

09/02/2017 - 05:00

# Monetarismo revisitado, 100 anos depois

Por **Maria Clara R. M. do Prado**

Criativo, e por isso polêmico, o economista André Lara Resende suscitou uma reviravolta no meio acadêmico brasileiro com a publicação de um artigo na edição de 13 de janeiro deste jornal, sob o título "Juros e conservadorismo intelectual". Idealizador, junto com Persio Arida, da moeda indexada em 1985 que redundou na URV do Plano Real em 1994, e criador da LBC (letra do banco central) na época do Plano Cruzado com intenção de aliviar a relação entre a dívida pública e a política monetária nas operações entre o Banco Central e as instituições bancárias, tudo o que André escreve ou fala sempre desperta interesse.

Apesar de o artigo de André no **Valor** não trazer nenhuma proposta, o simples fato de chamar a atenção para o debate monetário que circula na academia internacional foi suficiente para introduzir os economistas brasileiros na discussão.

No texto, ele replica e apoia os argumentos do economista americano, John H. Cochrane, da Universidade de Stanford, de que a política de "Quantitative Easing" (QE), adotada pelos bancos centrais das economias desenvolvidas para debelar a crise de 2008 e estimular a atividade, estaria introduzindo uma grande novidade no campo das teorias monetárias pela persistência da baixa inflação com juros nominais próximos de zero.

## *Inflação não explodiu com o 'QE' devido à drástica queda na velocidade de circulação da moeda*

Cochrane, no artigo "Michelson-Morley, Occam and Fisher: The Radical Implications of Stable Inflation at Near-Zero Interest Rates" (As Implicações Radicais da Inflação Estabilizada a Taxas de Juros Perto de Zero), de dezembro de 2016, apresenta o conceito de "estabilidade da inflação", ou seja, apesar da maciça quantidade de moeda injetada nos mercados pelos bancos centrais nos últimos anos, da taxa de juro próxima de zero e dos estímulos fiscais, a inflação tem se mantido estável, contrariando a verdade monetária predominante em todo o século XX de que juros baixos estimulam a inflação, enquanto que juros altos funcionam para reduzir a inflação.

A ideia de que a inflação é estável e determinada, defendida por Cochrane, se efetivamente procedente, viria romper sem dúvida com o paradigma monetário prevalente.

Depois de testar o comportamento da baixa inflação, em um mundo de juros próximos de zero, nos mais diversos modelos das diferentes teorias monetárias, Cochrane foi buscar em uma antiga regra de Irving Fisher, o economista do início do século XX dedicado ao estudo da moeda, da inflação e dos juros, a explicação para o que considera ser a grande novidade do momento. Fisher introduziu a diferenciação entre a taxa real de juros (exclui a variação da inflação) e a taxa nominal para o entendimento da inflação. Em 1911, formalizou os conceitos da Teoria Quantitativa da Moeda, originalmente atribuídos a David Hume (1752).

Quando a inflação é suficientemente baixa, a taxa de juros real pode se aproximar da taxa nominal. Os preços se estabilizam, corroborando com a ideia da "estabilidade da inflação", pela expectativa de que os juros se manterão baixos. Essa relação, no entanto, teria efeito perverso no longo prazo, considerando a equação de Fisher, pela qual a taxa nominal de juros embute a taxa real dada pelo comportamento dos preços mais um nível de inflação esperada que é determinado pelo Banco Central.

Se os juros no longo prazo permanecem altos em termos nominais pressupõem-se que, além do juro real, um outro elemento ligado à expectativa futura dos juros também contribua para a manutenção dos juros altos. Neste caso, seria possível imaginar que taxas de juros mais elevadas no longo prazo resultariam em aumento da inflação, quebrando toda a

lógica até aqui predominante.

Apesar de basear-se na tese de Fisher - o que justifica o nome da hipótese neofisheriana, pelo qual têm sido conhecidas as elucubrações de Cochrane, com o apoio de André e outros poucos economistas até aqui - a proposta revolucionária se utiliza do componente das expectativas racionais da teoria neokeynesiana (que deu respaldo ao regime de meta da inflação, usado largamente pelos Bancos Centrais até a crise de 2008) combinada com a Teoria Fiscal do Nível de Preço (TFNP), que introduz o lado mais compreensível da história. Aquele que dá peso à política fiscal como sendo, ao fim e ao cabo, a âncora das expectativas com influência no comportamento da inflação.

É curioso, no entanto, que Cochrane (e também André Lara Resende), ao valer-se da situação monetária atual no mundo, não tenha considerado em suas análises a outra regra de Fisher, a regra básica monetária, pela qual a quantidade de moeda na economia (M) multiplicada pela velocidade de circulação da moeda (V) resulta na criação de renda, ou produto (y) vezes preço (p). A célebre  $MV = PY$ .

André justifica em seu artigo no **Valor** a tese de Cochrane, argumentando que um brutal aumento da quantidade de moeda (ocorrida com os QE) deveria levar a um aumento proporcional no nível de preços, segundo os modelos convencionais. "E, portanto", diz ele, "a uma explosão inflacionária", mas que "não foi o que ocorreu".

Acontece que a inflação não explodiu devido à drástica queda do V na equação de Fisher. Ou seja, a quantidade de moeda cresceu, mas a velocidade com que a moeda circula na economia caiu de forma muito expressiva. O Federal Reserve Bank de St. Louis, mostra que no final do último trimestre de 2016 (dado mais recente) a relação entre o PIB e a oferta de moeda (denotando o número de vezes que a moeda trocou de mãos para a aquisição de bens e serviços) nos Estados Unidos havia caído para 1,43, o nível mais baixo registrado, contra a relação de 2.01 observada no mesmo período de 2006, quando a economia já dava sinais de problemas com a crise dos sub-primers.

Aquela queda na velocidade da moeda (referenciada ao comportamento do M2, oferta de moeda mais depósitos à vista nos bancos e de poupança, além de certificados de depósitos até US\$ 100 mil) significa que, apesar dos QEs, as pessoas preferiram reter o dinheiro ao invés de gastá-lo por medo da retração econômica. A decisão dos indivíduos foi reforçada pelo efeito da redução da taxa de juros que induz os investidores a reajustarem seus portfólios a favor da liquidez, em detrimento dos ativos remunerados.

Pode-se dizer que é discutível a ideia da "estabilidade da inflação" a partir da suposição de que juro baixo reduza e não aumente a inflação pelo efeito da expectativa dos bancos centrais de que a inflação permaneça baixa. O comportamento de V na economia americana parece indicar que a inflação não subiu porque as pessoas abdicaram dos gastos com medo de que a retração econômica se aprofundasse. Faz sentido o argumento oposto, o de que os bancos centrais erraram ao manterem juros próximos de zero por muito tempo, retardando assim o processo de aumento da inflação e da retomada da economia.

**Maria Clara R. M. do Prado, jornalista, é sócia diretora da Cin - Comunicação Inteligente e autora do livro "A Real História do Real". Escreve mensalmente às quintas-feiras. E-mail: mclaraprado@terra.com.br**