

17/02/2017 - 05:00

André, Cochrane e a teoria fiscal dos preços

Por Francisco Lafaiete de Pádua Lopes

André Lara Resende publicou no **Valor** alguns artigos instigantes que estão gerando muita perplexidade e controvérsia. Para o grande público foi surpreendente e perturbador ler que "a hipótese neofisheriana, que vê no juro alto a causa da alta inflação no longo prazo (...) tem sólidas credenciais analíticas". Isto até encorajou o colunista Ancelmo Gois a brincar que o Banco Central vai ter que devolver os juros elevados que foram praticados no Brasil por tanto tempo.



Claro que não se trata disso! Apesar de o artigo se apresentar como uma crítica ao "conservadorismo intelectual", sua conclusão final é absolutamente conservadora: o trabalho de controle da inflação depende, em última instância, da confiança na sustentabilidade fiscal de longo prazo; sem isto, a política monetária estará sempre lutando uma batalha perdida.

A crítica de André ao conservadorismo parece resultar mais de um flerte com a doutrina neofisheriana, que se caracteriza por conclusões heterodoxas sobre a relação entre taxa de juros e inflação e por uma controversa teoria fiscal dos preços. Eduardo Loyo lembra que essas ideias têm apenas sobrevivido de forma marginal no corpo da ciência econômica, com seus resultados em total contraversão à opinião da maioria e ao senso comum.

Os neofisherianos dão muita importância à conclusão óbvia de que um regime monetário baseado em uma taxa de juros nominal fixa não produz uma âncora para a inflação. É possível ancorar a inflação quando se mantém o estoque total de moeda fixo, ou evoluindo a uma velocidade constante, como proposto por Milton Friedman. É possível também ancorar a inflação com uma taxa de câmbio fixa, como ocorria tradicionalmente nos regimes de padrão ouro. Não é possível, porém, ancorar a inflação apenas mantendo fixa a taxa nominal de juros.

Para demonstrar isso, considere a velha equação de Fisher, que na realidade é uma identidade que define a taxa real de juros:

Taxa nominal de juros = (taxa real de juros) mais (taxa de inflação)

Sabemos que a inflação aumenta quando a taxa real de juros cai. Imagine então que a taxa nominal de juros é fixa e ocorre um choque exógeno que aumenta a taxa de inflação. Pela identidade de Fisher, isso reduz a taxa real de juros, já que a taxa nominal permanece fixa. Como consequência, a taxa de inflação aumenta ainda mais, o que por sua vez produz uma redução adicional da taxa real de juros, e assim por diante. Ou seja, um regime monetário baseado numa taxa nominal de juros fixa não consegue ancorar a inflação. Qualquer choque exógeno produz uma trajetória explosiva, que tanto pode ser inflacionária como deflacionária.

É claro, porém, que nenhum banco central vai operar com uma taxa nominal de juros fixa, ainda que esta seja sua variável preferencial de controle. No mundo real, a ancoragem monetária é feita através de uma meta de inflação, com a autoridade monetária aumentando a taxa de juros quando a inflação fica acima da meta e reduzindo quando a inflação fica abaixo da meta, até que ocorra a convergência da inflação para a meta. Como consequência a âncora monetária não é uma taxa de juros nominal fixa, mas sim a própria meta de inflação. Nesse regime monetário, a taxa de inflação tende a

ser igual à meta de inflação, que é a ancora efetiva. Quando isso ocorrer, a taxa nominal de juros terá seu valor determinado pela identidade de Fisher. Ou seja, no longo prazo a taxa nominal de juros não determina a taxa de inflação; ela é determinada pela meta de inflação!

O longo recente artigo de John Cochrane, citado por André, parece ser uma tentativa de relançar o neofisherianismo em bases técnicas mais respeitáveis. Cochrane sonha em ser uma espécie de Einstein da ciência econômica, afirmando que a experiência recente das economias avançadas com taxas de juros próximas de zero e taxas de inflação persistentemente abaixo das metas constitui-se numa espécie de experimento natural semelhante ao famoso resultado de Michelson-Morley, que foi o ponto de partida para a teoria da relatividade. Acontece que a teoria keynesiana moderna, que é utilizada por todos os bancos centrais, não encontra maior dificuldade para explicar os fatos.

Cochrane utiliza uma versão simplificada da teoria para demonstrar que, quando a taxa de juros de curto prazo é reduzida até zero, só existem duas possibilidades: ou a taxa de inflação volta a subir em direção à meta ou ocorre um processo ilimitado de deflação. Como nada disso teria ocorrido na experiência americana depois que a taxa de juros foi reduzida a praticamente zero ao fim de 2008, a conclusão é de que precisamos uma reformulação fundamental da teoria, e Cochrane sugere a alternativa da teoria fiscal dos preços.

Acontece que os números de inflação para os EUA estão longe de justificar o radicalismo de Cochrane. Em 2016 a taxa de inflação já convergiu, sim, para a meta do Fed de 2% ano. A taxa de núcleo do índice da Personal Consumption Expenditure, o PCE-core que costuma ser priorizado pelo Fed em suas decisões, também está subindo e chegou a 1,7% em 2016, ou seja, bem próximo da meta. Não é correto, portanto, dizer que a política monetária americana com taxa de juros próxima de zero não atingiu seu objetivo de colocar a inflação na meta.

Pode-se argumentar que parece ter demorado muito para conseguir isso? Na realidade não houve tanta demora. Entre 2011 e 2013, a inflação média do IPC americano ficou em 2,1%, com oscilação entre 1,5 e 3%, já perfeitamente compatível com a meta de 2%. No mesmo período, a média para o PCE-core ficou em 1,5%, com oscilação entre 0,9 e 1,7%, um pouco abaixo do IPC, mas nada muito dramático. Deve-se notar que nesses anos havia uma taxa de desemprego na faixa de 7 a 9%, o mercado imobiliário continuava em crise e as famílias provavelmente ainda estavam reduzindo suas despesas pessoais para ajustar seus endividamentos. Logo existiam forças importantes operando no sentido de impedir a elevação da taxa de inflação.

O quadro realmente mudou em 2014 e 2015, quando a inflação caiu abaixo de 1%. Essa desaceleração ocorreu junto a gradual eliminação do relaxamento quantitativo (QE), portanto em princípio com um aperto na política monetária, mas esta não nos parece ser a melhor explicação. O fator determinante foi uma brusca queda nos preços internacionais de commodities, com a cotação do petróleo Brent, por exemplo, caindo cerca de 70% entre meados de 2014 e fim de 2015. Os economistas da tradição de Chicago acreditam tanto em flexibilidade de preços que costumam não levar em consideração choques exógenos desse tipo. Se olharmos, porém, para as variações fortemente negativas do IPC Energia em 2014 e 2015 (menos 10,6% e menos 12,6%), fica claro que este foi um determinante importante da desaceleração inflacionária no período. Em 2016 alguns preços internacionais de commodities voltaram a subir (como 40% para o petróleo e 20% para os metais), o que certamente contribuiu para a elevação da taxa de inflação.

Ou seja, desde 2009 a política monetária americana foi efetivamente expansionista, ainda que diversos fatores tenham contribuído para um retorno relativamente gradual em direção à meta. Fica claro que estamos longe de um resultado paradoxal, tipo Michelson-Morley, que justifique alguma revolução teórica. Talvez o único conhecimento novo relevante que resultou da experiência americana com relaxamento quantitativo (QE) é que uma redução significativa das taxas longas de juros, que foi sua principal consequência, tem pouco impacto sobre o nível de atividade. Isto sugere que Keynes estava errado quando discordava de Hawtrey sobre a maior relevância das taxas curtas de juros para a política monetária.

Faltou comentar a tese de Cochrane sobre a possibilidade de deflação ilimitada quando a política monetária atinge a restrição do piso zero, o que talvez seja relevante para a economia japonesa. Pode acontecer que um banco central operando uma meta de inflação seja levado a reduzir a taxa nominal de juros até zero sem que consiga levar o nível de atividade a uma posição suficiente para reverter uma tendência generalizada à deflação dos preços. Isto ocorreria devido a uma configuração muito desfavorável da relação entre investimento e poupança. Uma economia com muita poupança e pouco investimento, que talvez seja o caso do Japão atual, pode produzir uma situação de desequilíbrio de longa duração com inflação cadente ou negativa.

Devido ao piso zero, a economia não consegue sair da posição deflacionária apenas através da política monetária e vai depender para isso de um estímulo fiscal. O fato de que uma situação desse tipo, como parece acontecer de forma crônica no Japão (particularmente quando olhamos o índice de preços empresarial), produz apenas uma deflação de intensidade limitada e indica apenas que a relação entre inflação e nível de atividade (representada pela curva de Phillips) não é linear e pode ter inclinação muito próxima de zero na região de taxas de inflação negativas. Isso é compatível com a velha noção keynesiana de que é difícil produzir deflações na prática.

Resta ainda entender o que pretende a teoria fiscal dos preços. A melhor explicação foi apresentada por Harald Uhlig no seminário sobre o assunto realizado em abril no Becker Friedman Institute da Universidade de Chicago. Uhlig, curiosamente, comenta que, entre outras possibilidades, a teoria fiscal dos preços talvez possa ser vista como "um conjunto de previsões que ocasionalmente funcionam em circunstâncias exóticas", e adiciona entre parênteses (Brasil?).

Sua explicação é muito simples. Se usarmos B para indicar o valor nominal da dívida pública e P para indicar o índice de preços de bens e serviços, então B/P indica o valor real da dívida. Os agentes privados que detêm esses títulos públicos esperam que eles possam ser pagos através da geração de superávits primários no futuro. Então para que se sintam confortáveis é necessário que o valor presente desses superávits futuros, que podemos indicar por VPS , seja igual ao valor real da dívida, ou seja, $B/P = VPS$. Isto pode ser visto como uma espécie de condição de arbitragem e podemos perguntar o que acontece se o governo aumenta sua dívida sem aumentar também o valor presente dos superávits futuros. Neste caso, B/P fica maior que VPS e, num mundo de preços plenamente flexíveis e expectativas racionais, o desequilíbrio será corrigido por um aumento no nível de preços. Ou seja, P aumenta de modo a que novamente $B/P = VPS$. Podemos concluir então que a taxa de inflação, que é a taxa de variação percentual de P , vai ser determinada pela diferença entre as taxas de variação percentual da dívida B e do valor presente dos superávits futuros VPS . Essa é a teoria fiscal dos preços, que se pretende uma explicação radicalmente nova para a inflação, sem qualquer menção a conceitos tradicionais como curva de Phillips, taxa de desemprego, investimento e poupança ou taxa de juros.

A teoria tem um defeito óbvio: não fica claro qual é o mecanismo de mercado que produz o movimento do índice de preços quando B/P difere de VPS . Não há dúvida de que se todos os carregadores da dívida pública chegarem à conclusão de que o valor presente dos superávits futuros não representa lastro adequado para esses títulos, isto é, B/P maior que VPS , então cada um deles vai tentar reduzir sua posição. Mas como isso afeta o índice de preços de bens e serviços?

Parece mais razoável supor que o impacto será no mercado secundário de títulos da dívida pública, o que sugere que está faltando algo na equação básica da teoria. O que está faltando é a relação entre o valor nominal ao qual a dívida foi emitida pelo governo, que estamos indicando por B , e seu valor no mercado secundário, que podemos indicar por zB , sendo z um fator de desconto. Se escrevemos a teoria fiscal dos preços como $zB/P = VPS$, então parece mais razoável supor que um desequilíbrio entre zB/P e VPS vai ser ajustado não por movimentos no índice de preços, mas por movimentos no fator de desconto para a dívida pública, indicado por z . Como esse fator está inversamente relacionado à taxa de juros de longo prazo, a conclusão é de que a teoria fiscal de preços não é uma nova teoria para a inflação, mas apenas uma teoria fiscal da taxa longa de juros.

Veja, porém, que realmente existe um caso exótico em que a teoria fiscal dos preços pode funcionar! É o caso em que a totalidade da dívida pública consiste de papéis ligados à taxa de juros overnight, como acontece com as LFTs no Brasil (que, aliás, foram inventadas pelo próprio André!). Neste caso, o fator de desconto para a dívida pública será sempre igual a um, por definição, e voltamos à formulação $B/P = VPS$, que viabiliza a teoria. Naturalmente, isso não significa que esteja garantida sua relevância prática no mundo real, fora dos modelos de preços totalmente flexíveis e expectativas racionais. Significa apenas que Uhlig tinha razão ao especular que a teoria fiscal dos preços poderia em tese funcionar em circunstâncias exóticas, como no Brasil das LFTs.

Francisco Lafaiete Lopes é PhD por Harvard, sócio da consultoria Macrométrica e ex-presidente do Banco Central (BC).

Outros colunistas do Valor também opinaram neste debate. Confira:

Yoshiaki Nakano - [Aritmética monetarista desagradável](#)

Luiz Gonzaga Belluzzo e Gabriel Galípolo - [Metas de inflação e os ardis da razão](#)

Luciano Coutinho - **O porquê dos juros altos**

Maria Clara R. M. do Prado - **Monetarismo revisitado, 100 anos depois**

Claudia Safatle - **Governo cogita reduzir meta de inflação para 2019**