reservas bancárias nem ser poupada “debaixo do colchão”. Ao aumentar a renda dos cidadãos, a transferência governamental tende a estimular a demanda agregada, a arrecadação de impostos e os preços, além de desconcentrar a distribuição de renda. O impacto favorável sobre o PIB e a relação dívida pública/PIB tende a ser tanto maior quanto menor a renda prévia dos cidadãos que receberem a transferência governamental (tendo maior a propensão a consumir), e quanto maior a tendência em usar papel-moeda ao invés de reservas bancárias. Mesmo que o uso de cheques e transferências bancárias seja mais

⁴ No Relatório de Inflação publicado pelo BCB em junho de 1999 para explicar o funcionamento do regime de metas de inflação, são explicados mecanismos de transmissão além do crédito, como as expectativas de inflação, o preço dos ativos e a taxa de câmbio, como é praxe na bibliografia: BCB (1999, pp. 89-91).

comum do que no Brasil, contudo, o crescimento da renda agregada e da circulação de moeda escritural (troca de titularidade de depósitos) pode estimular os bancos a expandir o crédito e diminuir as reservas bancárias excedentes.

A reação do sistema político variou no mundo, mas em geral sem efeitos práticos. Na União Europeia, 18 deputados do Parlamento Europeu assinaram uma carta propondo (sem sucesso) a emissão monetária destinada aos cidadãos em 2016 (Jourdan, 2016). O presidente do Banco Central Europeu (BCE), Mario Draghi (2016), afirmou que “o dinheiro de helicóptero é um conceito muito interessante”, enquanto o economista-chefe do BCE, Peter Praet (2016), opinou “que todos os Banco Centrais podem fazer. Emitir dinheiro e distribuir para o povo”, sem que o BCE caminhasse nesta direção.

Contrariamente à emissão monetária para os cidadãos, o presidente do Banco Central da Índia, Raghuram Rajan, considerou que os agentes econômicos provavelmente poupariam as transferências monetárias recebidas (Rao & Strohecker 2016), um argumento não repetido no Brasil, ao contrário dos outros dois.

O segundo argumento contrário é que a oferta de moeda elevaria as reservas bancárias, induzindo o banco central a lançar títulos públicos para evitar a redução de juros nos empréstimos interbancários, como descrito anteriormente. Ao fim e ao cabo, não haveria como evitar o crescimento da dívida pública na mesma proporção (Borio et al, 2016).

O terceiro argumento é a hipótese catastrófica de que transferências monetárias para os cidadãos acabariam provocando total desconfiança quanto à moeda e sua substituição por moedas estrangeiras ou ouro (Koo 2016). Defendida pelo economista chefe da Nomura, Richard Koo, afirma não ser preciso recorrer à emissão monetária, pois só haveria limites para o endividamento público em condições normais nas quais a competição por “poupanças” reais (“fundos emprestáveis escassos”) elevaria taxas de juros e produziria crise fiscal, forçando a austeridade. Na situação de excesso de poupança e taxas de juros negativas, o déficit público poderia aumentar sem gerar crise fiscal.⁵

A eclosão da pandemia reacendeu o debate (Jourdan, 2020; Sandbu, 2020) e terminou de empurrar a taxa básica de juros nos países desenvolvidos para o terreno negativo (real ou nominalmente). O que é mais importante ainda, a pandemia levou o primeiro grande banco central, o Banco da Inglaterra, a iniciar o financiamento monetário do déficit público (Giles & Georgiadis, 2020). Ora, o contexto global certamente influenciou o debate brasileiro, embora esse não citasse o debate internacional alguns anos antes.

As objeções à emissão monetária não consideram variáveis importantes

No debate brasileiro, as três principais posições contrárias à emissão monetária são as seguintes:

- 1) A emissão só faz diferença (em relação à dívida pública) se reduzir taxas de juros, e apenas *caso* o Banco Central do Brasil (BCB) abandone a meta de taxa de juros SELIC que é o instrumento principal da política monetária, principalmente em um regime de metas de inflação (RMI). O debate deve se deslocar, portanto, para a questão sobre se é válido descartar o regime de metas. Esta é a posição de Samuel Pessôa (2020), que alega que o mesmo efeito pretendido pela emissão monetária poderia ser produzido com uma simples

⁵ Koo opina pela existência de uma recessão provocada por desequilíbrio patrimonial e excesso de dívidas, mas sua conclusão é próxima da hipótese mais comum de estagnação secular. Para uma crítica teórica, ver Bastos & Belluzzo (2020b), e para uma crítica da noção de limite para a dívida soberana em moeda local, ver Bastos (2016).

redução da taxa de juros mantido o RMI, e de José Oreiro (2020), a favor da suspensão do RMI.⁶

2) O mesmo argumento acima, com a diferença de que se aposta que o BCB *não vai* abandonar a meta de taxa de juros SELIC (nem mudar a meta para baixo, reduzindo a SELIC) em resposta à emissão monetária. O ex-ministro Nelson Barbosa (2020a) defendeu a posição segundo a qual o BCB enxugaria o excesso de reservas bancárias (gerado pela emissão monetária) com operações compromissadas nas quais troca títulos públicos pelas reservas bancárias excedentes, como descrito acima e defendido no debate internacional por Borio et al. (2016). Logo, a emissão teria o mesmo custo fiscal e, portanto, não faria diferença em relação à dívida pública, mas só geraria confusão.⁷

3) A emissão monetária faria diferença sim, mas para pior, pois colocaria a perder décadas de reconstrução da credibilidade quanto à defesa do valor da moeda (combate à inflação), a responsabilidade fiscal e a independência do BCB (ao jogar juros SELIC a zero). Isso geraria desconfiança quanto à moeda e sua substituição por moedas estrangeiras, com grande fuga de capitais. Esta é a hipótese de Marcos Mendes (2020), semelhante à de Koo (2016) no debate internacional.

Vou discutir dois problemas das duas primeiras posições. Economicamente, as críticas ignoram o impacto favorável da emissão monetária sobre os custos de financiamento do Tesouro. Também desconsideram opções sem custo fiscal para enxugar a liquidez excedente criada pela emissão. Ademais, a emissão quebra tabus ideológicos que Mendes parece querer manter. No que se segue, abordo apenas a emissão monetária para compra de títulos públicos novos, ou seja, não vou discutir o impacto positivo da chamada “facilitação quantitativa” – a compra de títulos públicos pelo BCB no mercado secundário – sobre a redução do custo fiscal da dívida pública, a diminuição de juros de longo prazo e a contenção de perdas de capital.

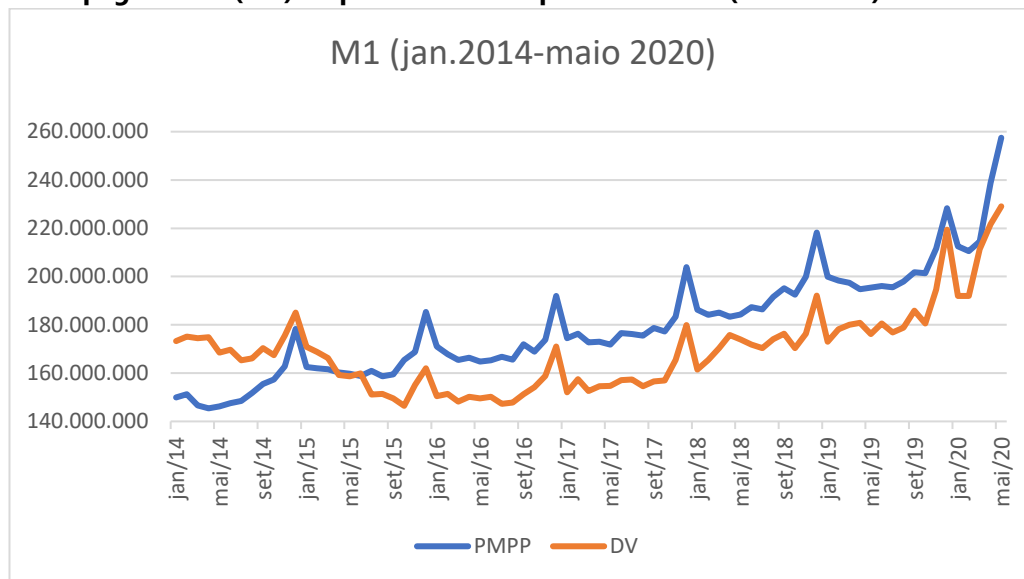
As duas primeiras posições supõem que tanto a moeda quanto o título de dívida pública têm o mesmo custo fiscal, mas isso não é verdade nem a curto nem a longo prazo. A curto prazo, a questão é que a base monetária criada pela emissão será parcialmente retida como papel moeda em poder do público (PMPP) e como encaixe técnico dos bancos, sem necessariamente se transformar em reserva bancária, como suposto por Samuel Pessôa, Nelson Barbosa e, depois, Oreiro (2020) e Serrano (2020). Quando não se transforma em reserva bancária, não pode se transformar em operação compromissada e, portanto, não tem custo fiscal.

Isto faz uma diferença significativa, pois dos dois componentes dos meios de pagamento restritos (M1), o PMPP é *sistematicamente* maior do que os depósitos à vista (DV). O gráfico a seguir mostra o comportamento desde 2014 denotando uma nova relação, com relativa estabilidade, entre PMPP e DV desde o último trimestre de 2015 até 2020.

⁶ Embora defendam a autorização do financiamento monetário do déficit público, Bastos & Belluzzo (2020a) propuseram também “dar liquidez ao mercado financeiro reduzindo fortemente a taxa de juros básica, o que teria também o efeito benéfico de reduzir o custo financeiro da dívida pública (inclusive operações compromissadas).”

⁷ Nas palavras de Serrano (2020): “Outro problema é a ideia confusa de que o Banco Central deve passar a ‘imprimir dinheiro’... Mas, ao contrário do que muitos pensam, tal mudança por si só não faria muita diferença... Não faz a menor diferença em termos macroeconômicos.”

Meios de pagamento (M1): Papel-Moeda e Depósitos à Vista (2014-2020) em bilhões (R\$)



Fonte: BCB - Sistema Gerenciador de Séries Temporais

Com maior refinamento do que Pessôa e Barbosa, Pimentel & Martins (2020) também criticam a emissão monetária usando a cláusula *ceteris paribus*, ou seja, supondo que tudo o mais fica constante depois da emissão monetária. O problema é que a cláusula leva a conclusões enganosas, pois no fundo supõe estabilidade da demanda *absoluta* por papel moeda. Neste caso irrealista, o aumento da base monetária tenderia a ser inteiramente transformado em reservas bancárias excedentes, levando em seguida ao aumento da dívida pública através de operações compromissadas. O problema é que, como vimos, os dados históricos não mostram estabilidade da demanda *absoluta* por papel moeda, e sim uma relativa estabilidade *da proporção* entre papel moeda e depósitos à vista pelo menos desde 2015. Entre maio de 2014 e maio de 2020, o PMPP não ficou constante e sim cresceu 76%, ou R\$ 111 bilhões.

Ademais, assim como na crise iniciada em 2015, recentemente a participação do PMPP aumentou ao invés de diminuir. Em março de 2020, o PMPP totalizava R\$ 214 bilhões, enquanto os depósitos à vista somavam R\$ 211 bilhões. Em maio, o PMPP cresceu para R\$ 257,5 bilhões, enquanto os depósitos à vista apenas para R\$ 229 bilhões. Isto é, nada menos do que 71% do aumento de M1 se concentrou em PMPP. Ademais, a demanda por papel moeda cresceu além da oferta, levando o BCB a aumentar o papel-moeda emitido (PME) em maio diante de reclamações de escassez.⁸ Se a oferta adequada estivesse disponível mais rapidamente, é possível que o PMPP tivesse aumentado até mais no período. Como explicar isso?

Uma hipótese verossímil é que o aumento do desemprego e da informalidade tende a ampliar a demanda relativa por PMPP, à medida que o número de trabalhadores e empresas “desbancarizados” tende a crescer nas crises. Isso pode ajudar a explicar também o aumento da proporção do PMPP em 2015. Hoje em dia, com juros baixos e uma parcela crescente de trabalhadores desempregados ou informais, e de empresas à beira da falência, é pouco provável que haja uma corrida para usar mais cheques e transferências financeiras, mesmo que não se pagasse tarifas bancárias por isso.

Quando o gasto público se direciona para sustentar a renda de trabalhadores informais e desempregados, portanto, é menos provável que seja retido como depósito à vista. A hipótese vai na direção das pesquisas realizadas pelo Banco Central para avaliar o uso de papel-moeda e outras formas de pagamento (BCB, 2018). Elas atestam que o papel-moeda continua sendo, de longe, a forma de pagamento mais popular no Brasil, seja entre consumidores, seja entre comerciantes, mesmo em

⁸ Tomazelli, 2020. Naturalmente, a emissão monetária discutida no texto não deve ser confundida com a mera impressão de cédulas.

idades acima de 100 mil habitantes (o campo da pesquisa). É provável que seja ainda mais popular em cidades menores. Ademais, as pesquisas do BC mostram que quanto menor o valor unitário gasto, maior é o uso de papel moeda. As filas para saque do auxílio emergencial apontam na mesma direção.⁹

Embora menos relevante do que o PMPP, também não é desprezível a demanda de encaixe técnico nos bancos (papel moeda nas agências). Assim como o aumento da demanda por PMPP induz o aumento do PME e da base monetária, o aumento dos depósitos à vista induz o aumento do encaixe técnico (para atender a demandas de saques) e das reservas bancárias desejadas (para atender a demandas de cheques e transferências).¹⁰ Neste sentido, a tabela seguinte apresenta os dados de base monetária e M1 de janeiro a maio de 2020, assim como a relação entre encaixe técnico (ET) e reservas bancárias (RB), de um lado, e depósitos à vista (DV), de outro.

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Base Monetária	317 959	303 197	307 560	336 684	368 063
PME	257 445	259 345	259 536	291 215	315 118
RB	60 515	43 853	48 024	45 469	52 945
PMPP	212 569	210 556	214 491	238 723	257 476
ET	44 876	48 788	45 045	52 492	57 641
DV	191 982	192 003	211 293	221 678	229 065
ET/DV	0,23	0,25	0,21	0,24	0,25
ET+RB/DV	0,55	0,48	0,44	0,44	0,48

Fonte: BCB. Elaboração própria (<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/indicadoresselecionados>.)

Os dados empíricos e o argumento teórico neste texto não querem dizer que todo o aumento do déficit público (despesas líquidas da Conta do Tesouro Nacional) possa ser retido como PMPP, encaixe técnico ou reservas bancárias desejadas, sem custo fiscal associado ao controle da liquidez indesejada. Os dados dos fatores condicionantes da base monetária entre março e maio de 2020, apresentados na tabela a seguir, refutam esta hipótese extrema. Quer-se dizer apenas que, como a demanda por PMPP não é fixa, nem todo o déficit público (sobretudo quando materializado em transferências monetárias para cidadãos vulneráveis) se transforma em reserva bancária excedente, ou melhor, operação compromissada com custo fiscal. A depender do perfil e do montante do déficit público, uma parte importante tende a ser retida como PMPP e encaixe técnico (ou seja, como PME) sem custo fiscal e, se os depósitos à vista aumentarem, como reserva bancária desejada. Como o debate diz respeito sobretudo à emissão monetária para os cidadãos, e como no Brasil tanto eles quanto o comércio têm mais demanda por PMPP do que grandes empresas, o resultado é relevante e deve ser objeto de mais pesquisas.

⁹ A estimativa é que 70% dos beneficiários do Bolsa Família não tem conta bancária, o que pode ser uma proxy (supestimada) do caso para o auxílio emergencial (Tomazelli, 2020).

¹⁰ A suposição teórica é que a oferta de papel-moeda e de meios de pagamentos (moeda escritural) é puxada pela demanda, ainda que os bancos possam atendê-la em diferentes graus em razão da preferência pela liquidez e da avaliação do crédito dos tomadores. Neste sentido, não há um “multiplicador monetário” e sim um “divisor do crédito” (Lavoie, 2004, p. 55). Como os economistas pós-keynesianos vêm afirmando muito antes de o argumento tornar-se moeda corrente no debate acadêmico, os bancos centrais operam fixando a taxa básica de juros e não a oferta de moeda. Ver em especial a boa síntese de Lavoie (2014, cap. 4) e, para a política monetária, Bindseil (2014). Em português, o manual pioneiro supondo oferta de moeda endógena é de Fernando Nogueira da Costa (1999).

Fatores condicionantes da base monetária											
Fluxos acumulados no mês											
R\$ milhões											
Período	Conta do Tesouro Nacional	Operações com títulos públicos federais			Operações do setor externo	Operações de redesconto do Banco Central e LTEL	Depósitos de instituições financeiras	Operações com derivativos – ajustes	Outras contas	Variação da base monetária	
		Mercado primário	Mercado secundário	Saldo							
2020	Mar	11 994	124 900	-177 800	-52.901	-90 992	-7	108 865	31259	-3 856	4 363
	Abr	103 172	85 493	-98 326	-12.833	-38 449	1407	-29 122	8340	-3 392	29 124
	Mai	108 217	-69 955	-19 489	-89.444	14 481	20580	-17 683	-3538	-1 235	31 379

Fonte: BCB. Elaboração própria (<https://www.bcb.gov.br/content/indeco/indicadoresselecionados/ie-04.xlsx>)

Em suma, como uma parte importante da expansão da base monetária não vai virar operação compromissada com custo fiscal, a objeção principal ao financiamento monetário do déficit público em geral, e à emissão monetária para os cidadãos em particular, não se sustenta. É claro que é possível que o saldo das aplicações de curto prazo oferecidas pelos bancos para agentes de maior renda aumente, a despeito das baixas taxas de juros, como resultado do aumento da renda privada gerada pelo gasto público deficitário, embora o montante represente provavelmente uma proporção pequena do déficit público. A partir desse saldo, como a preferência pela liquidez ou a aversão ao risco dos bancos pode permanecer elevada por causa da crise, as reservas bancárias excedentes podem crescer, embora seu crescimento seja menor do que o aumento eventual do saldo das aplicações de curto prazo. No entanto, como veremos, se em seguida a política anticíclica tiver êxito e contribuir para a recuperação da economia, a redução da preferência pela liquidez dos agentes econômicos e dos bancos pode ter o efeito inverso sobre as reservas bancárias excedentes, diminuindo o saldo das compromissadas.

De todo modo, o segundo problema da objeção à emissão monetária é que desconsidera opções sem custo fiscal para enxugar a liquidez excedente criada pela emissão. No debate internacional sobre a questão, economistas do BIS notaram que o Estado pode alterar o custo fiscal das reservas bancárias ao modificar a relação entre reservas livres e compulsórias não remuneradas (Borio et al., 2016). De fato, foi exatamente isto que o BCB fez em março, mas com o resultado oposto. O banco central liberou recolhimentos compulsórios no valor de R\$ 108,1 bilhões, mas compromissadas do BCB aumentaram R\$ 181,8 bilhões em relação a fevereiro, pulando de 13,9% do PIB para 16,3%.

O objetivo do BCB foi aumentar a liquidez bancária em meio à crise global, mas ao invés de induzir os bancos a ampliarem o crédito às empresas e famílias, isto reforçou a expansão do saldo das operações compromissadas à medida que as reservas bancárias excedentes cresceram, dado o aumento da preferência pela liquidez ou a aversão ao risco dos bancos. O empoçamento de liquidez nos bancos é mais um motivo por que, como sugeria Keynes, a expansão de liquidez deveria ser canalizada através do gasto público (e, no Brasil, bancos públicos). Como se diz, pode-se levar um cavalo para beber água, mas não se pode forçá-lo a beber.

O ponto é que a operação reversa pode ocorrer quando o banco central resolver aumentar os depósitos compulsórios não remunerados, reduzindo o custo fiscal das operações compromissadas. No Brasil, contudo, a proposta aventada pelos economistas do BIS é de pouca efetividade, pois apenas os depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista não são remunerados, representando um volume muito pequeno do total. No entanto, esquemas mais complexos para reduzir o custo fiscal da política monetária já foram propostos. Ao debater a questão, Ben Bernanke (2016) sugeriu que as reservas poderiam ser remuneradas, mas que o custo fiscal poderia ser recuperado através de um imposto compensatório sobre os bancos tendo outro fato gerador que não as reservas bancárias. Preocupado com o caso brasileiro, o economista-chefe para a América Latina da Standard & Poor, Joaquin Cottani, propôs a “conversão em reservas de liquidez mínimas remuneradas à taxa inferior àquela do mercado parte do estoque de repôs (compromissadas) que hoje fazem os bancos com o BCB” (Cottani 2015).

Ambas as propostas têm um componente fiscal evidente, mas a senhoriação contemporânea, ou a soberania monetária, está mesmo associada ao poder soberano de impor moeda de curso legal e

impostos nela denominados (Wray, 2000). Assim, taxar os ganhos de “senhoriagem” apropriados pelo sistema bancário privado como depositário de liquidez é plenamente justificável para transferir estes ganhos de volta para o poder público.

De todo modo, a redução da preferência pela liquidez quando a economia se recupera tende a ter o efeito inverso sobre as reservas bancárias excedentes, reduzindo o saldo das operações compromissadas. Reformulando um argumento de Bernanke (2016), os economistas do BIS ressaltaram que “é possível que a demanda por reservas cresça com o tempo até que as reservas excedentes sejam eliminadas” (Borio et al., 2016). Melhorando seu argumento, a questão é que o custo fiscal indireto trazido pela emissão monetária deve ser comparado *dinamicamente* (e não apenas estaticamente) com a emissão de títulos públicos. Na proporção em que a economia volte a crescer e que o crédito bancário se expanda, a relação compromissadas/PIB tende a cair à medida que a relação crédito novo/PIB aumente, ou seja, conforme a preferência pela liquidez dos bancos diminua.

Tudo o mais constante, a aceleração da taxa de crescimento do PIB reduz a relação dívida pública/PIB, mas, comparativamente, conforme Bernanke, pode *simplesmente eliminar* parte das reservas bancárias excedentes que são a contrapartida das operações compromissadas com o banco central. Ou seja, o saldo das compromissadas pode diminuir ao longo do tempo sem que se incorra nos mesmos custos da amortização (pagamento) de um título público lançado no mercado, pois o banco central simplesmente devolve a reserva bancária em troca do título “compromissado”, emitindo moeda novamente, sem gastar recursos do Tesouro. Comparativamente, o prazo longo de LFTs ou de NTNs lançadas no mercado resulta em custo fiscal pelo tempo inteiro até a amortização (ou rolagem) do título.

Quebrando tabus com o dinheiro de helicóptero

Finalmente, há um benefício político e ideológico em recorrer à emissão, que é simétrico à objeção de Marcos Mendes. Mendes parece supor que o aumento da oferta de moeda vai inevitavelmente provocar inflação. Não se sabe exatamente por que, mas Mendes parece imaginar que o excesso de reservas bancárias vai jogar a taxa SELIC a zero, pressionar a capacidade produtiva ociosa e provocar fuga de capitais.

Se estivesse em questão, jogar a SELIC para zero poderia realmente induzir fuga de capitais e desvalorização cambial ao eliminar o diferencial de rentabilidade em títulos financeiros denominados em reais ou em dólares. Não é prudente propor isto, nem elevar desesperadamente os juros para tentar reverter a fuga para a qualidade em dólares às custas da estabilidade financeira interna.

De todo modo, se a oferta de moeda provocar mesmo um aumento excessivo do crédito no futuro, basta elevar juros ou os depósitos compulsórios para enxugar reservas bancárias sem custo fiscal se e quando o problema surgir. Para alguém que passou a admitir, ainda que a contragosto, o gasto deficitário, para ser coerente Mendes deveria defender a emissão monetária para financiar o déficit agora se quiser limitar o aumento da relação dívida pública/PIB para não forçar mais austeridade depois. Talvez ele não queira ser coerente.

O problema para Mendes e outros do mantra “o dinheiro acabou” é que as regras limitantes para o gasto público e a política monetária defendidas pelo neoliberalismo estão ruindo para qualquer observador atento do debate internacional entre os economistas, como um liberal mais cosmopolita como André Lara Resende (2020) notou recentemente.

A justificativa era que, ao invés de gastar, o governo deveria apenas se preocupar em garantir estabilidade de preços e credibilidade da trajetória da dívida pública porque o mercado faria o resto, assegurando crescimento estável. Politicamente, a função das velhas regras neoliberais é evidente: proteger credores e portadores de riqueza financeira contra o suposto populismo do gasto social para os “preguiçosos” e contra o “racionalismo” dos que planejam investimentos para desenvolver a

estrutura produtiva do país (Bastos, 2015). E assegurar que o governo possa gastar apenas se obtiver recursos através de impostos ou dívida.

A preferência política dos credores da dívida pública virou tabu inscrito no Artigo 164 § 1º da Constituição Federal, que proíbe o Banco Central de financiar diretamente o gasto público através da compra de emissões primárias de títulos públicos. Os credores, sobretudo aqueles da parcela mais rica entre os brasileiros, preferem que o governo gaste se endividando com eles com a taxa de juros mais alta possível, proibindo a emissão. Ao mesmo tempo, vetam politicamente impostos progressivos. Quando a dívida pública aumenta, a pressão política dos credores se exerce sempre para que o governo corte gastos para mitigar seu próprio medo de calote.

Em suma, detentores de riqueza geralmente alegam que impostos progressivos prejudicam a economia como um todo, e sempre preferem emprestar ao governo com juros elevados a pagar impostos. Podemos rediscutir a questão dos impostos progressivos em breve, mas já ajuda quebrar um outro tabu desde logo.

De fato, ao liberarmos o financiamento monetário do gasto público novo, quebramos um tabu que permite voos até mais altos. Daí, podemos pensar em associar o financiamento monetário do déficit público com o verdadeiro “dinheiro de helicóptero”. Parece claro que a “facilitação quantitativa para o povo” (Kaletsky, 2012; Muellbauer, 2014; Karakas, 2016) tem maior impacto anticíclico e efeitos distributivos melhores do que a “facilitação quantitativa” clássica, que o BCB foi autorizado a realizar recentemente. E se a birra é com o orçamento público inflado em meio à maior depressão da história brasileira, qual a oposição quanto a emitir dinheiro diretamente para os cidadãos, sobretudo para aqueles que precisam sobreviver e respeitar o isolamento social ao mesmo tempo?



Referências

- Barbosa, N. (2020) Financiamento do Tesouro. Folha de S. Paulo, 08/05/2020 [<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/nelson-barbosa/2020/05/financiamento-do-tesouro.shtml>].
- Bastos, P.P.Z. (2015) *Austeridade permanente?* A crise global do capitalismo neoliberal e as alternativas no Brasil. In: Luiz Gonzaga Belluzzo; Pedro Paulo Zahluth Bastos. (Org.). *Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff*. 1ed. São Paulo: Carta Maior; Friedrich Ebert Stiftung, 2015, v.1, p. 181-312.
- Bastos, P.P.Z. (2016) Crescimento da dívida pública e política monetária no Brasil (1991-2014). Texto para Discussão. IE/Unicamp, Campinas, n. 273, abr. 2016 [<http://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/3468/TD273.pdf>]
- Bastos, P. P. Z. (2017). Macroeconomia e mercado de trabalho: as principais teorias e o Brasil contemporâneo. *Revista Ciências do Trabalho*, (7).
- Bastos, P.P.Z. (2020a) Entrevista com Juliana Franco: Ações do governo são muito tímidas, define economista. TV UNICAMP: Direto na Fonte, 03 de abril de 2020 [<https://www.youtube.com/watch?v=6ueBpNCwDv0&feature=youtu.be>].
- Bastos, P.P.Z. (2020b) Por que é melhor um governo emitir do que endividar-se em uma crise? In: Carta Maior, 18 de maio de 2020 [<https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia-Politica/Por-que-e-melhor-um-governo-emitir-do-que-endividar-se-em-uma-crise-/7/47534>].
- Bastos, P.P.Z. & Belluzzo, L. G. (2020a) Financiamento monetário é arma orçamentária em “guerra” contra a covid-19. In: Carta Capital, 12 de abril de 2020 [<https://www.cartacapital.com.br/opinio/financiamento-monetario-e-arma-orcamentaria-em-guerra-contra-a-covid-19/>].
- Bastos, P. P. Z. & Belluzzo, L. G. (2020b) Capitalismo, neoliberalismo e democracia. In: Paula, L.F. & Jabbour, E. (2020) *Repensar o Brasil*. São Luis: Centro Ignacio Rangel, 2020.
- BCB (1999) *Relatório de Inflação*. Junho de 1999.
- BCB (2018) *O brasileiro e sua relação com o dinheiro*. Pesquisa 2018.
- Berger, P. (2015) Mercado de renda fixa no Brasil: ênfase em títulos. 1ª edição. Rio de Janeiro: Editora Interciência, 2015.
- Bernanke, B. (1999) Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis? For presentation at the ASSA meetings, Boston MA, January 9, 2000. [http://www.princeton.edu/~pkrugman/bernanke_paralysis.pdf].
- Bernanke, B. (2002) Deflation: Making Sure It Doesn't Happen Here, Remarks Before the National Economists Club, Washington/DC, 21 November 2002. [<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2002/20021121/default.htm#f8>].
- Bindseil, U. (2014) *Monetary Policy Operations and the Financial System*. Oxford: Oxford University Press, 2014.

- Bolle, M. et al (2020) *Emitindo moeda, o Estado cria poder de compra que antes não existia*. In: Folha de São Paulo, 30 de abril de 2020 [https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/04/emitindo-moeda-o-estado-cria-poder-de-compra-que-antes-nao-existia.shtml]
- Bonfim, V. (2017) A demanda por operações compromissadas do BCB como substitutas quase-perfeitas ou em preferência aos títulos públicos. Monografia de graduação. Orientador: Francisco Lopreato. Campinas: IE-Unicamp, 2017.
- Borio, C & P Disyatat (2010), "Unconventional monetary policies: an appraisal", *The Manchester School*, 78(s1), pp 53–89, September.
- Borio, C. et al. (2016) Helicopter money: The illusion of a free lunch. *VoxEu*, 24 May 2016. [https://voxeu.org/article/helicopter-money-illusion-free-lunch].
- Bresser-Pereira, L.C. (2020) Afinal, emitiremos dinheiro para lutar contra a Covid-19? Folha de S. Paulo, 14/05/2020. [https://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2020/05/afinal-emitiremos-dinheiro-para-lutar-contra-a-covid-19.shtml].
- Buiter, W. H. (2003). *Helicopter money: irredeemable fiat money and the liquidity trap* (No. w10163). National Bureau of Economic Research.
- Costa, F. N. (1999). *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*. São Paulo: MAKRON Books, 1999. [https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2012/07/fernando-nogueira-da-costa-economia-monetaria-e-financeira-uma-abordagem-pluralista-1999.pdf.]
- Cottani, J. (2015) Desequilíbrios da economia pedem medidas inovadoras. *Valor*, 28/12/2015 [https://valor.globo.com/opiniaio/coluna/desequilibrios-da-economia-pedem-medidas-inovadoras.ghtml].
- Draghi, M. (2016) 'Helicopter money is a very interesting concept' (https://www.youtube.com/watch?v=Zbb-KxTjWc). 10 March 2016. Retrieved 5 May 2016 –via YouTube
- Friedman, M. (1969) *The Optimum Quantity of Money*. London: Macmillan, 1969.
- Giles, C & Georgiadis, P. (2020) Bank of England to directly finance UK government's extra spending. *FT*, April 9th 2020. [https://www.ft.com/content/664c575b-0f54-44e5-ab78-2fd30ef213cb].
- Jourdan, S. (2016) MEPS Want the ECB to Look at Helicopter Money. Jun 27, 2016 [https://www.positivemoney.eu/2016/06/meps-urge-ecb-to-review-helicopter-money/].
- Jourdan, S. (2020) Helicopter money as a response to the COVID-19 recession in the Eurozone. *Positive Money Europe*, March 2020. [http://www.positivemoney.eu/wp-content/uploads/2020/03/Helicopter_Money_Covid.pdf].
- Kaletsy, A. "How about quantitative easing for the people?" (http://blogs.reuters.com/anatole-kaletsy/2012/08/01/how-about-quantitative-easing-for-the-people/). *Reuters*. August 2012.
- Karakas, C. (2016) Helicopter money: A cure for what ails the euro area? *European Parliament, EPRS - European Parliamentary Research Service*, 2016. [https://www.positivemoney.eu/wp-content/uploads/2018/02/EPRS_helicopter-money.pdf].
- Koo, R. (2016) Cost-benefit analysis of helicopter money. *Nomura*, 26 July 2016 [https://static.nzz.ch/files/0/9/4/Nomura_814907_1.18775094.pdf].
- Lavoie, M. (2004) *L'économie postkeynésienne*. Paris : La Découverte, 2004.
- Lavoie, M. (2014) *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2014.
- Lonergan, E. (2015) Beyond interest rates, *Financial Times*, Sep 09, 2002. [http://www.philosophyofmoney.net/wp-content/uploads/2015/01/Beyond-rates-FT-2002.pdf].
- Lonergan, E. (2008) "Central banks need a helicopter, *Financial Times*, 4 December 2008" [http://blogs.ft.com/economistsforum/2008/12/central-banks-need-a-helicopter] ou [http://remington-work.blogspot.com/2008/12/central-banks-need-helicopter.html].
- Lonergan, E. & Blyth, M. (2014) Print Less but Transfer More: Why Central Banks Should Give Money Directly to the People. *Foreign Affairs*, September/October 2014 [https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2014-08-11/print-less-transfer-more]
- Marconi, N. (2020) *O governo deveria emitir mais moeda para enfrentar a crise econômica? SIM*. Folha de S. Paulo, 09/05/2020 [https://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2020/05/o-governo-deveria-emitir-mais-moeda-para-enfrentar-a-crise-economica-sim.shtml]
- Martins, N. & Pimentel, K. (2020) [https://tinyurl.com/ybq6nhuf].
- Mendes, M. (2020) Entenda os custos da monetização. Folha de S. Paulo, 04/05/2020 [https://www1.folha.uol.com.br/colunas/marcos-mendes/2020/05/entenda-os-custos-da-monetizacao.shtml]
- Muellbauer, J., 'Combatting Eurozone deflation: QE for the people'. CEPR's Policy Portal, 23 December 2014.
- Oreiro, J.L. (2020) *A Institucionalidade peculiar da relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional no Brasil*, 09/05/2020 [https://jlcureiro.wordpress.com/2020/05/09/a-institucionalidade-peculiar-da-relacao-entre-o-banco-central-e-o-tesouro-nacional-no-brasil/].
- Pessôa, S. (2020) *Imprimir dinheiro contra a crise?* Folha de S. Paulo, 03/05/2020 [https://www1.folha.uol.com.br/colunas/samuelpessoa/2020/05/imprimir-dinheiro-contra-a-crise.shtml?origin=uol]
- Pimentel, K. & Martins, N. (2020) Financiamento do gasto público, controle da(s) taxa(s) de juros e a dívida pública. Rio de Janeiro: UFRJ, Maio de 2020.
- Praet, P. (2016) Interview with La Repubblica, 18 March 2016 [https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp160318.en.html].
- Rao & Strohecker (2016) Indian central bank governor says helicopter money no panacea. *Reuters*, MAY 10, 2016. [https://reut.rs/2YwbzDd].
- Resende, M.F. & Fábio Terra (2020) Estado, mercado, Keynes e a equipe econômica, *Carta Maior*, 16/04/2020 [https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia-Politica/Estado-mercado-Keynes-e-a-equipe-economica/7/47202].
- Resende, A. L. (2020) Crise exige superar equívocos sobre emissão de moeda e dívida pública. Folha de S. Paulo, 16/05/2020 [https://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2020/05/crise-exige-superar-equivocos-sobre-emissao-de-moeda-e-divida-publica-diz-andre-lara.shtml].
- Sandhu, M. (2020) Coronavirus: the moment for helicopter money. *FT*, MARCH 20 2020. [https://www.ft.com/content/abd6bbd0-6a9f-11ea-800d-da70cff6e4d3].
- Serrano, F. (2020) O QE e o Que Não É. Rio de Janeiro, UFRJ, Blog, 17 de maio 2020.
- Tomazelli, I. (2020) Banco Central amplia circulação de dinheiro no mercado a nível recorde. O Estado de S. Paulo, 13 de maio de 2020.
- Wolf, M. (2008). Helicopter Ben confronts the challenge of a lifetime. *Financial Times*, 16 December 2008 [https://www.ft.com/content/d049482c-cb8f-11dd-ba02-000077b07658].
- Wray, L. R. (2002). Senhoragem ou soberania?. *Economia e Sociedade*, 11(2), 137-146.