

31/05/2019 - 05:00

## Eduardo Loyo: Diferenças entre a moderna teoria monetária e a teoria fiscal do nível de preços

Por **Eduardo Loyo**

Pense numa abordagem heterodoxa à ligação entre temas monetários e fiscais; que, em particular, parta da ideia de que governos não enfrentam restrições orçamentárias como as impostas aos indivíduos; que, oriunda dos anos 90, acabe de ser resgatada do oblióvio por debates econômicos nos EUA; e que aporte no debate brasileiro por instigação de [um artigo de André Lara Resende](#), publicado neste caderno.

Todos esses traços são compartilhados pela polêmica recente sobre a "moderna teoria monetária" (MMT para os íntimos) e pela controvérsia de dois anos atrás sobre "neofisherianismo" e sua prima-irmã, a "teoria fiscal do nível de preços" (que também chamaremos pela sigla em inglês, FTPL).

Os paralelos dão a impressão de harmonia e mútuo suporte entre as duas linhas de argumentação. Tal impressão, contudo, é ilusória: há conflitos frontais entre MMT e FTPL. Não são meras diferenças metodológicas, de interesse acadêmico, talvez refletidas na autoridade intelectual que cada teoria comanda. Falo de choques de relevância prática entre as duas vertentes de pensamento, tomando-se cada qual pelo seu valor de face. Vejamos.

### Política monetária e inflação

Para uma teoria dita monetária, a MMT é curiosamente agnóstica a respeito do impacto da política monetária na inflação. Por vezes, sua literatura descreve efeitos absolutamente convencionais - apertos monetários desacelerando a atividade econômica e reduzindo a inflação. Mas há também menções à possibilidade inversa, de que apertos monetários, ao elevar os pagamentos de juros aos detentores privados da dívida pública, elevem ao invés de reduzir a inflação. Há ainda muitas expressões de pessimismo quanto à potência de instrumentos monetários, numa ou noutra direção. Há, enfim, repetidas alegações de que as engrenagens do mecanismo de transmissão da política monetária rodam tão em falso que é impossível prever a magnitude ou a direção do efeito final. A resultante de tudo isso beira o niilismo do "só sei que nada sei".

Sendo a FTPL uma teoria do nível de preços, não pode se dar ao desfrute de semelhante dubiedade. Hipóteses diferentes sobre a composição da dívida pública podem levar a conclusões diferentes sobre o tamanho e o sinal algébrico da resposta da inflação a surpresas na taxa de juros básica. Mas, especificadas essas hipóteses, a previsão da teoria será inequívoca. E, diante de uma elevação sustentada da taxa básica, a FTPL é inequívoca em prever uma elevação sustentada da inflação, pelo efeito riqueza que os rendimentos da dívida pública propiciam.

Foi graças a essa previsão peculiar que a FTPL ressurgiu, há poucos anos, no circuito acadêmico norte-americano, referendando o revisionismo de que juros nominais baixos pudessem ser uma causa da anemia inflacionária nas economias avançadas. Foi essa mesma idiossincrasia que despertou interesse por aqui em 2017: seriam nossos juros altos os verdadeiros responsáveis pelas pressões inflacionárias que enfrentávamos? Temia-se que estivéssemos sob o jugo dessa forma grave de "dominância fiscal".

Nesse ponto, as recomendações das duas teorias são visivelmente diferentes. Para quem crê na FTPL, a política monetária é um instrumento poderoso de controle da inflação, desde que os banqueiros centrais se compenbrem de que funciona na contramão dos manuais. Quem crê na MMT enxerga na política monetária uma alavanca meio inócua, ou potencialmente



traíçoira, que mais vale deixar quieta.

## **Endividamento público e inflação**

O alerta central da FTPL é de que a expansão do passivo do setor público alimenta a inflação, mesmo que se circunscreva eternamente ao lado não monetário desse passivo, sem jamais contaminar os agregados monetários. O impacto inflacionário ocorre mesmo que a dívida pública nunca cresça em termos reais (ou como proporção do PIB), bastando que cresça em termos nominais.

A MMT diz o oposto: que a expansão do passivo do setor público, em si, não deve ser objeto de inquietação, mesmo que continue vigorando após deflacionamento pelo índice de preços ou pelo PIB nominal, e mesmo que venha a se manifestar no componente monetário do passivo.

A premissa básica da MMT - soberanos que se endividem em sua própria moeda nunca precisam dar calote, pois sempre podem emitir moeda para quitar obrigações vincendas - sugere que a única escapatória da teoria seria reconhecer o risco de inflações galopantes, caso tal monetização viesse a ocorrer como alternativa à rota descartada do calote. Não é o caso: afinal, no proselitismo antiausteridade, que graça teria trocar o bicho-papão do calote pela assombração hiperinflacionária?

Caminhando em território visivelmente pantanoso, a MMT esgrime todo tipo de argumento no afã de desvincular episódios hiperinflacionários de causas monetárias, e estas, por sua vez, de raízes na dinâmica da dívida pública. A conclusão, por pouco convincente que seja, é que não deve mesmo haver preocupação com a sustentabilidade da dívida pública, por temor quer de calote, quer de monetização.

## **Limites aos déficits públicos**

Na MMT, a regra é clara: os únicos limites ao espaço fiscal decorrem da escassez de bens e serviços cuja demanda o setor público influencie com seus gastos e impostos, pois não há limite às despesas que o governo consegue financiar. Assim sendo, um governo já endividado pode sustentar déficits primários perenes, ao arrepio do que diria uma "restrição orçamentária intertemporal" (ROI). Não só pode, aliás, como deve: déficits recorrentes, defende a MMT, serão normalmente recomendáveis se o pleno emprego for o objetivo.

A FTPL tampouco "impõe" ao governo uma ROI, no sentido de que esta precise ser obedecida pelos planos fiscais em qualquer eventualidade. Nela, porém, uma equação idêntica acaba emergindo como condição de equilíbrio na economia. Em trajetórias que não satisfizessem essa equação, indivíduos estariam consumindo menos do que gostariam, ou mais do que podem gastar, ou ofertas e demandas por bens e serviços não se igualariam.

É nessa equação que tem lugar a singular determinação do nível de preços na FTPL: cabe à inflação corroer o valor real da dívida pública preexistente até que este se equipare ao valor presente descontado do fluxo esperado de superávits primários futuros. Os superávits podem ser maiores ou menores, e podem alternar valores positivos e negativos (ou seja, déficits), contanto que haja um nível inicial de preços que restabeleça sua equiparação com o valor real da dívida pública previamente acumulada.

Para que tal equiparação seja possível, contudo, uma restrição a sequência de superávits precisa sempre satisfazer: no conjunto, seu valor presente descontado precisa ser positivo. Afinal, níveis de preços mais altos ou mais baixos são capazes de tornar maior ou menor, em valor real absoluto, o passivo público preexistente, mas nenhum nível de preços terá o condão de inverter o sinal algébrico desse passivo.

Em suma, os déficits primários permanentes que a MMT naturaliza e recomenda são, para governos na situação usual de endividamento prévio, incompatíveis com a condição de equilíbrio que está no cerne da FTPL.

## **Âncora nominal**

A determinação do nível de preços na FTPL pressupõe que o regime fiscal não zelar por satisfazer a ROI do governo em qualquer circunstância. No jargão da FTPL, é a hipótese de um regime fiscal "ativo", ou "não ricardiano". Se, pelo contrário, o regime fosse "passivo", ou "ricardiano", a ROI valeria como identidade, pelo ajuste endógeno da postura fiscal, e não determinaria o nível de preços de equilíbrio.



A MMT não reconhece tal condição de equilíbrio, muito embora o regime fiscal que propõe adotar seja, aos olhos da FTPL, nitidamente ativo, ou não ricardiano. Daí a ênfase que dá à proposta de um programa público de garantia de emprego, que, além de outros propósitos econômicos e sociais, teria a função de ancorar o nível nominal de salários - e, por conseguinte, de preços. Não se trata de mero adendo decorativo ao esquema idealizado pela MMT, mas de um elemento que seus adeptos julgam inseparável do conjunto.

A FTPL não deixa espaço para tal âncora nominal alternativa: nem é necessária, nem é sequer factível. Vigorando a condição de equilíbrio da FTPL, os salários nominais precisariam se adequar ao nível de preços já determinado pelo critério fiscalista, tornando a ancoragem alternativa irrelevante (caso se curve ao nível de preços de equilíbrio) ou insustentável (caso teime num patamar nominal diferente).

### **Taxa de juros real**

Afora sua reconsideração do papel da ROI do governo, a FTPL foi concebida no bojo da "nova síntese neoclássica", à qual pertencem também os modelos ortodoxos de política monetária. Nesse arcabouço, há uma taxa de juros "neutra", função, por sua vez, de parâmetros que descrevem fundamentos como preferências dos consumidores, tecnologia de produção e demografia. Há, sim, margem para que a política econômica afete a taxa neutra - por intermédio, por exemplo, da postura fiscal. O que não há, nessa modelagem, é espaço para que a própria política monetária modifique a taxa neutra, nem para que cause desvios permanentes da taxa de juros real em relação à taxa neutra. Daí a conclusão familiar de que a política monetária só tem efeitos reais - em particular, sobre o nível de atividade econômica - no curto prazo. No longo, vigora a chamada "dicotomia clássica" entre variáveis reais e nominais da economia.

Vale lembrar que a relação entre juros nominais e inflação, dada uma taxa real, é chamada de "equação de Fisher". Em sua apresentação mais puramente "neofisheriana", sem referência explícita à FTPL, era justamente da hipótese de que a taxa de juros real seria um parâmetro do problema, e não uma variável de escolha, que a abordagem que debatíamos aqui dois anos atrás tirava sua conclusão de que juros nominais mais altos provocariam inflação mais alta.

A MMT joga na ponta oposta: a taxa de juros real é uma variável de livre escolha da política monetária. É assim porque a taxa nominal e a inflação podem ser fixadas independentemente uma da outra pelo menos no curto prazo, e, no longo, pela ausência de forças de mercado que empurrem a economia de volta a uma taxa neutra predeterminada. Armada de livre-arbítrio sobre os juros reais, a MMT propõe então que esses sejam fixados em patamar baixo - abaixo, idealmente, da taxa de crescimento real da economia, de modo a promover uma ambicionada "eutanasia dos rentistas" e, de quebra, apaziguar temores recalcitrantes a respeito da sustentabilidade da dívida pública.

### **Conflito distributivo no "jurobaixismo"**

Se há uma conclusão que as duas escolas aparentemente compartilham é a de que, num país como o Brasil, de preocupações inflacionárias recorrentes e desacertos fiscais profundos, os juros de política monetária deveriam ser baixos.

Até nesse aspecto, contudo, o unísono é apenas superficial. Na MMT, juros nominais mais baixos resultam em juros reais mais baixos, melhorando a dinâmica da dívida pública e liberando espaço orçamentário para fins mais nobres. A inflação pouco ou nada tem a ver com a estória, ficando essencialmente determinada em outro plano de análise (o da aderência criteriosa à plena utilização da capacidade produtiva da economia, sem folgas ou excessos, e da ancoragem nominal pelo programa de garantia de emprego). Na FTPL, juros nominais mais baixos resultam em inflação mais baixa, pois são os juros reais de equilíbrio que ficam determinados em outro plano de análise (o dos fundamentos profundos da economia e da política fiscal). A dinâmica da dívida ganha pouco com os juros nominais mais baixos, se estes não se refletem em juros reais mais baixos.

Não é que apenas foquem em benefícios distintos dos juros baixos: as duas teorias estão em choque pela repartição, entre inflação e juro real, do espólio da redução do juro nominal.

**Enfim...**

Será possível fazer uma releitura de elementos pinçados da MMT e da FTPL, que reconcilie esses conflitos e alcance uma síntese coerente e interessante? Talvez. Em seus formatos padrão, no entanto, as duas escolas de pensamento podem ter um ou outro traço em comum, nas premissas básicas ou no receituário, mas exibem incompatibilidades gritantes. Enfim, acredite na MMT, ou acredite na FTPL, ou em nenhuma das duas - como queira. Professar crença em ambas, pelo menos nas suas versões "raiz", não faz muito sentido.

Que esse conselho, contudo, não deixe uma falsa impressão de equidistância da profissão entre a FTPL e a MMT. Formularam e propagandei a FTPL acadêmicos perfeitamente inseridos no campo dominante da macroeconomia, alguns com merecido destaque. As hipóteses que conduzem às conclusões peculiares da determinação fiscalista do nível de preços são facilmente distinguíveis, e sua consistência teórica presta-se a um escrutínio disciplinado dentro da própria modelagem convencional. A resistência mais forte que enfrenta é à vigência empírica dessas hipóteses, que aparenta ser um evento raro no mundo real (embora a evidência nesse sentido não seja irretorquível). A MMT, por sua vez, é extravagante e marginal mesmo no universo acadêmico, polêmica até no interior do campo heterodoxo, pelo que um contingente dominante de estudiosos enxerga como sérias lacunas lógicas em sua cadeia de argumentação.

De mais a mais, se a MMT vem para substituir, e não para apoiar a FTPL no debate público, algum questionamento é de lei diante de arcabouços analíticos que mudem ao sabor das conveniências do momento. O receituário de juros baixos da FTPL pode ter sido muito sedutor quando nosso maior incômodo era com o sacrifício antevisto numa desinflação ortodoxa. Pois o tratamento convencional - que, segundo a FTPL, seria contraproducente - foi diligentemente aplicado e mostrou-se eficaz. Além do reconhecimento desse sucesso, a própria inflação já baixa também drena a funcionalidade retórica, na defesa de cortes de juros, do sinal invertido que a FTPL atribui à política monetária.

Agora, despontam como prioridade máxima na agenda do país as duras reformas necessárias à consolidação fiscal. Diante disso, é impossível não notar que a MMT faz promessas de vida fácil bem mais generosas que a FTPL, ao dispensar toda e qualquer preocupação com a sustentabilidade da dívida pública. De quebra, libera a taxa de juros de outros compromissos para que possa então privilegiar a minimização das despesas financeiras do governo. A FTPL, nessa hora, tem a desvantagem de tornar a dinâmica da dívida pública mais e não menos importante do que pressupõem os modelos monetários convencionais.

Observa-se no Brasil um espelho do que ocorreu nos EUA, onde os anseios do público evoluíram de uma fórmula de escape da armadilha da liquidez - terreno arquipérfil para a FTPL - para uma ampliação do espaço fiscal disponível a programas governamentais ambiciosos, como o "Green New Deal". Pouco surpreende a dianteira que a fiscalmente libertária MMT começou a ganhar em popularidade, em detrimento da agora insossa (quando não inconveniente) FTPL. No debate econômico global, modismos heterodoxos reciclados são como a mitológica sereia, que não manteria sua presença milenar na parada de sucessos sem cantar um repertório continuamente antenado às demandas do momento.

**Eduardo Loyo é economista, sócio e membro do Conselho de Administração do Banco BTG Pactual**