

16/02/2023 10:00:26 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: AS FALÁCIAS DA MMT E DE LARA RESENDE



A política monetária de metas para a inflação tem dado bons resultados em quase todos os lugares em que foi implantada. Porém, estamos voltando a discutir questões para pareciam consolidadas e novamente precisamos mostrar, em termos analíticos, as falácias do economista Andre Lara Resende (ALR), que tem pegado emprestados postulados da chamada Modern Monetary Theory (MMT). Estou pegando emprestado nesse artigo algumas ideias de um outro texto, que publiquei cerca de três anos atrás no jornal *Valor Econômico*, tentando mostrar os equívocos da leitura de ALR aplicando a MMT para o Brasil.

O início da pregação ALR foi num paper intitulado "Consenso e Contrassenso: déficit, dívida e previdência", apresentado em 2019 na Casa das Garças. A discussão teórica é bastante rica e vigorosa, porém, temo que alguns conceitos, se não bem analisados, darão munição para os heterodoxos enfraquecerem as ancoras monetárias e fiscais que temos atualmente no Brasil.

Segundo ALR, os pilares do novo paradigma seriam:

- 1 - Moeda sendo vista apenas como unidade de conta e sendo substituta próxima da dívida pública;
- 2 - Como o governo pode emitir moeda indiscriminadamente não tendo restrição orçamentária;
- 3 - O banco central fixa a taxa de juros ao seu bel prazer;
- 4 - Se a taxa de juros for inferior ao crescimento, o governo, mesmo tendo déficit primário, pode ter uma dívida diminuindo;
- 5 - A inflação só depende das expectativas e da credibilidade do Banco Central.

No artigo que publiquei no *Valor* concentrei os meus comentários em dois tópicos. Um mais teórico, ligado ao item 4 sobre a relação de crescimento e taxa de juros, e um mais concreto, mostrando os fatores que impedem o banco central de fixar a taxa de juros num nível tão baixo para usufruir de maiores graus de liberdade na política fiscal.

A dinâmica da dívida pública num caso em que os juros reais são mais baixos que o crescimento da produtividade é um caso conhecido de livro texto, que pode levar o país a ter até dívida pública negativa. Poderíamos pensar em dois casos: (i) mesmo havendo o déficit primário, o crescimento da dívida vai para zero, e a dívida propriamente converge para o valor fixo de forma estável, (ii) se além de ter juros mais baixos que o crescimento da produtividade, ainda houver superávit primário, a própria dívida pode ir para um montante negativo, abrindo bastante espaço para um política fiscal expansionista.

Indubitavelmente, desde a grande recessão nos Estados Unidos, vários países têm tido uma situação de juros bastante baixos. Segundo Larry Summers, isso pode ser um fator estrutural que foi apelidado de Secular Stagnation. Dentre as razões apresentadas para a queda estrutural dos juros dos Estados Unidos, a

17/Fev/2023 12:33

que me parece mais válida, é a demanda sem precedentes pelos títulos da dívida americana, principalmente pelos países asiáticos superavitários nas contas externas. Esse excesso de demanda por uma dívida, considerada isenta de riscos, faz com que os juros fiquem comprimidos. Atualmente ainda temos juros reais negativos nos Estados Unidos, mas os Fed Funds tendem a voltar para perto de 5% (juros de 6 meses) e se a inflação recuar para perto de 3%, conforme as projeções de 12 meses à frente, os juros reais voltarão para o território positivo e provavelmente não mais serão menores do que o crescimento da economia.

Entretanto, o ponto que eu gostaria de me concentrar mais é na relação entre taxa de juros longas e a taxa que o banco central controla.

Segundo ALR "é a taxa básica fixada pelo banco central que determina o endividamento. E que a taxa longa não coincide com a básica devido ao prêmio de risco, prêmio esse que é um equívoco conceitual dos investidores sempre pautados pelo consenso." (pag. 17,18, do paper da Casa das Garças). Implicando que, então, o Banco Central do Brasil poderia colocar a Selic em nível bem mais baixo que o próprio crescimento da produtividade, barateando o custo da dívida e melhorando o fiscal abrindo assim espaço para maior endividamento.

De acordo com os meus estudos econométricos, chego a três conclusões importantes, que divergem frontalmente com a argumentação de ALR.

1 - A expectativa de inflação depende do câmbio e do hiato do produto.

2 - Os juros de 1 ano são formados para colocar as expectativas próximas às metas e também respondem ao hiato, o que chamamos de regra de Taylor.

3 - Os juros mais longos se mexem mais rapidamente que a Selic (causalidade no sentido de Granger), pois o mercado já sabe como o banco central reage ao que acontece com as expectativas de inflação, hiato do produto e câmbio.

Portanto, a minha principal crítica é que o banco central não tem liberdade irrestrita para fixar a Selic ao seu bel prazer. A própria experiência mostra, que entre 2011 e 2013, quando aparentemente o banco central tentou artificialmente baixar a taxa de juros, houve recrudescimento da inflação com a perda de ancoragem das expectativas e também superaquecimento da economia. Em 2020, quando a Selic chegou a 2%, o câmbio e o ramo longo da curva de juros subiram acentuadamente, sendo também causas para a aceleração da inflação em 2021/22.

Obviamente, os juros que temos atualmente são excessivamente elevados, mas devem ser temporários. Porém, é necessário que as expectativas de inflação decresçam primeiramente. Importante salientar que as expectativas 12 meses à frente ainda estão em 5,7%, bem acima da meta e ainda mais ilustrativo é a média dos núcleos acumulados em 12 meses, que ultrapassam 9%.

Concluindo, o esforço de tentar sintetizar as discussões recentes dentro da macroeconômica é louvável, mas é importante contextualizar a discussão, evitando importar recomendações de políticas econômicas de países com características diferentes. No Brasil, a curva longa de juros é formada de maneira totalmente diferente. Se os juros forem postos artificialmente baixos, os poupadores brasileiros deixaram de financiar a dívida pública. Os rentistas - que no imaginário dos heterodoxos seriam os traders da Faria Lima, mas, na verdade, são todos os poupadores brasileiros - podem escolher aplicar o seu dinheiro em outros ativos ou outras jurisdições se acharem que os juros não cobrem os riscos. O teto dos gastos, que está em vias de ser substituído, era a nossa âncora fiscal e as metas de inflação são a nossa âncora monetária. Abandonar essas políticas, que nos tem servido bem, para uma aventura heterodoxa nos moldes da MMT é altamente temerário.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

*Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.*