

André Lara Resende

**CONSENSO E
CONTRASSENSO**

Por uma economia não dogmática



- A. A moeda indexada: Uma proposta para eliminar a inflação inercial
- B. A moeda indexada: Nem mágica, nem panaceia
- C. Inflação inercial e reforma monetária no Brasil, *com Persio Arida*

Notas

Referências bibliográficas

Sobre o autor

Créditos

INTRODUÇÃO: QUARENTA ANOS COMO ECONOMISTA

EM MEADOS DE 1979, ao terminar o doutorado no MIT, em Boston, retornei ao Brasil. Voltei para ser professor no Departamento de Economia da PUC do Rio de Janeiro. A economia brasileira enfrentava problemas — o período de rápido crescimento, o chamado “milagre econômico” do regime militar, chegava ao fim. Deixava um legado de inflação crônica e de dívida externa, agravado pela drástica alta do preço do petróleo, que exigia solução para que o país pudesse voltar a crescer. Quarenta anos depois, a inflação foi debelada, o país praticamente não tem dívida externa, mas depois de dois anos de séria recessão, em 2015 e 2016, a economia continua estagnada, sem perspectiva de voltar a crescer como seria necessário para nos aproximar das economias avançadas. Enquanto a renda da China é hoje dezoito vezes o que era há quarenta anos, a brasileira não chega ao dobro da renda de 1979. Nessas quatro décadas, o crescimento da economia foi inferior ao dos países desenvolvidos. A distância não se reduziu, pelo contrário, aumentou. Acima de tudo, não conseguimos superar o fosso que separa o Brasil rico e moderno do Brasil onde impera a miséria e a desesperança. Não foi possível unificar o país numa única sociedade relativamente

educada e homogênea. Sem inflação e sem dívida externa, o país está paralisado não pelas condições objetivas da economia, mas por uma armadilha ideológica imposta pelos cânones de uma teoria macroeconômica anacrônica.

Uma aposentadoria silenciosa

Durante toda a segunda metade do século XX, o Brasil conviveu com o problema da alta inflação. O caminho para se livrar da inflação crônica foi longo. As reformas modernizadoras, implementadas entre 1965 e 1968, introduziram a correção monetária, um sistema de indexação que pretendia estimular a poupança e viabilizar o mercado de capitais, ainda que a inflação não tivesse sido completamente debelada. Depois de uma década de rápido crescimento, a economia já dava sinais de desequilíbrio quando, em 1979, o segundo choque do petróleo tornou o ajuste imperativo. A aceleração da inflação e o desequilíbrio externo precisavam ser revertidos antes que a economia pudesse voltar a crescer.

Os anos 1970 testemunhariam uma contrarrevolução monetarista, que iria reverter o domínio das ideias de John M. Keynes na formulação de políticas macroeconômicas. A partir da Universidade de Chicago, sob a liderança política e intelectual de Milton Friedman, diante da alta da inflação também nos Estados Unidos, o ativismo das políticas monetária e fiscal começou a ser questionado. A receita para a estabilidade monetária e o controle da inflação era dada pela Teoria Quantitativa da Moeda, que prescrevia o controle da base monetária. A expansão da moeda não deveria superar o crescimento da renda. A possibilidade de crescer mais rápido,

desde que houvesse a disposição a aceitar uma taxa de inflação um pouco mais alta, expressa na Curva de Phillips, sofreu sucessivas derrotas intelectuais. Primeiro, com a incorporação das expectativas baseadas na inflação passada. As chamadas expectativas adaptativas demonstraram que o preço de tentar crescer acima da taxa natural, dada pela tecnologia e pelos recursos disponíveis, não seria uma inflação mais alta, e sim a aceleração da inflação.

O golpe de misericórdia no ativismo keynesiano veio em seguida, já na segunda metade da década de 1970, com a vitória intelectual da hipótese das expectativas racionais. Formuladas com base no modelo subjacente à formulação das políticas macroeconômicas, estendiam a lógica da racionalidade microeconômica para a formulação das expectativas. Com expectativas “racionais”, nem mesmo a aceleração da inflação seria capaz de reduzir o desemprego e promover o crescimento. Independentemente das políticas adotadas, a economia não se desviaria das taxas de equilíbrio. O emprego e o crescimento estariam sempre em torno de suas taxas “naturais”. Tudo o que as políticas macroeconômicas conseguiriam, ao se afastar de uma regra de expansão da moeda e do equilíbrio fiscal, seria provocar inflação e desequilíbrio nas contas externas.

No início dos anos 1980, depois dos choques do petróleo, a inflação norte-americana dava sinais de que poderia sair de controle. A política de juros altos do Fed de Paul Volker conseguiu trazê-la de volta para taxas de um dígito. O sucesso da política monetária de Volker consolidou a tese de que a boa política macroeconômica era uma combinação de orçamento equilibrado com o uso da taxa de juros para moderar ou estimular, conforme as circunstâncias, a demanda agregada.

Enquanto nos países avançados a fórmula tinha sucesso, a inflação estava sob controle e a economia crescia, a realidade era outra nas economias dos países periféricos, como Brasil, Argentina, Israel e outros. Defrontavam-se com altíssimas taxas de inflação e grandes desequilíbrios nas contas externas. A receita tradicional — equilibrar as contas públicas e controlar a emissão de moeda — era insistentemente prescrita como a única maneira de controlar a inflação e estabilizar a economia.

À época ainda não estava claro que os bancos centrais não têm como controlar a base monetária. Só nos anos 1990, Charles Goodhart, Ben Bernanke e outros economistas com experiência prática de política monetária deixaram claro que os bancos centrais não têm como controlar a oferta de moeda, e que seu instrumento de política é a taxa de juros sobre as reservas bancárias. Até então, a teoria monetária ensinada no meio acadêmico pressupunha que a base monetária estivesse sob o controle do banco central. Estava decretada a aposentadoria silenciosa da Teoria Quantitativa da Moeda.

Teoria e prática

Antes de completar um ano de volta ao Brasil, por indicação de Claudio Haddad, meu professor no curso de mestrado da EPGE/FGV, que assumira a recém-criada diretoria de política monetária no Banco Central, fui substituí-lo como economista de um novo e ambicioso banco de investimentos. O Banco Garantia era um dos principais *dealers* do Banco Central para operações de dívida pública no mercado financeiro, no chamado open market. A decisão não foi fácil. Eu tinha terminado o doutorado no MIT, desconsiderado a sugestão de um de meus

orientadores para ficar numa universidade americana e resolvido voltar. Juntei-me a um grupo de jovens brasileiros com doutorado no exterior, alguns dissidentes da EPGE/FGV, outros vindos da Universidade de Brasília, que se reuniram com o objetivo de transformar o departamento de economia da PUC do Rio numa escola de alto nível internacional. Meu interesse pela prática da política monetária e do mercado financeiro, associado à impressão de um entusiasmado dinamismo do ambiente no Banco Garantia, tornaram a proposta irresistível. Financeiramente, é bom deixar claro, meus novos chefes fizeram questão de que eu começasse sem nenhum aumento de renda. Por alguns anos, consegui conciliar o trabalho no mercado financeiro com o projeto acadêmico. Foi a observação de como atua um banco central moderno, a experiência prática de um mercado financeiro sofisticado, que confirmou minhas suspeitas de que o quantitativismo monetário estava equivocado. Não só o banco central não tem como controlar a base monetária, como tentar limitar o crescimento da base significativamente abaixo da taxa de inflação corrente, em especial numa economia com um sistema de indexação retroativa, baseada na inflação passada, é a receita certa para provocar uma crise bancária de grandes proporções.

Com colegas professores da PUC-Rio, ajudei a desenvolver a tese de que a inflação, sobretudo quando há mecanismos de indexação de preços e salários, tem um grande componente de inércia. Ainda que na ausência de novos focos de pressão, a inflação tende a se perpetuar. Choques de alta levam à sua aceleração, mas os choques deflacionários se fazem sentir primordialmente sobre o nível de atividade, com pouco efeito moderador da inflação. A tese da inflação inercial dava uma

explicação para o repetido fracasso das tentativas de controlá-la com base na ortodoxia, a partir do receituário inspirado na Teoria Quantitativa da Moeda, mas não oferecia uma proposta alternativa.

Com a redemocratização e a eleição de Tancredo Neves, alguns economistas passaram a sugerir que se promovesse uma drástica contração monetária, um “choque ortodoxo”, para vencer a inflação. A proposta era decorrência lógica do diagnóstico, amplamente aceito entre os monetaristas quantitativistas, de que nunca se havia de fato estancado a emissão excessiva de moeda. Até então, todo programa de estabilização havia seguido uma lógica gradualista, segundo eles, sempre interrompida por pressões políticas aos primeiros sinais de recessão. Francisco Lopes, um dos principais formuladores da tese da inflação inercial, propôs então uma alternativa baseada no congelamento de preços para quebrar a inércia da inflação. Em contraponto ao receituário quantitativista, chamou a sua proposta de um “choque heterodoxo”.

A experiência prática no mercado financeiro me convencera de que, além das conhecidas dificuldades e distorções associadas ao controle de preços, a súbita reversão da inflação levaria a uma inadimplência generalizada e à desorganização da economia. A inflação estava embutida nos contratos financeiros, e a súbita interrupção da alta dos preços tornaria os termos dos contratos, feitos na expectativa de alta inflação, inexecutáveis. Irving Fisher, na década de 1930, já havia chamado a atenção para o impacto recessivo do aumento do valor real dos passivos financeiros quando há deflação. A súbita e inesperada queda da inflação, frustrando expectativas consolidadas, tem efeito semelhante.

Em conversa com Bruno Lima Rocha, um ex-aluno da PUC que fora trabalhar no Banco Garantia, para tentar entender como seria possível evitar a inadimplência generalizada dos contratos financeiros caso a inflação fosse súbita e drasticamente reduzida, ocorreu-nos a ideia de que a solução estaria na escrituração dos contratos em termos instantaneamente indexados. À época, a discussão teórica sobre indexação — assumindo sempre que a indexação fosse instantânea e não retroativa — levava a crer que a indexação não era um fator de inércia, mas, ao contrário, que facilitaria a estabilização monetária ortodoxa.¹

Da indexação instantânea para a criação de uma moeda que fosse uma unidade de conta indexada à inflação corrente foi um passo. Numa unidade de conta virtual diariamente corrigida pela inflação corrente, o valor real dos contratos financeiros não seria mais afetado pelas variações inesperadas da inflação. Um verdadeiro ovo de colombo, que resolvia tanto o problema da inércia como o do aumento do valor real dos contratos financeiros, baseados numa expectativa de inflação alta, quando a inflação desaparece. A ideia de criar uma moeda indexada, paralela à moeda na qual há inflação, durante um período de transição, quando a superioridade de uma referência estável de valor ficaria evidente e levaria à adoção generalizada da nova moeda, sem necessidade de imposição legal, pareceu-me resolver todos os desafios da inflação crônica. Na moeda indexada não haveria inflação, nem inércia, nem os problemas associados à súbita interrupção do processo inflacionário. Todas as questões levantadas tinham resposta simples e natural.

O primeiro artigo, “A moeda indexada: Uma proposta para eliminar a inflação inercial”, saiu como texto para discussão do

Departamento de Economia da PUC-Rio no final de 1984. Pela mão de Celso Pinto, foi publicado na *Gazeta Mercantil* e mais tarde, no início de 1985, na *Revista de Economia Política*. A proposta provocou interesse e muita discussão. Mário Henrique Simonsen elogiou de público, mas a ideia recebeu sobretudo severas críticas, para minha surpresa, não apenas dos economistas identificados como o monetarismo quantitativista, mas também de meus colegas da PUC-Rio.

Por iniciativa de Simonsen, que se propôs a estar na mesa como debatedor, fui apresentar a proposta num auditório lotado na Associação Brasileira de Imprensa, no centro do Rio. Para a ocasião escrevi um segundo artigo, “A moeda indexada: Nem mágica, nem panaceia”, originalmente divulgado também como texto para discussão do Departamento de Economia da PUC-Rio. Esse segundo artigo é essencialmente uma resposta aos críticos, ao monetarismo quantitativista e ao reformismo estruturalista, que à época já defendiam suas reformas prediletas como condição para a estabilização dos preços. Assim como hoje o fundamentalismo fiscalista propõe um tratamento de choque e exige reformas estruturais que garantam o equilíbrio das contas públicas como condição para a recuperação da economia, à época seu apelo era para reformas estruturais profundas. Os dois artigos originais estão nos Apêndices deste volume, pois merecem ser relidos à luz da crise que se abateu sobre a teoria monetária e a macroeconomia, o tema da primeira parte deste livro.

A proposta continuou a provocar interesse tanto no Brasil como no exterior. Fui convidado por John Williamson, que tinha sido professor da PUC-Rio, para apresentá-la no Institute of International Economics, hoje Peterson Institute, em

Washington. Williamson sugeriu que eu me associasse a Persio Arida, que havia proposto uma indexação completa da economia e estava no Woodrow Wilson Centre, também na capital norte-americana, para apresentação de nossas ideias sobre o tema. Em um dia e uma noite escrevemos o artigo “Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil” [Inflação inercial e reforma monetária no Brasil]. No dia seguinte, apresentamos a proposta para uma plateia seleta de economistas, entre os quais estavam nossos ex-professores do MIT, Stanley Fischer, Rudiger Dornbusch e Franco Modigliani, além de Phillips Cagan, da Universidade de Chicago, autor de um artigo clássico sobre hiperinflações, de 1956. Nossa apresentação ficou conhecida como a proposta Larida. O nome foi cunhado por Rudi Dornbusch, que, apesar da relação pessoal conosco, foi ácido crítico em relação à ideia desde a primeira hora.

O texto da proposta Larida, originalmente escrito em inglês, também pode ser encontrado nos Apêndices deste volume. Relido hoje, 35 anos depois, fica claro que a experiência da inflação crônica brasileira já nos havia ensinado que alguns dos cânones da ortodoxia, só muito recentemente questionados, estavam equivocados. O ajuste fiscal, a contração do crédito e a alta da taxa de juros não têm quase nenhum efeito moderador sobre a inflação, mas são inequivocamente recessivos. Da mesma forma, ainda que a economia se recupere e haja uma significativa redução do desemprego e da capacidade ociosa, na ausência de novos choques, a inflação tende a ficar estável.

A experiência recente, após a grande crise financeira de 2008, veio a confirmar que a inércia da inflação não é apenas para baixo, mas também para cima. Já questionávamos a política de taxa de juros básica excessivamente alta, por não ter efeito

moderador sobre a inflação, agravar o desequilíbrio das contas públicas e inviabilizar o investimento privado. Observamos que o ajuste fiscal e monetário tinha sido incapaz de moderar a inflação brasileira, que se manteve acima de 200% ao ano. O déficit fiscal, que chegou a 8% do PIB em 1982, foi reduzido para 3,5% em 1983 e quase eliminado em 1984, mas, diante da irreduzibilidade da inflação, os defensores da ortodoxia passaram a negar que o ajuste houvesse sido feito. A facilidade com que os economistas sempre se dispuseram a negar as evidências para preservar a tese é um triste atestado de que, ao contrário do que pretendem, são mais ideólogos do que cientistas.

Já no fim do artigo, na seção “Uma âncora para o CN”, discutimos a necessidade de uma âncora para garantir a estabilidade da nova moeda. Descartamos que a base monetária pudesse servir de âncora para as expectativas. Ainda não tínhamos plena consciência de que os bancos centrais não têm controle sobre a base, mas sabíamos que a demanda por base monetária é inversamente correlacionada com a inflação e muito instável, portanto não poderia servir de âncora. Examinamos os prós e os contras de adotar a taxa de câmbio para balizar os preços, mas demonstramos uma preferência pela taxa de juros externa, o que chamamos de uma âncora wickselliana. Ainda não estávamos conscientes de que nada na economia garante objetivamente a estabilidade do nível de preços, de que a inflação na prática é uma questão de formação de expectativas e portanto um fenômeno de psicologia coletiva, mas já havíamos percebido que alguns preços, como a taxa de câmbio e a taxa básica de juros, são importantes sinalizadores para a coordenação das expectativas.

Da moeda indexada ao real

A proposta continuou a provocar polêmica e nos catapultou para a vida pública. Mário Henrique Simonsen indicou-me para o Banco Central, mas Tancredo Neves optou por um time de economistas estritamente ortodoxo que, com a morte prematura do presidente eleito, foi substituído quando José Sarney assumiu a Presidência da República. A convite de Fernão Bracher, fui então para o Banco Central, para a Diretoria de Dívida Pública e Mercado Aberto, hoje Diretoria de Política Monetária. Persio Arida estava no Ministério do Planejamento, com João Sayad.

Apesar de nossos esforços, a moeda indexada não emplacou no Plano Cruzado. Saulo Ramos, o ministro consultor para assuntos jurídicos do presidente Sarney, considerou que a convivência de duas moedas seria inconstitucional. O programa do Plano Cruzado, em essência um congelamento de preços associado a uma tablita deflacionária dos contratos financeiros, estava mais próximo do “choque heterodoxo” que da moeda indexada. Apesar do estrondoso fracasso, o breve período de alguns meses em que o congelamento com tablita financeira teve sucesso para estabilizar os preços deixou marcas profundas no imaginário político do país. Sucessivos programas de estabilização, sempre com um novo congelamento e uma nova moeda, cada vez mais agressivos e autoritários, seguiram o mesmo roteiro até chegar ao paroxismo do congelamento com bloqueio dos ativos financeiros do Plano Collor.

De volta ao mercado financeiro, de uma forma ou de outra, fui obrigado a acompanhar e a discutir, muitas vezes com os próprios autores, economistas e políticos, as razões por que sempre acreditei que não teriam sucesso. Participei, com Mário

Henrique Simonsen, de longos encontros com Fernando Collor — àquela altura presidente eleito, mas ainda não empossado — numa casa de Brasília, para discutir as bases de um programa de estabilização. Um apêndice supurado me impediu de encontrá-lo em Roma. Collor optou por montar sua equipe em torno de Zélia Cardoso de Mello. Dias após a divulgação do chamado Plano Collor, com o país ainda em estado de choque, fomos a Brasília, Persio e eu, convocados por Ibrahim Eris, o principal idealizador do plano econômico. Discutimos por horas, caminhando à noite pelas ruelas da Academia de Tênis, a lógica, os riscos e as chances de sucesso do programa de estabilização mais agressivo de que se tem notícia. Parecia-nos fadado a ser mais um estrondoso fracasso. Persio e eu chegamos a escrever um artigo acadêmico, nunca publicado, sobre a lógica do Plano Collor, seus efeitos recessivos e a inevitabilidade da volta da inflação.

A queda de Collor levou Fernando Henrique Cardoso ao gabinete ministerial de Itamar Franco, primeiro no Itamaraty, depois na Fazenda. Não pude aceitar fazer parte da equipe inicial de Fernando Henrique na Fazenda, mas algumas semanas depois, num jantar social em São Paulo, marcamos um encontro para o dia seguinte. Na minha casa, num sábado à tarde, acertamos que eu coordenaria o desenho das linhas mestras de um programa de estabilização. Sugerir que Pedro Malan, à época negociador da dívida externa do Brasil em Washington, fosse meu interlocutor. No dia marcado para apresentarmos as primeiras ideias a Fernando Henrique, a crise do cheque especial derrubou o presidente do Banco Central. Combinamos, Pedro Malan e eu, de chegarmos mais cedo, antes de FHC, para acertarmos os ponteiros. Malan abriu a conversa

dizendo que eu deveria estar preparado para aceitar ir para o Banco Central. Retruquei que ele era o melhor candidato, e eu, o melhor argumentador.

Tentamos, sem sucesso, convencer FHC a aceitar um terceiro nome. Pedro Malan propôs então que eu aceitasse o Banco Central até que ele terminasse o já adiantado acordo de renegociação da dívida externa. Argumentei que um presidente do Banco Central com mandato de apenas alguns meses era tudo de que não se precisava naquele momento. Terminamos a noite comigo substituindo Malan como negociador da dívida e ele presidente do Banco Central. Sugeri Francisco Pinto para a diretoria do Banco Central e Persio Arida foi para o BNDES. Com Edmar Bacha, Winston Fritsch e Gustavo Franco, que já se encontravam na Fazenda, estava montada a equipe responsável pela formulação do Plano Real.

Com a criação da Unidade Real de Valor, a URV, uma unidade de conta corrigida pela inflação corrente, a moeda indexada foi enfim posta em prática, dez anos depois da publicação da proposta original. Alvo de críticas pesadas na academia quando formulada, politicamente combatida à direita e à esquerda quando criada, o papel da moeda indexada, de uma unidade de valor estável, na coordenação das expectativas e na estabilização da inflação é até hoje mal compreendido, porque ainda não ficou claro que a propriedade essencial da moeda é a de ser a unidade contábil da economia. Todas as suas demais propriedades, como as de servir de meio de troca e de reserva de valor, enfatizadas nos livros-textos, são subordinadas à de servir de unidade de conta. Como é essencialmente a unidade de conta da economia, assim como a URV, a moeda não precisa ter valor intrínseco nem existência física.

Não participei da implementação do Plano Real. Concluído o acordo da dívida externa e o roteiro até o lançamento da nova moeda, conforme o combinado, deixei o governo. Voltei alguns anos mais tarde, no último ano do primeiro governo FHC, para coordenar as reformas institucionais. A primeira delas seria a da Previdência, aquela que me parecia ser a mais urgente. Terminado o trabalho de um grupo de especialistas, ficou claro que as resistências de toda ordem inviabilizariam que a proposta fosse à frente. Com a morte prematura de Sergio Motta, ministro das Telecomunicações, responsável pela privatização da Telebrás, substituí Luiz Carlos Mendonça de Barros, que foi para o Ministério, no BNDES. Interesses escusos e até hoje mal compreendidos insinuaram, a partir de gravações de conversas telefônicas, sobretudo entre mim e Mendonça de Barros, que estaríamos manobrando para favorecer um dos grupos interessados no leilão das teles. Deixamos o governo, fomos inocentados de todas as acusações, o que nunca mereceu a atenção da mídia, mas só alguns anos depois me dei conta do trauma psicológico que um processo como esse pode provocar. Desinteressei-me da economia e passei a afirmar, com toda a sinceridade, que me considerava um ex-economista.

Um divisor de águas

Foi a grande crise financeira de 2008 que fez renascer o meu interesse pela economia. Justamente quando os macroeconomistas se vangloriavam de ter aprendido a evitar os ciclos econômicos, a garantir a expansão permanente da economia, fenômeno ao qual chamaram de “a grande moderação”, explodiu uma crise financeira que ameaça levar ao

colapso a economia mundial. Aos primeiros sinais de queda dos preços no mercado imobiliário, a reversão do otimismo dos mercados provocou uma súbita contração do crédito. O crédito privado, portanto a moeda emitida pelo sistema financeiro, não está sujeito à mesma restrição da moeda pública lastreada na prata e no ouro. Expande-se automaticamente com o otimismo e os negócios, mas está sujeito a uma brusca reversão quando o otimismo desaparece.

Como veremos a seguir, com a criação de um sistema bancário privado, autorizado a emitir moeda com base num regime de reservas fracionárias, o problema da iliquidez crônica das economias medievais foi resolvido, mas um novo surgiu: as recorrentes corridas bancárias em momentos de crise. Quando a confiança na moeda emitida pelo sistema financeiro desaparece, há uma corrida para a moeda pública. Desde a criação do sistema financeiro privado, no final do século XVII na Inglaterra, as corridas bancárias foram um problema recorrente. Para evitar o colapso da economia, suspende-se a conversibilidade da moeda, como aconteceu na Inglaterra por dois longos períodos durante o século XIX, abre-se mão do padrão-ouro, como no entreguerras da primeira metade do século XX, abdica-se do dogmatismo quantitativista e emite-se moeda primária em proporções nunca vistas, como na experiência do Quantitative Easing (QE), depois da grande crise financeira da primeira década do século XXI.

Quando há crises sérias, seja pela necessidade de mobilização militar em caso de guerra, seja para evitar o colapso do sistema financeiro quando há perda de confiança e súbita reversão do crédito privado, a restrição sobre a expansão da base monetária é sempre levantada. Desde o século XVII, quando o sistema

financeiro passou a emitir certificados de depósitos que circulavam como moeda, a restrição à emissão de base monetária — ou seja, de moeda primária emitida pelo Estado — foi sempre levantada diante de um motivo de força maior. Fica assim claro que a restrição sobre a emissão primária é puramente administrativa. Trata-se de uma medida baseada numa decisão política de estabelecer limites para os gastos públicos. Assim como não há nada que exija que a moeda tenha lastro metálico, também nada exige que a base monetária deva estar limitada pela expansão da renda nominal, como pretendeu durante décadas a Teoria Quantitativa da Moeda.

A moeda é uma unidade de conta estabelecida pelo poder público, para contabilizar débitos e créditos do Estado, que passa a ser utilizada por toda a sociedade. Como as experiências inflacionárias demonstram, essa unidade de conta oficial pode sofrer variações em termos reais — ou seja, seu poder aquisitivo pode variar, aumentando nas deflações e reduzindo-se nas inflações. Nos dois casos, a instabilidade do poder aquisitivo da unidade de conta pode desorganizar profundamente a economia. As deflações, mesmo moderadas, são recessivas, pois tendem a inviabilizar os investimentos que dependem do crédito. Já a inflação moderada, de um dígito ao ano, se estabilizada e previsível, porque incorporada nos contratos, não provoca grandes distúrbios. O risco de ser condescendente com pequenas taxas de inflação é que os choques inflacionários, como grandes desvalorizações cambiais, altas de preços de energia ou grandes aumentos de salários, por aumentar de forma temporária a inflação, podem desestabilizar as expectativas. Como se sabe hoje, as expectativas de inflação são muito mais estáveis do que se imaginava, mas, uma vez

desestabilizadas, podem levar a uma rápida aceleração dos preços até a hiperinflação aberta. Essa é a razão por que hoje há um consenso de que é melhor manter taxas de inflação bem baixas, a menos de 4% ao ano, pois assim há margem de segurança tanto para evitar a deflação, na eventualidade de choques deflacionários, como para alguma alta transitória da inflação, no caso de choques inflacionários, sem que as expectativas se desancorem.

A grande crise financeira de 2008 foi um divisor de águas para a teoria monetária e para a macroeconomia. O experimento do afrouxamento quantitativo, o chamado QE, levado a cabo pelos bancos centrais das economias avançadas, foi uma emissão monetária primária sem precedentes para adquirir títulos de dívida, pública e privada, carregados pelo setor privado. A iniciativa partiu do Fed norte-americano e foi replicada pelo Banco da Inglaterra e pelo Banco Central Europeu, assim como os demais bancos centrais de todos os países onde a crise ameaçou o sistema financeiro. Em nenhuma das economias onde foi posta em prática, essa extraordinária emissão de base monetária provocou inflação. Pelo contrário, mais de dez anos depois, quase todas elas ainda estão procurando escapar da ameaça da deflação. Apesar de taxas de juros básicas nulas ou até mesmo negativas, a inflação continua renitentemente baixa. Não poderia haver evidência mais acachapante de que a emissão de base monetária não está sempre associada à inflação.

O adágio de que “a inflação é sempre e em toda parte um fenômeno monetário”, repetido à exaustão nos livros teóricos do século passado, não procede. Só é verdade como uma definição trivial de que a inflação é a erosão do poder de compra da unidade de conta da economia, mas não pode ser entendido

como uma relação de causalidade entre a emissão de moeda e a inflação. Como sustento nos textos da primeira parte deste livro, o excesso de emissão monetária, primária ou secundária, pode levar ao aquecimento excessivo da economia, pressionar a capacidade instalada e o mercado de trabalho. Desvalorizações cambiais, altas de salários e preços decorrentes de uma economia superaquecida podem desancorar as expectativas e levar a uma aceleração da inflação, mas não há nenhuma relação direta e estável entre a emissão de base monetária e a inflação.

Novas controvérsias

Em 2015 fui ser professor visitante da Universidade Columbia, em Nova York. Meu objetivo era escrever sobre os insucessos e os sucessos das tentativas de estabilizar a inflação brasileira desde a segunda metade dos anos 1940. A partir da polêmica entre Eugênio Gudin e Roberto Simonsen, conhecida como “a controvérsia do planejamento”, me propunha a reconstituir o percurso da teoria e da prática do combate à inflação no Brasil até o Plano Real. Procurei me atualizar sobre a teoria macroeconômica. As duas décadas fora da universidade, sem leitura sistemática de artigos acadêmicos, tinham me deixado com lacunas em relação à evolução da teoria monetária. Em particular, eu queria entender como a Teoria Quantitativa da Moeda foi conceitualmente aposentada, compreender os caminhos percorridos pela teoria até a substituição do controle da base monetária pelas metas para a inflação e uma regra para a taxa básica de juros.

Para minha surpresa, nem sequer o texto de referência da macroeconomia avançada do século XXI, o livro *Interest and*

Prices [Juro e preços], de Michael Woodford, se preocupava em ter uma explicação coerente sobre o abandono da teoria que praticamente monopolizou a ensino de economia até a última década do século XX. Os bancos centrais não controlam mesmo a base monetária, e a demanda agregada responde à taxa básica de juros. A expansão da moeda não vem ao caso, o banco central deve ter credibilidade ao anunciar metas para a inflação e é preciso evitar trajetórias explosivas do endividamento público. Essa é a síntese da macroeconomia deste início de século.

Desde a crise financeira de 2008, na tentativa de evitar a deflação, ainda que tendo promovido uma emissão primária de moeda em proporções nunca vistas, os bancos centrais dos países avançados se defrontaram com o limite inferior para as taxas básicas de juros — o *lower bound*, dado pela taxa de juros nula quando ainda há moeda papel em circulação. De acordo com a teoria em vigor, ao bater no limite inferior da taxa de juros nula, sem possibilidade de continuar a seguir a Regra de Taylor, que obriga a continuar a reduzir os juros enquanto houver capacidade ociosa e desemprego, era de se esperar que a inflação continuasse a cair em direção à deflação. Não foi o que ocorreu. Quando a taxa básica se estabilizou, a inflação também parou de cair.

A possibilidade de que a taxa básica fixada pelo banco central possa estar positivamente correlacionada com a inflação, ao contrário do que pretende a teoria estabelecida, foi levantada por John Cochrane. Sugeriu que essa conjectura, que Cochrane chamou de “hipótese neofisheriana”, poderia explicar o fenômeno da combinação de juros extraordinariamente altos e a renitente inflação brasileira desde o Plano Real. Mesmo com a economia em séria recessão, com alto desemprego e capacidade

ociosa, como ocorre desde 2015, a inflação não cedeu como seria de se esperar. Assim, a altíssima taxa básica de juros mantida pelo Banco Central desde a década de 1990 teria não apenas contribuído para a piora das contas públicas elevando o serviço da dívida, mas também para impedir a queda da inflação. A taxa básica de juros seria um sinalizador importante para a formação das expectativas. Se o Banco Central, que em tese é quem melhor está capacitado para fazer estimativas da inflação, fixa uma taxa de juros muito elevada, o entendimento é que a instituição espera que a inflação seja muito alta.

No livro *Juros, moeda e ortodoxia*, de 2017, levantei a hipótese de que a conjectura neofisheriana pudesse explicar o paradoxo das altas taxas de juros brasileiras. Embora recebida com grande ceticismo, para dizer o mínimo, pelos meus colegas macroeconomistas quando apresentada em seminário da Casa das Garças (IEPE/ CdG), no Rio de Janeiro, o fato é que, quando o Banco Central finalmente resolveu baixar a taxa básica, apesar de o déficit fiscal primário continuar o mais elevado dos últimos anos, a inflação por fim cedeu. A tese aceita é a de que o Banco Central pôde baixar os juros *porque* a inflação cedeu. Correlação não implica causalidade. Nada mais difícil do que inferir causalidade dos dados, mas a recente experiência brasileira parece dar sustentação à hipótese neofisheriana. A hipótese não pode ser preliminarmente descartada, como tem sido até agora, e merece estudo mais cuidadoso.

A política monetária é fiscal

Os textos reunidos na primeira parte deste livro voltam a questionar a macroeconomia convencionalmente aceita e

sugerem que a condução das políticas monetária e fiscal esteve equivocada desde o Plano Real. As políticas fiscal e monetária não são independentes, como durante muitos anos pretendeu a teoria e até hoje pressupõe a prática. A política monetária, mais do que nunca, é também uma questão fiscal. A interdependência das políticas monetária e fiscal já havia sido demonstrada no artigo clássico de Thomas J. Sargent e Neil Wallace, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic” [Uma aritmética monetarista desagradável], de 1981, mas nunca foi incorporada à prática das políticas macroeconômicas. Àquela altura ainda se supunha que os bancos centrais pudessem controlar moeda. Quando se reconhece que a variável instrumental da política monetária não é a base monetária, mas sim a taxa de juros, fica evidente que há uma relação direta entre a política monetária e o custo da dívida pública. A política monetária afeta de forma direta o custo da dívida; está, portanto, umbilicalmente ligada à política fiscal.

A prática continuou a tratar a política monetária como dissociada da política fiscal. Convencionou-se que para melhor conduzir a política monetária, sem interferências espúrias, os bancos centrais deveriam ser independentes e ter autonomia para fixar a taxa de juros, cujo impacto fiscal através do custo da dívida é um dos mais importantes determinantes das despesas do governo. A relevância da taxa de juros sobre o custo da dívida pública é razão suficiente para que a política do banco central seja coordenada com o orçamento fiscal, mas, quando os bancos centrais passam a emitir em proporções nunca vistas para comprar títulos das carteiras das instituições financeiras, como fizeram com o QE, fica claro que o componente fiscal de sua ação ofusca o orçamento governamental. Com o QE, foi dado aos

bancos centrais um mandato para emitir e gastar, para fazer política fiscal, extraorçamento, por fora das instâncias até então estabelecidas nas democracias representativas. Ao implementar o QE, os bancos centrais evitaram uma crise que poderia arrastar as economias avançadas para uma depressão de grandes proporções, mas fizeram e continuam a fazer um misto de política monetária e fiscal que não é bem compreendido pelo grande público.

O advento do QE salvou as economias avançadas, implodiu a teoria monetária convencional e levantou sérias questões políticas. Se os bancos centrais podem emitir e gastar em proporções nunca vistas para evitar o colapso do sistema financeiro sem provocar inflação, por que não é possível também emitir e gastar para outras causas igualmente justificáveis, como o investimento em saneamento, saúde, educação e segurança? A resposta de que só é possível emitir e gastar quando há recessão, quando não existe o risco de o gasto público pressionar a capacidade instalada, não nos desobriga de responder por que se pode emitir para comprar títulos de dívida do sistema financeiro, como continua a fazer até hoje o Banco Central Europeu, e não para financiar investimentos públicos necessários, de grande impacto sobre a produtividade da economia e o bem-estar da população. A pergunta que tem sido feita pela esquerda na Europa e nos Estados Unidos, com um toque de populismo demagógico por pressupor que o QE salvou apenas o sistema financeiro e não toda a economia, faz sentido e precisa ter uma resposta despida de paixão política e ideológica.

A chamada Moderna Teoria Monetária, mais conhecida pela sigla em inglês MMT, que até muito recentemente não conseguia se fazer ouvir pelos círculos da elite da academia norte-

americana, tem uma resposta clara para essa pergunta: sim, é possível emitir para financiar outros tipos de gastos, inclusive sociais, como a garantia de emprego, sem provocar inflação. A MMT retoma a tradição intelectual dos nominalistas, em contraponto aos metalistas, na história da teoria monetária. Defendem que a moeda é uma unidade de conta estabelecida pelo poder central, que passa a ser utilizada pela sociedade nas suas relações econômicas. Um Estado que emite a sua moeda fiduciária não está sujeito a nenhuma restrição financeira, pois ao gastar sempre e inevitavelmente emite. A única limitação à qual os gastos públicos devem estar submetidos, além da obrigatória avaliação de custos e benefícios, é a da capacidade de oferta da economia, que, se desrespeitada, pode provocar desequilíbrio nas contas externas e inflação. A exigência de que o Estado emissor da sua moeda equilibre receitas e despesas é uma restrição administrativa, uma decisão política, não econômica. É uma restrição política para evitar que o governo, como tantas vezes ocorreu ao longo da história, gaste de forma perdulária e improdutiva. Uma restrição que foi sempre suspensa em condições críticas, como em casos de guerras e de grandes crises financeiras.

A afirmação de que a restrição financeira do Estado é uma decisão política e não econômica causa perplexidade porque contradiz o senso comum de que todos, indivíduos, famílias e empresas, devem equilibrar suas contas e evitar o endividamento excessivo. Contradiz também a teoria monetária estabelecida, concebida a partir da moeda com lastro metálico e transposta de maneira equivocada para o universo da moeda exclusivamente fiduciária. O texto que abre a primeira parte deste livro, ao reconstituir a história da moeda na Inglaterra,

deixa claro que a tese da MMT não é nova — pelo contrário, tem longa tradição na história da teoria monetária. Foi curiosamente abandonada e quase esquecida durante todo o século passado, bem no momento em que se tornou mais relevante, com o fim do padrão-ouro e o advento da moeda fiduciária.

Repensar

No ensaio sobre a controvérsia entre Eugênio Gudín e Roberto Simonsen, em *Juros, moeda e ortodoxia*, sustento que em retrospecto o liberalismo brasileiro, que tem Gudín como patrono, estava certo sobre os riscos associados ao capitalismo corporativista, ao intervencionismo burocrático, ao Estado empresário e à economia fechada à competição externa. Perderam, contudo, a batalha pelos corações e as mentes ao subscrever o monetarismo quantitativista dominante nos círculos acadêmicos e políticos da época. Sempre que estiveram no comando da economia, ao tentar controlar a inflação, acabaram por provocar crises bancárias e recessões. A exceção foi o primeiro governo militar, que, com a contribuição intelectual original de Mário Henrique Simonsen sobre a dinâmica dos salários em regimes de alta inflação, foi capaz de transcender a ortodoxia monetarista e estabilizar a inflação.

Depois de uma década de governos do PT, que levaram ao paroxismo o inchaço do Estado, associado a uma política de investimentos cujo único norte parece ter sido a corrupção institucionalizada, o país volta a ter liberais no controle da economia. Liberais em economia, porém num governo profundamente iliberal, e que mais uma vez adotam um dogmatismo equivocado. Desta vez, quem dá o tom não é o

quantitativismo monetário, definitivamente aposentado, mas a obsessão pelo equilíbrio fiscal. O dogmatismo fiscal que propõe um orçamento equilibrado, em todas as circunstâncias e a qualquer custo, é um profundo equívoco. A política monetária já se demonstrou incapaz de sustentar por si só o crescimento nas economias avançadas. Com taxas de juros próximas de zero, ou mesmo negativas, o uso da política fiscal para reanimar a economia, o velho receituário keynesiano, se torna, mais do que justificado, imperativo.

Infelizmente, depois do descalabro dos gastos públicos dos anos de governos do PT, o país parece sofrer de estresse pós-traumático. É incapaz de avaliar com isenção e racionalidade os argumentos a favor de um programa de investimentos públicos com o objetivo de aumentar a produtividade e o bem-estar. A profunda crise por que passa a teoria macroeconômica solapa as bases dos cânones estabelecidos para a avaliação das políticas monetária e fiscal. Convidados a rever suas posições, a maioria dos economistas liberais brasileiros parece preferir as trincheiras dos velhos dogmas. Os textos aqui reunidos são mais uma tentativa de repensar.

PARTE I

A moeda, as ideias e a política

TANTO A MOEDA COMO A TEORIA monetária modernas têm suas raízes na Inglaterra, o berço da Revolução Industrial e do capitalismo contemporâneo. No final do século XVII, o governo inglês interrompeu uma longa tradição e deixou de cobrar para cunhar moedas. Esse momento, quando o governo torna a oferta de moeda um serviço público, pode ser entendido como o ponto de partida para o sistema monetário fiduciário contemporâneo. A visão ainda hoje dominante, aquela que inspira toda a teoria monetária convencional, é a de que a moeda é uma geração espontânea dos mercados, fruto da necessidade de encontrar uma mercadoria perene, de aceitação generalizada, que dispense a dupla coincidência de desejos e sirva como referência de valor. No entanto, há cada vez mais evidência de que é a decisão da autoridade instituída, de aceitar receber contribuições e impostos numa determinada unidade de conta, que lhe dá essa aceitação generalizada. A moeda, longe de ser uma criação espontânea do mercado, é uma referência institucional. É a unidade de valor utilizada pelo poder, para registrar seus débitos e créditos, adotada pela comunidade. A existência da moeda, de uma unidade de conta universalmente aceita, permite a

transferência de valores no tempo e no espaço e a reorganização da economia. É a moeda que viabiliza a superação da economia de subsistência. Não é o comércio que cria a moeda, mas a moeda que viabiliza o comércio.

A moeda como um serviço público

As moedas romanas circularam na Inglaterra, assim como em todo o Império Romano, até o final do século VI. Com a retirada dos romanos, a estrutura administrativa e militar da Grã-Bretanha foi desmontada, e a economia inglesa se desmonetizou. Do início do século V até o fim do século VII não havia praticamente moeda em circulação na Inglaterra.¹ A maioria das moedas romanas saiu de circulação. Desgastadas ou entesouradas, as remanescentes continuaram a circular esparsamente, e os mercados colapsaram. O impacto da iliquidez monetária sobre as condições materiais e a produção cultural foi dramático. A crer na moeda como uma criação da necessidade dos mercados, essas seriam as condições ideais para o surgimento espontâneo de uma moeda local, mas não foi o que ocorreu. Sem uma autoridade central, capaz de estabelecer a unidade de conta para registro de transações, o comércio declinou, toda a demanda desapareceu e não há evidência de atividades mercantis até o fim do século VII. Segundo Chris Wickham, “toda forma de trocas, além das mais rudimentares, deve ter cessado”.²

De acordo com estudos arqueológicos, a reorganização política nas terras anglo-saxônicas teve início no final do século VI. No começo do século VIII, com a reconstrução do poder político e a consolidação de pequenos reinados

hierarquicamente mais organizados, as unidades de conta para as obrigações pecuniárias foram reintroduzidas, e o comércio voltou a florescer. A partir do século XI, a moeda começa a ser regulamentada e a se institucionalizar tanto na Inglaterra como no continente europeu. Os governos então se dão conta de que era preciso introduzir um meio mais eficiente de coletar impostos e transferir recursos. O mais antigo relatório do Tesouro inglês ainda existente, do final do século XII, afirma:

A moeda é necessária, não unicamente em tempos de guerra, mas também em tempos de paz. Porque, no primeiro caso, as receitas são gastas com a fortificação das cidades, o pagamento dos salários dos soldados. Quando as hostilidades cessam, as armas de guerra são postas de lado, as igrejas são construídas por príncipes devotos, o Cristo é vestido e alimentado na pessoa dos pobres e o Mamom deste mundo é distribuído através de outros atos de caridade.³

Apesar do interesse do poder central na instituição da moeda, durante muitos anos os governos cobraram pela sua cunhagem. Estabelecido o conteúdo de prata ou ouro de cada moeda, qualquer pessoa poderia levar o metal para uma casa autorizada e, mediante um desconto do metal aportado, sair com as moedas de curso legal oficialmente cunhadas. O desconto, conhecido como senhoriagem, deveria cobrir o custo da cunhagem e remunerar o governo pelo serviço prestado. Até hoje, quando a moeda é exclusivamente fiduciária, chama-se de senhoriagem o ganho do governo com sua emissão, sobre a qual não incidem juros. O público estava disposto a pagar a senhoriagem, o custo da cunhagem mais um tributo, que podia chegar a até 5% do valor metálico cunhado, porque a homogeneização e a regulamentação da moeda era um serviço altamente valorizado.

A iliquidez crônica da economia medieval europeia fez com que as moedas circulassem quase sempre com um prêmio sobre o seu valor metálico. Quando esse prêmio ficava muito acima do custo de senhoriagem, mais metal era levado para ser cunhado. Depois do século XVI, quando a falta de liquidez já havia sido atenuada, nos raros momentos em que a alta dos preços da prata e do ouro tornava o valor de face da moeda inferior ao seu valor metálico, as peças eram derretidas, criando assim um mecanismo endógeno de expansão e de contração do estoque de moeda física.

A moeda metálica medieval sempre esteve sujeita ao problema da perda de conteúdo metálico, seja pela raspagem desonesta seja pelo desgaste com o uso, o que obrigava as autoridades a tirá-las de circulação e substituí-las por novas, de acordo com as normas estabelecidas para o curso legal. Os custos da renovação monetária recaíam majoritariamente sobre os detentores das moedas antigas. O prêmio sobre o seu conteúdo metálico, o custo de cunhagem, assim como os das reformas monetárias, todos arcados em sua maior parte pelo público, é evidência do alto valor do serviço prestado pela moeda. A aceitação universal garantida pelo curso legal, pelo fato de ser aceita para quitar dívidas fiscais e todo tipo de encargos oficiais, é um serviço público pelo qual a sociedade sempre esteve disposta a pagar. A referência de valor e a liquidez da moeda é vital para o funcionamento e a expansão dos mercados. Os governantes podiam cobrar pela moeda, que beneficiava tanto o próprio governo como o público, porque a iliquidez sempre foi uma dolorosa restrição ao comércio e a toda atividade econômica.

A primeira moeda fiduciária inglesa

Na segunda metade do século XIV, o governo medieval inglês criou uma novidade monetária que aliviou a iliquidez da economia e antecipou em mais de seis séculos a moeda contemporânea. Os chamados *tallies* eram registros, em tiras de madeira esculpida, de créditos contra o governo. Inicialmente emitidos como recibos de antecipação de receitas tributárias, eram títulos de dívida pública lastreados em receitas tributárias específicas. Como eram transferíveis ao portador e não tinham prazo de resgate, passaram a circular na economia inglesa da Idade Média, sempre estrangulada pela insuficiência de moedas metálicas. Como a menor unidade da moeda metálica, o *penny* de prata, ainda era um valor alto — mais do que a remuneração semanal de um trabalhador do campo —, os menores valores de face dos *tallies* cumpriram um papel importante na liquidez do varejo. Atendiam ao mesmo tempo à necessidade do governo de levantar recursos e à demanda da economia por liquidez. Eram títulos de dívida pública ao portador, um IOU do governo, sem resgate definido e que não pagavam juros, ou seja, moeda fiduciária lastreada nas receitas tributárias futuras.

Como sustenta Christine Desan, a história das ideias conspirou para que os *tallies* fossem praticamente esquecidos.⁴ Apesar de terem perdurado por mais de três séculos, até o final do século XVI, apenas alguns historiadores, ainda no século XVII, registraram e comentaram a experiência precursora.⁵ Os autores clássicos não compreenderam que os curiosos tabletes de madeira, que circulavam como registro de dívida pública, funcionassem na prática como moeda. Ao optar pela tese de que a moeda é uma mercadoria espontaneamente definida pelo

mercado, passaram batido pela experiência precursora da primeira moeda fiduciária inglesa.

Como que para se certificar de seu completo esquecimento, em 1834 o Parlamento ordenou que o estoque de antigos *tallies* do Tesouro fosse queimado. A fogueira de *tallies* centenários, no subsolo da sede do Parlamento, escapou do controle e destruiu a Câmara dos Lordes e a Câmara dos Comuns. A destruição física dos *tallies* — além de sua exclusão dos textos clássicos da história da moeda, o que também vale para todas as demais moedas creditícias — extinguiu por completo a memória da experiência precursora da primeira moeda fiduciária inglesa. Sobraram referências nos documentos oficiais do Tesouro, suficientes para demonstrar que, ao menos durante mais de seis décadas, em um período que se estende de 1377 a 1477, o valor dos *tallies* emitidos foi muito superior ao de todas as moedas metálicas cunhadas na Inglaterra.⁶

A transição para um sistema financeiro moderno

Os *tallies* foram perdendo gradativamente importância com a evolução do sistema financeiro. Mas a transição do sistema monetário medieval para um sistema financeiro mais evoluído só ocorreria durante o século XVII, um período marcado por crises constitucionais, conflitos religiosos e guerra civil. Com a restauração da monarquia, em 1660, e a Revolução Gloriosa, em 1688, ocorreram mudanças cruciais para a modernização do sistema monetário.

Antes disso, porém, em meados do século XVI, durante os reinados de Henrique VIII e de seu filho Eduardo VI, numa medida desesperada para levantar fundos, reduziu-se

radicalmente o conteúdo de prata e de ouro das moedas. A referência de lastro metálico estabelecida para a libra esterlina era de 96,5%, mas as moedas de prata chegaram a circular com apenas 25% de lastro. A traumática experiência de um governo que levanta recursos através da substituição autoritária da moeda metálica por uma de menor valor intrínseco ficou conhecida como “The Great Debasement”, ou a Grande Desvalorização, e se tornou uma referência para o debate monetário inglês a partir de então.

Após o período Tudor, o sempre agudo problema do levantamento de recursos para o governo levou à criação de novos instrumentos financeiros. O governo deixou de cobrar pela cunhagem das moedas metálicas e surgiram títulos da dívida pública que pagavam juros e as notas bancárias. Pela primeira vez, a Coroa, que até então só tomava empréstimos externos, passou a captar recursos através de títulos financeiros de dívida interna.

Na segunda metade do século XVII, George Downing — nascido em Dublin e formado nos Estados Unidos como aluno da primeira turma da Universidade Harvard — serviu como diplomata na Holanda, onde pôde observar um mercado financeiro sofisticado. Ao voltar à Inglaterra após a Restauração, Downing introduziu os primeiros títulos da dívida pública que pagavam juros, as Treasury Orders (TO). Downing defendeu a criação de um mercado secundário de comercialização desses títulos e estimulou a liquidez das TO, pois assim o governo poderia tomar emprestado a longo prazo, enquanto os seus financiadores assumiriam um compromisso de curto prazo. Segundo Downing, isso levaria à queda dos juros da dívida.⁷ De fato, os novos títulos pagavam 6%, enquanto a Coroa

desembolsava praticamente o dobro com os banqueiros tradicionais. A intuição de Downing — de que a liquidez é valorizada e não tem contraindicação, e de que o título líquido exige menos juros do que o ilíquido sem comprometer a estabilidade do sistema financeiro — é um ponto até hoje mal compreendido pela teoria monetária.

O sistema concebido por Downing ganhou força nos anos imediatamente posteriores ao restabelecimento da monarquia, e a dívida pública e o investimento em títulos do governo passaram a ser parte integrante da economia inglesa. Nem mesmo o default em alguns grupos de TO, conhecido como “The Stop of the Exchequer”, ou a Parada do Tesouro — decretada por Carlos II por ocasião da guerra com a Holanda em 1672 —, interrompeu a evolução da dívida pública mobiliária interna. O sistema financeiro inglês tinha transitado da moeda metálica e da iliquidez medieval para o embrião de um sistema financeiro moderno, com os títulos da dívida pública na base de toda a estrutura de crédito privado.

A moeda como instrumento do poder público

A moeda medieval inglesa, apesar de lastreada no ouro e na prata, teve sua origem no poder público e, até o fim do século XVII, sempre foi entendida como um instrumento governamental. Esse entendimento foi ratificado pelos tribunais e estabelecido na lei. Desde o século XII, os primeiros tratados legislativos já diziam que a moeda é prerrogativa do poder público, pois “o metal de um determinado peso e espessura não é moeda sem uma denominação e uma impressão, assim como a cera não é um lacre sem o carimbo”.⁸ Como ficou estabelecido

nas discussões jurídicas, sempre que o governo reduzia o conteúdo metálico da moeda, prática recorrente ao longo de vários séculos, como no caso da desvalorização nos anos de Henrique VIII e Eduardo VI — ou o contrário, quando o governo retirava de circulação moedas desgastadas para substituí-las por novas de maior conteúdo metálico, como no caso da recunhagem em larga escala promovida nos anos 1690 —, a moeda é o que o poder público determina e não se confunde com o seu lastro metálico. A redução do conteúdo metálico da moeda foi considerada absolutamente legal, um direito do soberano, quando, em 1601, a redução do lastro promovida por Elizabeth I foi levada à justiça, que validou a prerrogativa do governo de reduzir o lastro da moeda. A vitória do “nominalismo” sobre o “metalismo” ficou estabelecida na legislação.

Na última década do século XVII, a Inglaterra promoveu três grandes reformas monetárias, firmemente defendidas pelo partido Whig, que representava os interesses do comércio e da indústria da nova burguesia, em contraponto ao partido Tory, representante da aristocracia fundiária. A recomposição do lastro metálico da moeda, a criação do Banco da Inglaterra e a introdução de títulos exclusivamente fiduciários do Tesouro, as Exchequer Bills, resultaram do contraditório desejo de ao mesmo tempo restringir a atuação do Estado e aumentar a liquidez da economia. A moeda havia sido definida em termos legais como um instrumento do poder público, mas como é também e em essência um serviço público indispensável para o bom funcionamento da economia, a preocupação de evitar que o Estado abuse do seu poder sempre pautou o debate e o desenho das instituições monetárias. As reformas precursoras da última década do século XVII e o contraditório desejo de garantir a

liquidez da economia, porém restringindo o abuso do poder de emissão do Estado, pautaram o entendimento sobre as questões monetárias desde então.

Ao reorganizar todo o sistema financeiro no final do século XVII, os ingleses foram obrigados a reabrir a discussão sobre o que é a moeda. A tentativa de substituir as moedas desgastadas por novas com maior conteúdo metálico promovida por Guilherme III, que ficou conhecida como “The Great Recoinage”, ou a Grande Recunhagem, gerou grave impacto recessivo e deflacionário. Como toda experiência de deflação, impôs alto custo ao comércio, à indústria e a todos os que tinham dívidas. A traumática experiência provocou uma forte reação política e um intenso debate intelectual. Os defensores do papel-moeda produziram um grande número de panfletos para justificar as vantagens da emissão de moeda como uma forma de expansão do crédito interno de acordo com as necessidades da economia, sem estar submetido à camisa de força da disponibilidade de ouro e prata, ao sabor das condições internacionais.

Esse clamor do comércio e da indústria nascente por uma forma de escapar do jugo da iliquidez imposta pela moeda metálica levou à criação do Banco da Inglaterra, com autorização para emitir notas bancárias lastreadas em dívida pública, assim como a posterior criação das Exchequer Bills. O nominalismo havia vencido o temor da aristocracia fundiária, essencialmente credora e rentista, em relação à perda de valor da moeda. A defesa do lastro metálico sempre esteve fundamentada na necessidade de proteger os credores e os rentistas da tentação política de financiar o governo e os gastos públicos através da desvalorização da moeda. O debate sobre a moeda e as restrições à sua emissão no fim do século XVII — que

ressurgiu durante o século XIX, nas discussões entre os bulionistas e os antibulionistas, e depois entre a Currency School e a Banking School — tomou uma dimensão não apenas político-ideológica, mas filosófica, que antecipou o confronto entre o conservadorismo e o desenvolvimentismo no século XX.

A volta do metalismo

Nicholas Barbon foi o primeiro defensor da tese de que a moeda é essencialmente uma unidade de conta facilitadora dos negócios e o mais ilustre dos defensores da moeda fiduciária no século XVII. Numa discussão com John Locke, à época o mais influente defensor do metalismo, observou que, nos pontos em que o entendimento sobre o que é a moeda difere, também diverge o entendimento sobre como organizar o sistema financeiro. Barbon compreendeu que ao conceber a moeda como uma unidade de crédito abre-se um universo de novas possibilidades para a superação da iliquidez. Inúmeros outros autores à época argumentaram, com mais ou menos clareza, que todo crédito poderia ser monetizado, portanto a oferta de moeda era passível de ser flexibilizada através da monetização de obrigações recíprocas de crédito privado. O problema da iliquidez crônica, que durante séculos impediu o progresso do comércio e da indústria, estaria assim resolvido. William Atwood, Thomas Houghton e William Paterson, entre outros, defenderam a tese de que títulos fiduciários, mesmo privados, desde que ao portador ou transferíveis, poderiam “suprir a demanda por moeda e dar todas as respostas para o seu uso”.⁹

A rápida evolução do mercado financeiro foi uma derrota da ortodoxia metalista, obrigada a ceder diante da inventividade

dos defensores da moeda fiduciária. Preocupados com o avanço dos financistas, os conservadores passaram a sustentar que, com a criação do Banco da Inglaterra, o poder da aristocracia fundiária estaria em risco. Um tratado da época argumentava que o Banco “alteraria o poder, pois poria os fundos da nação nas mãos de súditos que naturalmente estão, e sempre estarão, ao lado da população e que irão influenciar insensatamente a Igreja e o Estado”.¹⁰ A moeda fiduciária surgia como capaz de alterar o equilíbrio de poder e de fortalecer novos atores políticos. Refletindo o avanço da democratização, o poder de criação de moeda passou da Coroa para o Parlamento, que o delegou ao Banco da Inglaterra. Tanto as notas bancárias como as notas do Tesouro, que passaram a circular como moeda, pagavam juros. As notas do Tesouro continuaram a ser emitidas até o século XIX, mas sobretudo como um mecanismo de refinanciamento monetário, de injeção de liquidez no sistema financeiro em tempos de crises bancárias. Estavam criadas as bases do sistema financeiro e creditício moderno, parceiro da Revolução Industrial na viabilização do grande salto das economias capitalistas nos séculos seguintes.

O entendimento da moeda como crédito e a preponderância intelectual dos seus defensores só voltaram a ser questionados no início do século XIX, quando as guerras napoleônicas obrigaram à suspensão da conversibilidade da libra em ouro. Os metalistas, então com David Ricardo à frente como seu expoente intelectual, saíram vitoriosos e voltaram a pautar o entendimento preponderante sobre a moeda. Para isso, Ricardo retomou a tese de John Locke dos anos 1690. Foi Locke quem sustentou originalmente a tese de que a moeda era o metal utilizado no comércio internacional. Formalizou, contrariando a

evidência histórica, a tese de que a moeda era uma mercadoria, com um valor metálico intrínseco, definida por consenso do mercado como meio de troca para o uso no comércio internacional. Nas primeiras linhas de seu parecer sobre a crise monetária e a revalorização da moeda, na última década do século XVII, Locke afirma que: “A prata é o instrumento e a medida do comércio em todas as partes civilizadas e comerciais do mundo”.¹¹ Para Locke, a moeda nada mais é do que a prata estampada com o selo do país emissor, um entendimento que transforma o lastro metálico da moeda na moeda propriamente dita.

A visão de Locke retira da moeda a sua conotação de uma instituição pública doméstica, de um instrumento de crédito fiscal, cujo valor unitário de face é a unidade de conta oficial do país, e lhe dá a conotação de uma mercadoria definida pelo mercado internacional como meio de troca. Essa interpretação da moeda como uma criação espontânea dos mercados, para evitar a necessidade da dupla coincidência de desejos num sistema de escambo, que dispensa o governo e as instituições, foi universalmente adotada pela teoria econômica ensinada nas escolas do século XX.

Uma contradição fundamental

A vitória do metalismo de Locke, apoiado pela velha riqueza fundiária, sempre preocupada com a potencial desvalorização de seus créditos contra a Coroa, era frontalmente contrária ao interesse dos comerciantes, que procuravam superar a iliquidez crônica da economia. Porém, também preocupados em limitar os gastos governamentais, os novos atores econômicos do

comércio e da indústria nem sempre demonstraram entender a contradição entre limitar o poder de emissão do Estado e procurar expandir a liquidez de economia. A solução encontrada foi a criação do Banco da Inglaterra, com autonomia para emitir moeda fiduciária e a criação das Exchequer Bills — reformas que estabeleceram as bases do moderno sistema financeiro. A moeda seria metálica, para preservá-la da tentação do poder central de desvalorizá-la, mas o sistema bancário poderia conceder crédito com base num regime de reservas fracionárias, para acabar com a iliquidez crônica da economia.

Esse é o desenho do sistema monetário que até hoje é ensinado nas escolas de economia. A oferta de moeda é dada pela “base monetária”, constituída originalmente pela moeda metálica, que é expandida pelo multiplicador bancário, resultado do regime de reservas fracionárias. Com reservas fracionárias, os bancos se tornam agentes de emissão monetária e sócios do governo na venda de um serviço valoradíssimo: a criação de liquidez. Aos bancos foi dado o poder de emitir moeda e de se apropriar de parte do ganho de senhoriagem. Originalmente um serviço público, um monopólio do governo que cobrava para a cunhagem das moedas metálicas, grande parte do ganho de senhoriagem passou a ser apropriado pelo sistema bancário. A senhoriagem do Estado ficou restrita à base monetária, a emissão primária de moeda.

A expansão do crédito levou rapidamente à superação da iliquidez crônica e teve um grande impacto sobre o dinamismo e a expansão da economia, sem o que as inovações tecnológicas não teriam sido capazes de levar ao grande salto da Revolução Industrial. Em contrapartida, criou um problema novo: as crises de confiança e as corridas bancárias. Como as expectativas são

voláteis, e a confiança, temperamental, qualquer abalo na economia levava a uma movimentação desenfreada para converter créditos bancários em moeda metálica. Com o regime de reservas fracionárias, o volume de moeda bancária é um múltiplo das reservas metálicas. A conversão de toda a moeda privada em moeda metálica é, portanto, inviável. As corridas bancárias ameaçavam quebrar os bancos e, como o Banco da Inglaterra só podia expandir a base monetária até o limite de suas reservas metálicas, o sistema continha uma fragilidade estrutural. A única saída diante da ameaça de uma corrida bancária era a suspensão da conversibilidade. Foi o que ocorreu no fim do século XVIII, quando as guerras napoleônicas e as despesas militares levaram à perda de confiança na libra. O governo foi obrigado a suspender a conversibilidade da moeda entre 1797 e 1821. Foi isso que reabriu o debate sobre a moeda metálica e a moeda fiduciária no início do século XIX.

A posição original de Locke foi retomada pelos bulionistas e, alguns anos mais tarde, pela Currency School. O metalismo saiu vitorioso do debate da primeira metade do século XIX – se não intelectualmente, pelo menos em termos políticos. O fetichismo da moeda como sendo o seu conteúdo metálico, defendido por Locke, se consolidou como a ortodoxia monetária. Como afirma Christine Desan, a Inglaterra superou o trauma da revalorização monetária da Grande Recunhagem e Locke saiu de cena, mas deixou como legado a determinação do Parlamento de tratar a moeda como assunto fora da esfera do Estado. O entendimento da moeda como uma mercadoria, escolhida de forma espontânea pelos mercados para servir como referência de valor e de meio de troca, teve consequências ainda mais profundas ao

inspirar a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), que pautou a política monetária durante todo o século XX.

A transposição da lógica do metalismo para o sistema fiduciário

Os equívocos de uma política monetária inspirada numa concepção metalista da moeda, transportada para um sistema financeiro fiduciário moderno, estão por trás dos repetidos fracassos das tentativas de estabilização monetária tanto no Brasil como em vários outros países que tiveram inflação crônica durante o século XX. Apesar disso, em 2018, como parte de um acordo de financiamento com o FMI, a Argentina restabeleceu metas para a expansão da base monetária, um equívoco anacrônico que fracassou sistematicamente na tentativa de estabilizar a inflação na América Latina durante o século passado, tendo provocado apenas crises bancárias e recessão. Os velhos dogmas costumam a morrer, mesmo quando já parecem enterrados — assim como nos velhos filmes de terror, são capazes de ressuscitar.

O padrão-ouro, adotado até a primeira metade do século XX, foi um passo intermediário entre a concepção metalista dura defendida por John Locke e a moeda fiduciária contemporânea. Ao permitir que o lastro da moeda fosse fracionário, o padrão-ouro rompia com a concepção de Locke que identificava a moeda com o seu lastro metálico. Definia-se assim um compromisso entre as duas forças que durante os últimos quatro séculos se enfrentaram na política, mas sobretudo no campo das ideias. Por um lado, a necessidade de superar a iliquidez que asfixia a economia; por outro, o desejo de limitar a capacidade

do Estado de manipular a moeda segundo os seus interesses e objetivos.

O compromisso do padrão-ouro reconhecia que a moeda é um crédito endógeno, criado dentro do próprio sistema financeiro, mas que era preciso estabelecer um limite à capacidade do Estado de criar moeda. Fixando o lastro metálico da base monetária — a moeda emitida pelo governo — e deixando ilimitada a expansão do crédito bancário — a moeda emitida pelo sistema financeiro —, alcançavam-se simultaneamente os dois objetivos, o de criar liquidez e o de limitar a ação estatal na emissão de moeda.

Com os desequilíbrios externos provocados pela Primeira Guerra, também o sistema de lastro fracionário do padrão-ouro se tornou insustentável. Os últimos vestígios da moeda metálica medieval foram então abandonados em definitivo na Conferência de Bretton Woods, ao fim da Segunda Guerra. Com a moeda puramente fiduciária, a necessidade de restringir a ação do Estado sobre a moeda passou a ser ainda mais premente. Com a liberação da restrição externa imposta pelo lastro do padrão-ouro, um novo freio precisava ser encontrado para limitar o poder de emissão do Estado.

A solução foi transportar a lógica do padrão-ouro para a base monetária puramente fiduciária. Foi o que fez a Teoria Quantitativa da Moeda, estabelecendo um limite à expansão da base monetária. A equação quantitativa determinava que toda expansão da base acima da expansão da renda real seria inflacionária. Portanto, para evitar a inflação, a base não poderia crescer acima da renda. Ficava assim restabelecida a restrição ao poder do Estado na gestão da moeda.

Milton Friedman tornou-se o grande sacerdote do monetarismo fundamentado pela Teoria Quantitativa da Moeda na segunda metade do século XX. A partir do seu trabalho em conjunto com Anna Schwartz sobre a história monetária dos Estados Unidos, defendendo a tese, sempre muito controversa, de que a crise dos anos 1930 foi provocada pela contração monetária, passou a sustentar que a expansão da moeda deveria seguir uma regra mecânica. A tese de que a moeda, se devidamente protegida a ingerência do Estado, é neutra e irrelevante, mas que, se mal gerida pela interferência espúria do Estado, irá provocar crises recessivas ou inflacionárias reverteu a vitória do keynesianismo e se tornou predominante a partir da década de 1970, tanto na academia como entre os formuladores de políticas públicas.

O compromisso do padrão-ouro estava refeito, garantindo que a expansão da moeda e do crédito privado permanecesse irrestrita, mas que a expansão primária da moeda pelo Estado estivesse limitada à taxa de crescimento da renda real. De toda forma, seria preciso garantir que a gestão da moeda primária, da base monetária, ainda sob a gestão do Estado, ficasse isolada das pressões políticas não alinhadas com os interesses dos negócios e das finanças. A solução foi separar a gestão monetária num banco central independente, isolado da esfera pública. A direção dos bancos centrais deveria estar nas mãos de técnicos, treinados nas escolas subordinadas à visão de que a moeda e o crédito são questões que devem estar ao abrigo das pressões políticas da democracia.

Uma tensão permanente

A solução de compromisso nunca foi capaz de evitar a tensão permanente entre a pressão pela expansão da liquidez privada e a restrição ao uso do crédito pelo Estado. Do ponto de vista macroeconômico, expansão ou contração de moeda e crédito, seja pública ou privada, têm o mesmo efeito, mas é evidente que, do ponto de vista microeconômico, da alocação e da distribuição de recursos, podem ser muito distintos. Com as limitações que impõe, a Teoria Quantitativa da Moeda passou a fazer o mesmo papel que o metalismo do século XVII defendido por Locke: restringir a emissão de moeda pelo Estado, deixando livre a emissão de moeda pelo sistema financeiro. A expansão do crédito, público ou privado, estimula a demanda agregada, tanto o consumo como o investimento, o que, embora favoreça o crescimento, eventualmente pressiona a capacidade instalada e é passível de provocar a alta dos preços.

O clássico argumento de que os gastos públicos e os gastos privados concorrem pela poupança nacional — o *crowding-out* dos investimentos privados pelos gastos públicos — só faz sentido quando se está próximo do pleno emprego. Essa é a tese de Keynes, perfeitamente compatível com o entendimento da teoria econômica clássica de que é a poupança que determina o investimento. A teoria econômica modela o sistema financeiro como intermediário entre poupadores e investidores, mas na realidade o sistema financeiro, como emissor de moeda, não depende de poupadores para expandir o crédito a investidores. Os bancos emprestam quando as taxas de juros e o risco de crédito são percebidos como favoráveis.

Para expandir seus empréstimos, os bancos não dependem da captação de depósitos de poupadores, vão simplesmente ao banco central para financiar a necessidade de reservas que a

expansão do crédito exige. É o otimismo dos investidores e a confiança dos bancos que expande o crédito e o investimento privado, não a disponibilidade de poupança. O limite à expansão do crédito não é financeiro, não é a existência de poupança e de depósitos do público, mas sim a capacidade instalada. A expansão do crédito estimula a demanda, que, se excessiva, pode pressionar a capacidade instalada, provocar déficits no balanço de pagamentos e inflação. Justamente por causa do limite de oferta da economia, há uma disputa de espaço entre a expansão monetária pública e a expansão monetária privada.

Uma opção política

A expansão do crédito público efetivamente concorre com a do crédito privado se a economia estiver a plena capacidade. Nesse caso, a expansão monetária por iniciativa estatal reduz o espaço para a expansão monetária pelo sistema financeiro privado. Compreende-se assim a necessidade de restringir o espaço de emissão monetária do Estado pelos interessados na ampliação do crédito privado, mas trata-se de uma questão política, um julgamento de valor entre os gastos públicos e os gastos privados, apresentada pela teoria monetária como uma questão técnica.

Quando não existe um sistema financeiro, como no caso da Inglaterra medieval, ou quando o sistema financeiro é pouco desenvolvido, como até o século XVIII, a restrição ao endividamento do Estado implica necessariamente uma restrição de liquidez na economia. Com o sistema financeiro privado desenvolvido e autorizado a emitir moeda através das reservas fracionárias, soluciona-se o conflito entre o duplo

interesse dos homens de negócios: o de restringir os gastos do Estado e aumentar a liquidez na economia. A oferta de moeda e crédito fica liberada da camisa de força imposta pela necessidade de aumento do endividamento governamental para criar liquidez na economia. Basta assim restringir a emissão de moeda pelo Estado para que a expansão do crédito privado não sofra competição, sem que se corra o risco de provocar iliquidez. O limite estabelecido pela TQM para a expansão não inflacionária da base monetária cumpriu perfeitamente esse papel. Durante os períodos de otimismo, quando a confiança impulsiona a expansão do crédito privado, a restrição à expansão de moeda primária pelo Estado abre espaço para os gastos privados sem risco de provocar iliquidez.

Mas a tese de que a limitação à emissão de moeda pelo governo seja uma questão meramente técnica, uma regra mecânica a ser seguida em todas as circunstâncias, cai por terra em situações de crise. Quando a confiança e o otimismo desaparecem, a brusca reversão do crédito privado exige a expansão do crédito estatal para restabelecer a liquidez e impedir a quebra do sistema financeiro. Como a insistência na restrição imposta pela TQM ameaça provocar uma depressão profunda, quase sempre, após um período de flerte com o irrealismo dogmático da teoria, a realidade se impõe e a expansão primária de moeda pelo Estado alivia o colapso da liquidez privada e impede a quebra do sistema financeiro. O caso paradigmático foi o da reação dos bancos centrais dos países desenvolvidos após a grande crise financeira de 2008, quando o experimento do Quantitative Easing (QE) — ou afrouxamento quantitativo — multiplicou a base monetária em

até mais de quinze vezes sem nenhum vestígio de explosão inflacionária.

Durante toda a segunda metade do século XX, sempre que se procurou controlar a inflação com políticas inspiradas na TQM, o resultado foi recessão, crises bancárias e, sobretudo no caso de processos inflacionários crônicos, nenhum ganho sustentável na moderação da inflação. A flagrante evidência da incapacidade de políticas monetárias inspiradas na TQM para estabilizar processos inflacionários estabelecidos não foi capaz de encerrar o longo período de prevalência intelectual da Teoria Quantitativa da Moeda. Substituída sem maiores explicações por uma regra heurística para a taxa básica de juros, quando ficou evidente que os bancos centrais não podem controlar a base monetária, a TQM só veio a ser definitivamente desmascarada pelo experimento do QE, depois da crise financeira de 2008.

Sem uma justificativa técnica para limitar a expansão da moeda pelo Estado, a tentativa de restringir os gastos públicos migrou da base monetária para a dívida pública. Sem nenhuma pretensão de procurar encontrar uma justificativa conceitual, trabalhos como os de Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff introduziram um limite superior para a relação entre a dívida pública e o produto interno, em torno de 70%, acima do qual sustentavam que a economia se desorganizaria e entraria em prolongada recessão.¹² Mesmo sem incluir o aumento dos passivos dos bancos centrais decorrentes do QE no endividamento público, China, Japão, Estados Unidos, assim como inúmeros países da União Europeia, já ultrapassaram esse limite há mais de duas décadas.

A crise financeira de 2008 foi provocada pelo excesso do crédito privado, cuja expansão, turbinada pela inventividade financeira contemporânea, não está limitada ao sistema bancário. No entanto, a reação das instituições oficiais, tanto de bancos centrais como do FMI, do BIS e da Comissão Europeia, depois da crise, foi a de insistir na contração do gasto e do endividamento público. O FMI chegou a sustentar que o multiplicador dos gastos públicos tinha se tornado inferior à unidade — ou seja, a expansão dos gastos públicos provocaria recessão e não expansão da economia. Economistas como Alberto Alesina, da Universidade Harvard, defenderam a tese de que cortes drásticos dos déficits fiscais não são recessivos, mas ao contrário, são seguidos de uma rápida e sustentada recuperação da economia, até mesmo no curto prazo.¹³ Os tecnocratas das instituições oficiais internacionais passaram a falar em “contração fiscal expansionista”. O FMI voltou atrás e reconheceu que estava errado: o multiplicador fiscal nunca foi inferior à unidade, apenas deveria ser, segundo o modelo com expectativas racionais utilizado por Olivier Blanchard e Daniel Leigh.¹⁴ Infelizmente a realidade se mostrou renitente, mas o conceito de “contração fiscal expansionista” continua a ser sustentado por especialistas que pontificam na mídia e a inspirar a formulação de políticas públicas.

A macroeconomia e a política das ideias

A história da moeda, tanto do que se entende por moeda como da teoria monetária, é ilustrativa de como a teoria macroeconômica chegou à crise em que se encontra. Com a aspiração de se equiparar às ciências exatas, em busca da

formalização matemática a macroeconomia afastou-se da política e das instituições. A moeda é uma convenção, uma unidade contábil universalmente utilizada pela sociedade. É um bem público que tem sua origem na cobrança de impostos pelos detentores do poder. A análise do que é a moeda, de como deve ser conduzida a política monetária, não pode ser dissociada do seu contexto tecnológico, político e institucional. Mas foi isso o que fez a teoria macroeconômica dominante, até chegar ao paroxismo de suprimir a moeda de seus modelos analíticos. A partir da última década do século XX, quando a Teoria Quantitativa da Moeda foi obrigada a ser aposentada, a macroeconomia deixou de ter qualquer pretensão de compreender o papel da moeda, aceitou a tese da sua neutralidade, resultado do modelo microeconômico de equilíbrio geral, e abdicou de ter o que dizer a propósito da moeda.

A política monetária contemporânea, adotada pela absoluta maioria dos bancos centrais, é uma política de juros baseada numa regra heurística, sem fundamentação no modelo analítico macroeconômico dominante, de onde a moeda foi excluída. No modelo macroeconômico contemporâneo — o DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) —, a taxa de juros influencia a demanda agregada, que por sua vez influencia a inflação, mas a moeda e todo o sistema financeiro foram suprimidos. Só após a grande crise de 2008 foram feitos esforços para reintroduzi-los.

O longo caminho percorrido para chegar a esta paradoxal situação, em que o modelo analítico suprime o objeto de seu estudo, começa com o parecer de John Locke no final do século XVII. Com seu argumento de que a moeda é na realidade o seu lastro metálico, a prata e o ouro à época utilizados no comércio

internacional, Locke confrontou a tradição nominalista do sistema judiciário inglês e plantou a semente da tese de que a moeda é uma criação espontânea dos mercados. A história mostra que a moeda é um bem público, indissociável do poder e das instituições. É a moeda, uma instituição pública, que viabiliza os mercados, e não os mercados que criam a moeda. A tese metalista encampada por Locke, assim como a visão contemporânea de que a moeda é uma criação dos mercados, é uma reinterpretação, sem base nos fatos, das partes interessadas em limitar o poder do Estado.

Criada como um instrumento governamental para a contabilidade de débitos e créditos fiscais e adotada como unidade de conta universal na sociedade, a moeda se tornou um bem público. Ao longo dos séculos, a contradição entre a necessidade de expandir a liquidez e de limitar os gastos públicos sempre foi determinante na forma de entender a moeda e organizar o sistema financeiro. Quando a questão da iliquidez é mais aguda, como foi até o final do século XVII na Inglaterra, o pêndulo pende para o nominalismo e o entendimento da moeda como crédito. Quando a necessidade de impor limites aos gastos públicos se torna mais premente, a visão da moeda como um elemento que está fora da esfera do Estado tende a se tornar intelectual e politicamente dominante.

Até o final do século XVII, a questão da iliquidez era premente, e o nominalismo prevaleceu. Com o desenvolvimento do sistema financeiro e a criação da moeda bancária, a iliquidez medieval crônica foi definitivamente superada. A necessidade de limitar os gastos do Estado se tornou então a principal força motora por trás das teorias monetárias. O metalismo saiu vitorioso dos dois grandes debates monetários do século XIX na Inglaterra.

Travados em momentos em que os gastos militares forçaram a suspensão da conversibilidade da moeda, a vitória intelectual do metalismo foi o triunfo político da necessidade de impor limites aos gastos do Estado.

Com o fim do padrão-ouro, a Teoria Quantitativa da Moeda transpôs a lógica do metalismo para o sistema da moeda fiduciária, impondo um limite não inflacionário para a base monetária. A partir da segunda metade do século XX, o monetarismo da TQM se tornou o principal instrumento intelectual dos defensores da necessidade de impor limites aos crescentes gastos de operação do Estado de bem-estar social. Na última década do século passado, a flagrante inconsistência com a realidade da pressuposição da TQM de que o banco central controla a base monetária foi enfim desmascarada. Alguns anos depois, após a grande crise financeira de 2008, o experimento do QE demonstrou de forma categórica que não existe um limite inflacionário para a expansão da base monetária. A TQM teve que ser arquivada em caráter definitivo. Desde então, a macroeconomia nada mais tem a dizer sobre a moeda, porém a tese de que a gestão da política monetária e a ordenação do sistema financeiro devem estar nas mãos de um banco central independente, dirigido por macroeconomistas de formação, continua predominantemente aceita.

Consenso e contrassenso: Déficit, dívida e previdência *

A maior parte da sabedoria econômica convencional, que prevalece nos círculos financeiros, largamente subscrita como base para a formulação de políticas de governo e amplamente aceita pela mídia e o público, está baseada em análises incompletas, hipóteses contrafactuais e falsas analogias.

— William Vickrey, Nobel de economia em 1996, “Fifteen Fatal Fallacies of Financial Fundamentalism”

O custo fiscal da dívida

AO ASSUMIR A PRESIDÊNCIA DA American Economic Association (AEA), no início de janeiro de 2019, Olivier Blanchard escolheu um tema polêmico: o aumento da dívida pública é de fato um problema? A questão é da mais alta relevância. O aumento da dívida pública como proporção da renda é quase unanimemente percebido como uma ameaça à economia e um fardo para o futuro. No Brasil, o déficit público, liderado pelo seu maior componente, o déficit da Previdência, é considerado o principal obstáculo a ser superado, sem o que a economia não será capaz de sair do atoleiro em que se encontra desde 2015.

Apesar da relevância política do tema, o artigo de Blanchard é um trabalho dirigido aos seus pares da AEA. Como obriga o figurino acadêmico, o argumento é formulado sobre um modelo matemático. O modelo escolhido é um dos mais utilizados para estudar questões que envolvem sucessivas gerações. Conhecidos como modelos de *overlapping generations*, ou de gerações sobrepostas, foram originalmente introduzidos por Paul Samuelson, num artigo seminal de 1958, para estudar os efeitos de transferências intergeracionais, como as de um sistema previdenciário de repartição, no qual a contribuição dos jovens na ativa financia a aposentadoria dos mais velhos. Alguns anos depois, em 1965, Peter Diamond estendeu a análise de Samuelson para o caso da dívida pública.

É uma versão do modelo de Diamond que Blanchard adota para analisar a questão do custo fiscal e de bem-estar da dívida pública. Por custos de bem-estar, ou *welfare costs*, entendem-se os desvios em relação ao equilíbrio teórico ótimo dos modelos competitivos. Apesar de conceitualmente instigante e sofisticada em termos formais, a análise dos custos de bem-estar tem menos interesse prático do que a dos custos fiscais da dívida, esse, sim, com resultado relevante para as políticas públicas, e que provoca polêmica. O que motiva o interesse da mídia e dos analistas financeiros é saber se o déficit público é sustentável ou se levará a um crescimento explosivo da dívida.

A resposta não exige que se entre nos detalhes do modelo: se a taxa de juros da dívida for menor do que a taxa de crescimento da economia, a relação entre a dívida e a renda irá decrescer a partir do momento em que o déficit primário — o déficit que exclui o serviço da dívida — for eliminado. O resultado é trivial e mais robusto do que parece: independentemente da magnitude

dos déficits, da extensão do período em que há déficits e do tamanho da dívida em relação ao PIB, uma vez eliminado o déficit primário, se a taxa nominal de juros for menor do que a taxa de crescimento nominal da renda, a relação dívida/PIB irá decrescer, sem aumento da carga tributária.

Desde a crise financeira de 2008, a taxa de juros nos Estados Unidos tem sido muito baixa. Blanchard mostra que essa não é uma situação excepcional. Desde o início do século XIX, a taxa de juros norte-americana foi sistematicamente inferior à taxa de crescimento. A única exceção foi a primeira metade da década de 1980, durante o período de Paul Volker na presidência do Fed. As simulações feitas por Blanchard demonstram que a relação dívida/PIB dos Estados Unidos teria sempre decrescido, seja qual for o ano de partida, de 1950 até hoje, uma vez eliminados os déficits primários. Choques transitórios de altas taxas de juros, como as observadas nos anos 1980, teriam temporariamente elevado a relação dívida/PIB, mas logo a proporção voltaria a cair. Na ausência de déficits primários, a partir do início das décadas 1950, 1960 ou 1970, a queda da relação dívida/PIB teria sido muito rápida. Blanchard argumenta que teria sido “dramática”. Ele conclui que não teria havido qualquer dificuldade para a rolagem de uma dívida maior do que a de fato observada, que “o custo fiscal de uma dívida maior teria sido pequeno, ou praticamente nulo”.

Blanchard é cauteloso em relação às implicações para a formulação de políticas públicas. Primeiro, porque o futuro não é necessariamente igual ao passado. Apesar de um longo histórico em que o juro foi inferior ao crescimento, a taxa de juros pode vir a superar a taxa de crescimento. Segundo, porque a confiança dos investidores pode levar à existência do que os