

O QE e o Que Não É*

Franklin Serrano, Professor do Grupo de Economia Política do IE-UFRJ

17 de Maio 2020

Atualmente, diversos economistas das mais variadas origens e tendências argumentam que o Banco Central deve imprimir dinheiro para financiar o déficit público e zerar a taxa básica de juros para fazer políticas monetárias não convencionais, chamadas lá fora de Quantitative Easing (QE) e que consistem na compra de ativos privados e talvez até dívida pública de prazos mais longos.

Existem três problemas com esse tipo de argumento. O primeiro é que não é nada claro que seja recomendável que o Banco Central reduza a taxa básica de juros nominal a zero, numa economia aberta em termos financeiros com o risco país subindo e tendência global à saída de capitais dos países emergentes. Isto agravaria a atual combinação indigesta onde ocorrem perdas significativas de reservas internacionais e mesmo assim há uma tendência a uma sequência de desvalorizações cambiais. Estas desvalorizações sucessivas, por si só, tendem a gerar expectativas de desvalorizações ulteriores e mais fuga de capitais¹. Muitos tem dito que isto não seria um problema pois as desvalorizações não vão se transformar em aceleração permanente da inflação no contexto atual de crise. Porém, não mencionam que, fora o choque compensatório inicial e temporário da queda dos preços em dólar das commodities, a eventual não aceleração da inflação seria exclusivamente devido a ausência de reação dos salários nominais ao aumento inicial do nível de preços internos, com efeitos negativos sobre os salários reais, o que reduziria ainda mais o consumo, a demanda agregada e produto.

Outro problema é a ideia confusa de que o Banco Central deve passar a “imprimir dinheiro”. Isso envolveria, no caso brasileiro, a suspensão da proibição constitucional do Banco Central comprar títulos públicos no mercado primário. Mas, ao contrário do que muitos pensam, tal mudança por si só não faria muita diferença. O Banco Central opera com uma meta para a taxa de juros básica (Selic). Se o setor privado está com mais dinheiro do que quer reter, isso gera uma tendência de queda dos juros no mercado interbancário e o Banco Central vai vender títulos públicos ao setor privado retirando dinheiro do mercado. No caso oposto, a taxa de juros tende a subir acima da meta do Bacen e então este compra títulos públicos do setor privado colocando dinheiro no mercado. No final, a taxa de juros vai ser a que o Bacen escolheu e a composição entre títulos públicos e base monetária na carteira do setor privado consolidado será escolhida por este e não pelo governo ou pelo Banco Central.

Se a regra mudar e o Banco Central puder emprestar diretamente ao governo, comprando títulos no mercado primário, o resultado final será o mesmo. No Canadá e no Japão o Banco Central pode comprar títulos no mercado primário há muito tempo. Nos EUA não. E a taxa de juros em todos estes países é determinada pelos seus Bancos Centrais exatamente do mesmo jeito e em todos estes é o setor privado e não o Banco Central quem escolhe, no final, que parte do déficit público vai ser financiada por emissão

* 17 de maio de 2020. O autor agradece a Gabriel Aidar, Julia Braga, Luiz Eduardo Melin e Kaio Pimentel por discussões, comentários e críticas muito úteis.

¹ Sobre a relação entre taxa de juros e taxa de câmbio ver Braga & Serrano (2020).

monetária e o quanto por variação da dívida pública.² Não faz a menor diferença em termos macroeconômicos.³

O terceiro ponto problemático tem a ver com a ideia de que somente quando a taxa de juros básica chega a zero o Banco Central pode (ou deve) fazer as políticas não convencionais de QE. É verdade que os juros nominais estavam bem baixos nos países em que estas políticas foram executadas, como nos EUA, por exemplo. Mas, em geral, não tinham caído a zero necessariamente (embora na Suíça tenham sido fixados até em níveis negativos em termos nominais). De qualquer forma, zerar a taxa básica de juros não é uma condição necessária para fazer QE. E além disso, não há necessidade do Banco Central poder emprestar diretamente ao Tesouro para fazer QE. Por exemplo, o QE foi feito nos EUA, onde o Banco Central não pode comprar títulos públicos no mercado primário.

Em geral, QE pode significar compra de ativos privados ou públicos de mais longo prazo pelo Banco Central. Tais políticas tem dois tipos de efeitos: os efeitos estritamente financeiros e os efeitos sobre a demanda agregada. No caso dos efeitos financeiros, as compras de ativos do Banco Central aumentam o preço destes ativos e o valor patrimonial das instituições financeiras e empresas que os possuem.

No fundo, é uma forma moderna do papel tradicional de prestador de última instância dos bancos centrais, adaptada aos mercados financeiros modernos. Além de serem bem mais desregulados do que no passado, estes mercados seguem normas regulatórias que avaliam o capital das instituições pelo seu valor de mercado e usam muito financiamento direto por títulos. É por esta razão que o Banco Central precisa ser o comprador de última instância de títulos privados: para evitar uma onda de deflação cumulativa de preços de ativos e uma redução de crédito nestes mercados. Quanto a este objetivo pode-se dizer que, desde 2008, os programas de QE realizados em vários países têm sido, em geral, bem sucedidos, a despeito de possíveis distorções expressas na compra arbitrária de ativos privados e o consequente enriquecimento injustificado de seus proprietários, caso não haja supervisão política e normas de controle adequadas.⁴

Já no que diz respeito ao estímulo ao crédito novo e à expansão da demanda agregada, os resultados dos programas de QE têm sido medíocres. No caso da compra de títulos longos, o objetivo da política de QE é achatar a curva de rendimento, isto é, reduzir a diferença

² Sobre este tema ver Serrano e Pimentel (2017) e Pimentel e Martins (2020).

³ Curiosamente Lara Resende (2020) partindo de premissas próximas às nossas parece chegar a conclusão oposta. Diz que “a proibição...” do Banco Central financiar diretamente o Tesouro “serve para elevar as taxas cobradas pelo sistema financeiro para financiar a dívida” e conclui que o fim de tal proibição seria muito importante. Para outros problemas com a eclética visão recente de Lara Resende sobre teoria monetária e fiscal ver Summa e Serrano (2019).

⁴ Voltando ao primeiro dos nossos três pontos neste artigo, note que nem com o QE o Banco Central consegue controlar a proporção que o setor privado retém de passivos do governo que rendem e não rendem juros se quiser continuar a controlar a taxa básica de juros. como estes programas implicam em geral em uma enorme expansão da base monetária, num momento onde o setor privado não quer expandir o crédito, eles geram um excesso de reservas nos bancos. Esse excesso cria o dilema entre o Banco Central ter que vender quantidades descomunais de títulos públicos, ou perder de vez o controle da taxa de juros de curto prazo. Nos EUA a solução encontrada foi, desde 2008, passar a remunerar as reservas bancárias excessivas pela taxa básica de juros, garantindo assim alguma remuneração para a moeda para a qual o setor privado não tem demanda. No Brasil até agora o Banco Central do Brasil, apesar de se dizer preocupado com o tamanho da dívida interna bruta, não deixou claro como vai lidar com este tipo de problema.

entre as taxa de juros curtas e longas dos títulos públicos, que tendem a ficar altas quando o mercado espera taxas curtas mais altas no futuro, ou quando considera o comportamento do Banco Central na fixação de juros de curto prazo muito errático e imprevisível. Com a compra direta de títulos mais longos pelo BC, a taxa de retorno destes títulos cai.

O problema nos países onde isso foi tentado é que essas compras sempre foram feitas por períodos limitados e em quantidades preestabelecidas. Como o mercado sabe disso, naturalmente o efeito sobre os juros longos também é temporário e limitado. No final, como o efeito das QE via títulos públicos nas taxas de juros foi limitado, seu efeito *a posteriori* nas taxas de juros do setor privado (e, portanto, com risco) e sobre os gastos que poderiam ser sensíveis a estas foram, praticamente, irrelevantes. A alternativa óbvia a isso seria o Banco Central se comprometer a comprar (e vender) qualquer quantidade destes títulos públicos longos no mercado secundário. Note que tal política, além de muito mais eficaz, também não violaria a proibição do Banco Central comprar títulos públicos no mercado primário. Mas aí não seria mais QE, pois neste caso o Banco Central fixaria o preço e não operaria fixando as quantidades

No que diz respeito ao caso de compra de ativos financeiros privados, a ideia seria que, com o QE, os preços destes ativos sobem e as taxas de retornos destes ativos caem, barateando o financiamento de gastos de investimento ou consumo e desvalorizando o real através dos supostos efeitos da maior quantidade de moeda na taxa de câmbio, estimulando as exportações e reduzindo as importações. A experiência mostra que os programas de QE, de fato, tiveram efeitos sobre os preços dos ativos (no caso do câmbio não está muito claro) e reduziram um pouco as taxas de juros para diversos tipos de empréstimos. Mas os efeitos das quedas de juros sobre o investimento das empresas são praticamente nulos: quando não há perspectiva de demanda e capacidade ociosa, o investimento das empresas em capital fixo, naturalmente, não tem porque aumentar⁵. E mesmo o efeito sobre o consumo financiado por crédito e a construção civil residencial, que são gastos sensíveis a juros, parecem ter sido muito baixos. No final, é também possível que tenha havido um pequeno aumento temporário do consumo dos muito ricos, causado pelos imensos ganhos de capital de suas carteiras.⁶

Dados estes resultados limitados e o fato de o QE está aprovado no Brasil para o Banco Central comprar aparentemente todo o tipo de títulos privados, esta política monetária não convencional deveria ser sujeita a cuidadosa supervisão e controle das operações e dos seus beneficiários, para que de fato fosse focada no objetivo de mitigar o risco sistêmico de uma deflação de ativos generalizada – e não apenas para o enriquecimento de alguns agentes privados com dinheiro público.

Referências

Braga, J. & Serrano, F. (2020) Juros e Câmbio: já temos problemas suficientes
<https://www.excedente.org/blog/juros-e-cambio-ja-temos-problemas-suficientes/>

⁵ Sobre o investimento das empresas depender basicamente da demanda efetiva esperada ver Serrano e Garrido Moreira (2019).

⁶ Sobre os programas de QE nos EUA ver Teixeira e Bastos (2019).

Lara Resende, A. (2020) Crise exige superar equívocos sobre emissão de moeda e dívida pública, *Folha de São Paulo*, 16 de maio 2020 <https://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2020/05/crise-exige-superar-equivocos-sobre-emissao-de-moeda-e-divida-publica-diz-andre-lara.shtml16>

Pimentel, Kaio e Martins, Norberto (2020) Financiamento do gasto público, controle da(s) taxa(s) de juros e a dívida pública <https://www.ie.ufrj.br/images/IE/home/noticias/Financiamentodogastopublico.pdf>

Serrano, Franklin e Pimentel, Kaio Será que “acabou o dinheiro”? financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana, *Rev. economia. contemporânea*. 2017, vol.21, n.2

Serrano, F. e Garrido Moreira, V. (2019) Quem realmente quer que a economia cresça? <https://www.excedente.org/blog/quem-realmente-quer-que-a-economia-cresca/>

Summa, R e Serrano, F. (2019) Dissenso ao contrassenso do novo consenso de Lara-Resende: a alternativa da macroeconomia da demanda efetiva, *Revista OIKOS*, n. 1, 2019

Teixeira, L. e Bastos, Carlos (2019) Política econômica em tempos de crise: a reação do governo norte-americano à crise Subprime, *TD IE Unicamp*, n. 365, Setembro 2019