

Nota Técnica:

Emissão de Moeda e Dívida Durante a Pandemia do COVID-19

Marco Flávio da Cunha Resende¹

(Atualizada em 26/04/2020)

Resumo

O caminho mais seguro para combater a recessão e o desemprego que decorrerão da pandemia em curso passa pela emissão massiva de dívida pública e moeda. Mas a equipe econômica resiste a esta solução. Argumenta-se que a emissão de moeda é inflacionária, enquanto o descontrole da relação dívida pública/PIB reduz a confiança do mercado. Ambas as situações comprometem o crescimento econômico. Estes argumentos se baseiam na hipótese de que o mercado contém todas as informações necessárias para o cálculo estatístico requerido para se prever a trajetória futura de variáveis econômicas. Esta hipótese não é consensual na literatura. Esta nota tem por objetivo demonstrar, com base na Escola Pós-Keynesiana, que durante a recessão, e após sua superação, a emissão de moeda e de dívida não trará os problemas citados, como também é a melhor opção para se combater a recessão econômica e o desemprego.

¹ Professor do Departamento de Economia da UFMG e do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional.

Emissão de Moeda e Dívida Durante a Pandemia do COVID-19

Em diversos países do mundo a COVID-19 levou ao necessário isolamento social e paralização parcial ou total de diversos setores econômicos. Configurou-se um duplo choque, de oferta e de demanda, com enorme efeito recessivo. O produto interno bruto (PIB) francês caiu 6,5% no primeiro trimestre de 2020 em comparação com o trimestre anterior. Na China, a queda anual do PIB trimestral foi de 6,8%. Para os Estados Unidos a Goldman Sachs prevê queda de 3,8% em 2020, enquanto para o Brasil há analista esperando queda superior a 6% neste ano. O caminho mais seguro para combater a recessão e o desemprego que decorrerão da pandemia em curso passa pela emissão massiva de moeda e dívida pública. Mas a equipe econômica, ainda preocupada com o aspecto fiscal, resiste a esta solução.

As medidas de injeção de capital e liquidez no sistema financeiro e a permissão para o Banco Central comprar títulos de dívida pública e privada no mercado secundário (PEC do “orçamento de guerra”) são importantes para sustentar os preços neste mercado e evitar insolvências de instituições financeiras, afastando o risco sistêmico. Porém, esta assistência de liquidez do Banco Central não deverá chegar até a economia real. Bancos não arriscarão elevar o crédito em cenário tão adverso. De outro lado, o crédito para pagamento da folha salarial de micro e pequenas empresas em até dois salários mínimos (85% dos recursos garantidos pelo Tesouro) é bem-vindo, mas insuficiente, como também o é o pagamento de R\$ 600,00 a pessoas carentes.

Argumenta-se que a emissão de moeda é inflacionária e que o descontrole da relação dívida pública/PIB reduz a confiança do mercado no futuro da economia. Ambas as situações afugentam o investimento produtivo, comprometendo o crescimento econômico. Argumenta-se, também, que a emissão de moeda e de dívida pública para controlar a recessão provocará no pós-crise recrudescimento da inflação e perda de confiança do mercado, comprometendo o investimento privado. Estes argumentos são incorretos, senão vejamos.

Conforme a teoria convencional, há dois canais por meio dos quais a emissão de moeda pressiona a inflação: o canal da demanda e o das expectativas. O primeiro canal

se baseia em uma tautologia, em que $M.V = P.Q$, sendo, M = quantidade de moeda, V = velocidade de circulação da moeda, P = nível de preços, e Q = quantidade de bens e serviços produzidos. Esta é a equação da Teoria Quantitativa da Moeda, que supõe V e Q constantes no curto prazo, e que a relação de causalidade se dá de M para P . Mas, estas são apenas hipóteses.

Adeptos da teoria convencional, como são os economistas do governo, acreditam que V é constante porque assumem a hipótese de que o mercado contém todas as informações necessárias para o cálculo matemático ou estatístico requerido para se prever a trajetória futura de variáveis econômicas. Esta hipótese não é consensual na literatura. Pós-Keynesianos entendem que os sinais do mercado, dados pelas variações dos preços, informam sobre o presente, mas não sobre o futuro. Em consequência, a economia é permeada pela “incerteza fundamental” e pela “preferência pela liquidez” e, por isso, V deixa de ser constante. Se a preferência pela liquidez aumenta, a moeda circula menos e V cai. Logo, pode haver aumento de M compensado pela queda de V , tornando a emissão de moeda não inflacionária. Ademais, mesmo que V não caia, Q não será constante se não houver pleno emprego. Logo, o excesso de demanda, provocado pelo aumento de M quando V não cai, fomentará o aumento da produção e do emprego (aumento de Q) quando há muita capacidade ociosa, como ocorre atualmente na economia brasileira, ao invés de estimular a inflação. De 2008 para cá Estados Unidos, Zona do Euro, Japão e China emitiram juntos mais de US\$ 15 trilhões, e não houve inflação descontrolada nestas regiões ou no mundo, pois com a crise financeira de 2008 a incerteza aumentou e V caiu, compensando aumentos em M .

Tampouco a emissão de moeda causará inflação pelo canal das expectativas. Visto que a economia é permeada pela incerteza sobre o futuro, as expectativas não se baseiam em “esperança matemática”, sendo formadas a partir de convenções. Estas são crenças compartilhadas que ancoram as expectativas, conferindo confiança para o empresário realizar seus investimentos produtivos, gerando emprego e renda. Quando prevalece uma convenção de que o futuro é promissor, o otimismo que se espalha pela sociedade aumenta a confiança dos empresários, fazendo emergir seu *animal spirits*, estimulando o investimento privado. Se a crença compartilhada é de cunho pessimista, os agentes alocam sua riqueza em ativos líquidos e o investimento se retrai (Keynes, 1982).

De outro lado, uma teia de contratos é estabelecida visando reduzir a incerteza e viabilizar os investimentos. Há contratos de toda natureza, inter e intra-firmas e setores, entre pessoas jurídicas e físicas, etc. Contudo, contratos requerem uma unidade de conta cujo valor seja estável. Tomemos o contrato salarial como exemplo. Quem aceitaria receber em troca do seu trabalho ao longo de um ano inteiro um ativo que perde valor? Logo, para ser unidade de conta de contratos, o ativo tem que ter seu valor estável. No caso da moeda, sua escassez relativa contribui para a estabilidade do seu valor (a moeda perde valor quando há inflação). No jargão Keynesiano, a moeda é escassa por ter negligenciáveis elasticidades de produção e substituição. Ao se tornar unidade de conta de contratos por ser escassa, estes conferem ao valor da moeda uma estabilidade ainda maior, e ela se torna, também, reserva de valor. Portanto, é da sua relação com contratos que a moeda deriva seu atributo de ativo de liquidez máxima da economia (Carvalho, 1992), exercendo três funções: unidade de conta, reserva de valor e meio de pagamento.

Contudo, ser a moeda unidade de conta de contratos não é garantia de inflação sob controle. Faz-se ainda necessária a convenção social de que a moeda tem valor estável para que os preços fiquem comportados (Terra, 2019). Deve haver uma crença compartilhada na sociedade de que a perda de valor da moeda, se houver, será pequena. Quando há emissão de moeda descontroladamente, o requisito de escassez da moeda (axioma de suas negligenciáveis elasticidades de produção e substituição) é desrespeitado, podendo surgir a convenção de que haverá perda do seu valor (inflação). Neste caso, haverá uma corrida para a compra de bens e serviços e outros ativos como imóveis e dólar, resultando em inflação, isto é, as expectativas de inflação acabam se autorrealizando. É por isso que, em condições normais, em que não há uma recessão instalada, a emissão descontrolada de moeda pode gerar inflação ao invés de crescimento econômico. Esta talvez seja a principal crítica à *Modern Monetary Theory*, que defende a ausência de restrição para o governo financiar seus gastos na própria moeda, emitindo-a até que a economia alcance o pleno emprego (Tymoigne e Wray, 2013).

Porém, o quadro atual da economia brasileira é de elevada capacidade ociosa e perspectiva de recessão brutal, e esta irá ancorar os preços, seja por meio do canal das expectativas, seja porque V cairá e Q ficará longe do pleno emprego. Logo, a emissão de moeda para financiar as medidas emergenciais de combate a crise não causará inflação.

A única possibilidade de aceleração da inflação decorreria de uma depreciação cambial mais forte, devido a uma corrida para o dólar. Mas este problema será solucionado se o Banco Central adotar controle de capitais.

O combate à crise econômica deve ser feito, também, com o endividamento do governo. Quanto maior for a demora para o dinheiro da emissão de moeda e dívida pública chegar nas mãos de trabalhadores, desempregados e empresas, maiores serão a recessão e o desemprego. Mais importante do que o patamar da relação dívida/PIB, é a confiança do mercado na sua estabilidade. Se a dívida pública sobe descontroladamente, surge a expectativa de que futuramente o governo emitirá moeda e/ou aumentará impostos para arcar com os compromissos da dívida. A monetização da dívida pública na ausência de recessão pode ser inflacionária, e as dúvidas sobre o aumento de impostos elevam a incerteza sobre o retorno dos investimentos, inibindo-os.

Todavia, a confiança na estabilidade da relação dívida/PIB já não existe mais, desfeita que foi pela pandemia, no Brasil e no mundo. Não há que se preservar uma confiança que já se desfez. A convenção instalada diz respeito à total incerteza e expectativa de aumentos substanciais das dívidas públicas dos países. É por isso que o ajuste fiscal já não importa (exceto para a equipe econômica e alguns economistas liberais radicais). Não apenas haverá severa redução na arrecadação dos governos, como também os gastos públicos estão aumentando para combater a Covid-19 e a recessão. Contudo, a equipe econômica ainda não entendeu a situação e questiona o Congresso acerca de onde sairá o dinheiro, além de dar declarações preocupadas com o equilíbrio fiscal e procrastinar na implementação das medidas emergenciais, ao que tudo indica por não querer elevar a dívida pública. De onde sairá o dinheiro? Da emissão de moeda e de dívida pública!

Uma ironia e contradição em termos surgem no âmbito desta crise: com a incerteza elevadíssima e o pânico permeando o mercado, é exatamente a emissão de moeda e dívida pública que poderá acalmá-lo, porque haverá, assim, respostas concretas sobre as medidas para minimizar a recessão e o desemprego, ao mesmo tempo em que aumentará a confiança num governo (e sua política econômica) que cuida de controlar a recessão e uma possível convulsão social no país. Ou seja, é a emissão de dinheiro novo e de dívida

que poderá construir uma convenção sobre um futuro menos sombrio e uma recuperação econômica mais rápida, sendo esta crença compartilhada imprescindível para, na saída da crise, destravar o investimento privado e resgatar a economia e o emprego. A emissão de moeda pode ocorrer após a suspensão do artigo 164 da Constituição Federal, autorizando o Banco Central a comprar emissões primárias de títulos públicos, medida que não foi contemplada na PEC do “orçamento de guerra”.

Por fim, há o argumento de que, superada a recessão, o excesso de moeda e de dívida cobrarão sua conta, produzindo inflação e retração dos investimentos. O excesso de moeda não causará inflação futuramente. Os ciclos econômicos se caracterizam por chegada abrupta e severa da recessão, e uma retomada lenta e gradual. Portanto, no início da recuperação econômica haverá muita capacidade ociosa e a elevada preferência pela liquidez irá gradualmente se reduzindo, com V aumentando lentamente. O decorrente excesso de demanda cresce rebatendo em aumento da oferta (elevação de Q), pois a capacidade ociosa elevada travará o aumento dos preços e as expectativas de inflação. Nos Estados Unidos a base monetária foi aumentada em mais de 400% após a crise de 2008 e foi este processo que se observou após passada sua recessão econômica.

No pós-crise, a relação dívida/PIB estará mais alta, mas sem produzir, necessariamente, a perda de confiança na sua estabilidade. Esta confiança depende, também, da convenção reinante. Se todos os países terão sua relação dívida/PIB aumentada após a crise, uma nova crença compartilhada surgirá, indicando que patamares mais elevados desta relação são o “novo normal”. Ademais, não necessariamente a posição relativa do Brasil irá piorar no *ranking* internacional da relação dívida/PIB, sendo que, quanto maior for nossa emissão monetária, menor poderá ser nossa emissão de dívida. Isto não quer dizer que a citada relação seja, necessariamente, sustentável no longo prazo. Todavia, há uma área cinzenta para o patamar da relação dívida/PIB a partir do qual esta se torna insustentável, e tal área é ampla. Convencionou-se, a partir de um estudo de Reinhart e Rogoff publicado em 2010 na *American Economic Review*, que este patamar seria de 90%, até que um aluno demonstrou haver um erro nas contas dos autores. A marca (mágica) de 90% era apenas mera convenção. No Japão, a dívida é de 230% do PIB, na Itália 135%, na Grécia 181%, em Portugal 118%, nos Estados Unidos 107 %, em

Angola 111%, no Congo 98,5%, na Jordânia 94%, no Brasil 76%. Há nesta lista países desenvolvidos e emergentes, todos com a relação dívida/PIB bem superior à do Brasil.

A dinâmica da relação dívida/PIB depende da taxa de crescimento do PIB e da taxa de juros que incide sobre a dívida. Após a crise haverá muita capacidade ociosa e expectativa de inflação muito baixa, aqui e alhures, implicando baixas taxas de juros. Ademais, passada a crise, uma reforma tributária progressiva, em que ricos pagam proporcionalmente a sua renda e patrimônio mais impostos do que pobres, pode e deve ser feita, sinalizando para o mercado a capacidade do governo em honrar seus compromissos financeiros, contribuindo para estabilizar a relação dívida/PIB e reduzir a enorme e recalcitrante injustiça social que há muito assola nosso povo.

Referências

Carvalho, F.J.C. (1992) Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva Pós Keynesiana. In Silva, M.L.F. (org), *Moedas e produção: teoria comparadas*. Brasília, ed. UnB.

Keynes, J.M. (1982). *A Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo, Atlas.

Terra, F.H.B. (2019). A política fiscal na perspectiva Pós-Keynesiana. In Feijó, C.; Araújo, E. (2019) *Macroeconomia Moderna: lições de Keynes para economias em desenvolvimento*. Rio de Janeiro, Elsevier.

Tymoigne, E.; Wray, L.R. (2013). Modern money theory: a replay to critics. *Working Paper*, n. 778, Levy Economics Institute.