

Economistas ortodoxos colidem seus dogmas com o muro da realidade

## Por que o aumento da emissão monetária reduziu a inflação??

O índice de abril foi de 1,5%, o menor dos últimos 31 meses, com uma expansão de 42% na base monetária. Na Argentina, uma teoria da inflação continua sendo discutida, que não é mais ensinada, não é discutida e não é aplicada em nenhuma economia relevante do mundo. A inflação futura só ocorrerá se a frente financeira de nossa economia for negligenciada.

Por Emmanuel Alvarez Agis\*

17 de maio de 2020



A inflação acabou sendo absolutamente o oposto do que era previsto pela teoria monetarista: quanto maior a questão, menor a inflação.

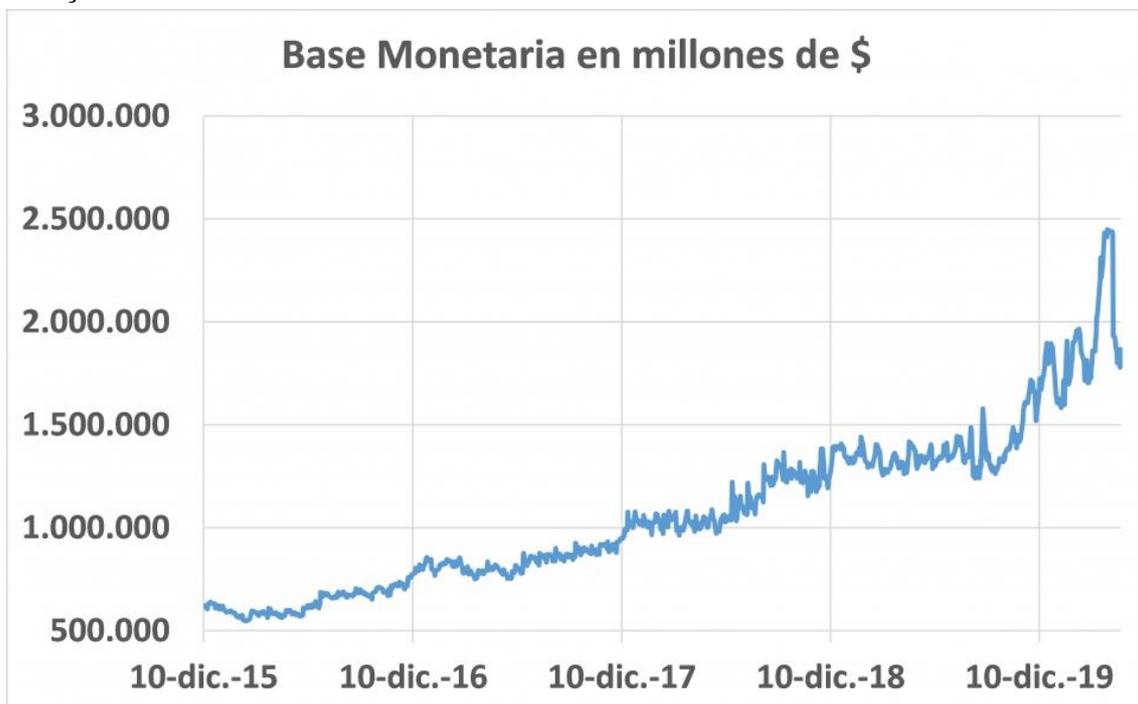
Imagem: Guadalupe Lombardo

**"A emissão gera inflação" é uma frase repetida até o ponto de exaustão em um país farto da inflação. Já faz parte do senso comum do argentino. É ouvido em**

churrascos, táxis, ônibus e conversas sobre cafezinho. E possui versões diferentes: “darle a la maquinita”, “imprimir papelitos, entre outros sucessos.

**O assunto é sério porque, surpreendentemente, na Argentina continua sendo discutida uma teoria da inflação, que não é mais ensinada, não é discutida e não é aplicada em nenhuma economia relevante do mundo . É ainda mais grave, porque a última vez que a Argentina aplicou essa teoria, acabamos com a inflação mais alta desde a hiperinflação na década de 1980 .**

Parece que faz um século, mas há apenas alguns meses a Argentina era um porquinho da índia para essa teoria: **o governo Cambiemos, sob a consultoria especializada do FMI, tentou um programa de "emissão zero"** . Se a inflação era causada pela emissão monetária, interromper a emissão seria a melhor receita para eliminar a inflação.



A política de emissão monetária zero durou um ano: **entre setembro de 2018 e setembro de 2019, a base monetária cresceu exatamente 0,8% em termos nominais . Praticamente zero.**

**Durante o mesmo período, a inflação foi de 50%. Emissão Zero = Inflação 50%.**

Quase como contraponto a esse experimento, e como pode ser visto no gráfico que acompanha esta nota, a emissão monetária teve **uma expansão fenomenal entre 5 de março e 16 de abril, com um crescimento de 42% em nada mais do que 25 dias .**

Isso fazia parte do pacote econômico lançado pelo governo para lidar com o CovidD-19. Assim que o pacote foi anunciado, poucos economistas começaram a alertar sobre os

riscos de um estouro inflacionário. **Alguns foram mais longe e se aventuraram a projetar hiperinflação**. As alternativas propostas para a emissão variaram entre a necessidade de fazer um grande ajuste e a proposta ridícula de uma quase-moeda relacionada à pandemia.

Para sua surpresa, a **inflação de abril foi de 1,5%, a menor dos últimos 31 meses**.

**A inflação acabou sendo absolutamente o oposto do que era previsto pela teoria: quanto maior a emissão, menor a inflação.** Algumas análises são obviamente imunes a evidências empíricas. Mas como você explica o fenômeno monetário e inflacionário de abril?

## **Um pouco de (boa) teoria monetária**

**O truque básico do monetarismo é assumir como fatores fixos que não o são.** Um exemplo ajudará a esclarecer. Em uma economia em que há dinheiro, é sempre verdade que **a quantidade de dinheiro que existe multiplicada por sua velocidade de circulação é igual ao valor monetário das transações que existem nessa economia**.

Vamos simplificar isso. Digamos que **M é dinheiro**, **V é sua velocidade de circulação**, **P é o preço** e **T são as transações**.

Suponha uma economia em que Juana tenha uma nota de 100 dólares (576 reais) que ela usa para comprar do Pedro um quilo de macarrão. A quantia em dinheiro é de \$ 100. Sua velocidade de circulação, definida como o número de vezes que o dinheiro muda de mãos, é 1 (Juana trocou a nota pelo macarrão do Pedro), o nível de preço é de 100 dólares (quanto custa o macarrão) e o número de transações é 1 (houve apenas uma venda de macarrão):

$$M \times V = P \times T$$

$$R \$ 100 \times 1 = R \$ 100 \times 1$$

Vamos complicar um pouco mais nossa economia. Vamos supor que depois que Juana compre o macarrão do Pedro, Pedro use esse dinheiro para comprar algumas meias que Maria vende. Como nossa igualdade é alterada?

$$R \$ 100 \times 2 = R \$ 100 \times 2$$

Vale a pena ver em detalhes. O que acabou de acontecer é que **o nível de transações apenas dobrou sem aumentar a quantidade de dinheiro**. O que aconteceu foi que a velocidade da circulação monetária dobrou: a mesma nota de 100 dólares passou por duas mãos (primeiro do Pedro e depois da Maria).

Vamos dar um passo adiante. Suponha que agora o Estado decida emitir 100 dólares adicionais e os entregue a Juana. E suponha que Juana decida usá-los para comprar outro pacote de macarrão. O que aconteceria? Bem, poderia acontecer que Pedro tivesse outro pacote de macarrão e decidisse vendê-lo e depois comprasse outro pacote de meias, teríamos:

$$R \$ 200 \times 2 = R \$ 100 \times 4$$

**Dobrar a quantidade de dinheiro dobraria o nível de atividade. Aumentar a emissão permitiria aumentar a atividade econômica .**

**Como o monetarismo diz então que a emissão sempre gera inflação?** Simples: supõe que 2 desses 4 componentes que temos em nossa igualdade são sempre fixos e imóveis.

**A primeira coisa que o monetarismo assume é que a velocidade de circulação da moeda é constante**, ou seja, é sempre o mesmo número. Isso se basearia nos costumes sobre como as pessoas usam dinheiro, costumes que não seriam drasticamente alterados em curtos períodos de tempo. Voltaremos a isso em breve.

**A segunda é assumir que o nível de transações na economia não pode ser alterado porque esse nível é o máximo possível.** Isso é para supor que a economia está em pleno emprego. Simples: porque, para o monetarismo, o funcionamento do mercado é suficiente para garantir que os fatores de produção disponíveis sejam totalmente utilizados. Se assim fosse, quando o Estado decidir aumentar a quantidade em dinheiro em 100 dólares, o que aconteceria é o seguinte:

$$R \$ 200 \times 2 = R \$ 200 \times 2$$

Em vez de aumentar as transações de 2 para 4, o que aconteceria é que os preços aumentariam de 100 dólares para 200 dólares (1.152 reais): aumentando 100% a emissão monetária geraria 100% de inflação.

Para entender por que essa teoria não é cumprida, vários argumentos podem ser usados. **A primeira é nos perguntar se, no momento da emissão, a economia está em pleno emprego.** Aparentemente, para um bom número de analistas, a economia argentina está em pleno emprego no meio do Covid-19.

Também poderíamos nos perguntar como o monetarismo consegue explicar uma dinâmica que, infelizmente, é muito típica da Argentina: que a **inflação aumenta ao mesmo tempo que o desemprego.**

**As tentativas de explicar consistentemente essa dinâmica são realmente terríveis.**

Agora, vamos pensar um pouco fora da caixa de ferramentas do monetarismo. Vamos pensar no **que poderia estar acontecendo no meio do Covid-19 para que a emissão monetária aumente dessa maneira e, ao mesmo tempo, a taxa de inflação diminua**. Vamos começar com algo muito simples e suponha que a economia esteja operando nesse nível:

$$\mathbf{R \$ 1000 \times 10 = R \$ 100 \times 100}$$

É claro que, devido à Covid-19 a atividade econômica, está em queda livre. Ou seja, reduziria o **T** (transações) do nosso exemplo. Suponha que a economia esteja caindo pela metade, de modo que **T**, em vez de 100, seja 50. Bem, para que nossa igualdade seja mantida, o que deve acontecer é que os preços sejam cortados pela metade, ou seja, temos deflação. Mas esse não é o caso. Apesar do fato de a inflação ter caído, ela permanece positiva. Além disso, sabemos que o governo está aumentando quase 50% da emissão, de modo que teríamos o seguinte:

$$\mathbf{\$ 1500 \times V? = \$ 100 \times 50}$$

Para que essa igualdade seja cumprida, a única coisa que pode estar acontecendo é **V = 3,33**. Em outras palavras, **a velocidade da circulação monetária está caindo drasticamente**.

**É isso que está acontecendo?**

**Efetivamente!**

O Covid-19 gera, aqui na Argentina e em praticamente todas as partes do mundo, uma **queda drástica na velocidade da circulação monetária: a quarentena cancela a mobilidade da população e, com ela, a mobilidade do dinheiro, ou seja, sua velocidade de circulação**. E isso é ainda mais drástico em um país como a Argentina, onde a mobilidade do dinheiro depende da mobilidade física das pessoas. A mobilidade do dinheiro não poderia ser alterada em uma situação de quarentena se a Argentina tivesse desenvolvido dinheiro e comércio eletrônico. Mas as longas filas às portas dos bancos de pouco mais de um mês atrás lembraram que, infelizmente, a Argentina é uma economia que continua sendo administrada em dinheiro.

Esse fenômeno, ignorado pela maioria dos economistas que continuam pensando com um caixa de ferramentas teóricas absolutamente enferrujadas, é central para entender o que pode e o que não pode gerar a emissão monetária que o governo está aplicando para combater o Covid-19.

**A atual emissão monetária não levará a um estouro inflacionário** devido à pressão sobre uma economia que está em pleno emprego. Isso é muito importante porque, **nos marcos d Covid-19, a má teoria econômica pode custar vidas humanas e falências de empresas**. No entanto, nem tudo é cor-de-rosa.

## Os riscos reais

Suponha que Juana vá e compre seu macarrão com Pedro. Mas Pedro decide não comprar meias. Dada **a incerteza predominante, a proximidade de um default e o valor do dólar paralelo em US \$ 140 (R\$806,4)**, Pedro decide agir de acordo com o que entende de economia, o que é muito simples: quando começamos assim, acabamos com uma desvalorização e subsequente inflação. Portanto, com esses 100 dólares, Pedro não podia mais fabricar a mesma quantidade de macarrão porque, como ele bem sabe, o preço do macarrão depende do valor do dólar. Se Pedro compra dólares em vez de comprar meias, Maria fica sem vender suas meias e Pedro pressiona o dólar. Se todos agem como Pedro e, pior ainda, o fazem em uma estrutura em que o Banco Central está aumentando a emissão, ou seja, está nos dando mais pesos, o que pode acabar sendo **uma desvalorização. E quando isso acontecer, será verdade que a “emissão terá gerado inflação”**.

O importante na economia não é a causa e o efeito, mas precisamente o mecanismo que explica por que, em certas circunstâncias, uma emissão mais alta pode corresponder a uma inflação mais alta. Entender essa causa é fundamental para entender o que um governo deve ou não fazer na crise do Covid-19.

**É correto emitir para mitigar os efeitos do COVID-19?**

**Claro.**

**Mas, ao mesmo tempo, o governo deve tentar manter todos os dólares à distância, o oficial e o paralelo.** Hoje, longe de ser impossível, está dentro das possibilidades disponíveis para a política econômica. **A inflação futura só ocorrerá se a frente financeira de nossa economia for negligenciada**, e não se todo o dinheiro necessário para atenuar os efeitos dessa pandemia for emitido.

\*Economista. @pxqconsultara.