

A inflação brasileira: Algumas lições da política econômica¹

*Affonso Celso Pastore*²

INTRODUÇÃO

Em "An Enquiry Concerning Human Understanding" (1748), David Hume escrevia: "Um oval nunca é confundido com um círculo, nem uma hipérbole com uma elipse. O isósceles e o escaleno são distinguíveis pelos lados mais do que vício e virtude, certo e errado". Conceitos geométricos são mais óbvios do que conceitos morais. A economia não é geometria, embora a utilize como uma de suas linguagens, nem uma ciência moral, enquanto economia positiva. É permeada por conceitos morais apenas na sua dimensão normativa, a da política econômica. Padece da dificuldade popperiana de que sempre que construímos uma teoria que não seja negada pelos fatos, podemos construir outras, também internamente lógicas, e que, igualmente, não sejam negadas pelos fatos. Por isso é que a geometria euclidiana não admite controvérsias, enquanto que a economia está permeada delas.

Nestes últimos anos, as discussões sobre o combate à inflação, no Brasil, são um magnífico exemplo de controvérsias. Abandonou-se o conceito de que inflação é um fenômeno monetário e fiscal, concentrando-se na

¹ Palestra proferida na Aula Magna do XXVII Congresso Brasileiro de Economia e Sociologia Rural, em Piracicaba, SP. Julho de 1989.

² Economista, Dr. em Economia, Professor da USP.

discussão dos mecanismos inerciais, extraindo, daí, proposições de política econômica que foram implementadas em medidas concretas. Esqueceu-se o lado da demanda agregada na explicação do fenômeno inflacionário, chegando-se a uma ênfase quase que exclusiva nos fenômenos ocorrendo do lado da oferta agregada.

É claro que se na curva de Philips existem mecanismos inerciais, que maximizam o conflito entre o combate à inflação e a recessão, este fato não poderia ser ignorado na formulação de medidas de política econômica. Mas é também claro que não poderíamos ter chegado ao extremo de confundir as fontes dos impulsos com os mecanismos de propagação — uma distinção enfatizada por Frisch (1933), em um documento clássico que proporcionou muitos dos fundamentos da dinâmica macroeconômica keynesiana.

Quer com uma curva de Philips na qual as expectativas de inflação sejam formadas por um modelo de expectativas adaptativas, quer em uma versão como a proposta por Taylor (1979), dentro de um modelo de expectativas racionais, mas com contratos de trabalho superpostos e defasados no tempo, quer em uma visão extrema de inercialismo no qual a expectativa de inflação em t é idêntica à taxa de inflação em $t-1$, como as expostas por Dornbush (1988) e por Bacha (1988), sabemos que o controle da demanda produz um extenso período de queda dos níveis de produção e emprego industriais. Daí a recomendação de que o manejo da demanda agregada deveria vir acompanhada de uma nova política de rendas, o extremo das quais seria a desindexação absoluta da economia.

Mas não se poderia ter chegado ao extremo de apenas realizar a nova política de rendas ou a desindexação total da economia. Os sucessivos experimentos de laboratório vividos no Brasil, nestes dois últimos anos, servem para ilustrar a importância das políticas fiscal e monetária.

Neste trabalho, não quero construir teoria econômica. Submeto-me à classificação proposta por Pigou, e citada por Robinson (1938) na introdução do seu "The Economics of Imperfect Competition", de que existem economistas produtores de ferramentas e economistas utilizadores de ferramentas. Os utilizadores de ferramentas podem ter alguma contribuição relevante para o entendimento dos fatos, se conseguirem analisar o porquê da falha de certas políticas econômicas.

Concentro-me na avaliação de alguns episódios vividos nestes últimos anos, que me permitem conceituar certos fenômenos, e extrair algumas observações do porquê da ocorrência de certos erros. Com isto procuro, talvez, apresentar alguma contribuição positiva ao debate.

DÉFICIT PÚBLICO, MOEDA E INFLAÇÃO

Ainda se ouve o argumento de que o efeito inflacionário do déficit pú-

blico é menor do que se pensa. Afinal, na Itália, o déficit (operacional) é superior ao brasileiro; nos Estados Unidos, apenas um pouco menor de que o nosso de alguns anos atrás. No entanto, são países com inflações muito baixas. A Inglaterra moveu-se para o lado do superavit, mas começou, simultaneamente, a enfrentar inflações mais altas do que quando convivia com déficits. O "non sequitur" travestido de conclusão científica é de que inexistindo uma relação estável entre o tamanho do déficit e a magnitude da inflação, fica provado que estamos tomando a nuvem por Juno, e algo mais inteligente teria que ser produzido para explicar o descontrole de preços em que nos encontramos.

Na teoria geocêntrica de Ptolomeu, supunha-se que cada um dos planetas descrevesse uma órbita circular em torno da Terra. Mas observando-se Marte da Terra contra o fundo fixo de estrelas, ele caminhava entre as constelações descrevendo, eventualmente, um "loop" semelhante ao da montanha russa do "Play Center". Supunha-se, então, que não permanecesse sobre o círculo da órbita, descrevendo um segundo movimento circular em torno do ponto que girava em volta da Terra, o que explicava sua trajetória. Na teoria heliocêntrica de Galileu, ambos, Terra e Marte, orbitavam em torno do Sol. Como descrito pela terceira lei de Kepler, a velocidade orbital da Terra é superior à velocidade orbital de Marte. Quando os dois planetas se aproximam, a Terra sobrepassa Marte que, observado da Terra, descreve um "loop" no céu. A evidência isolada de que Marte descreve um "loop", conseqüentemente, não era suficiente para discriminar a teoria heliocêntrica da geocêntrica, demandando a acumulação de evidências adicionais, e que não contrariassem a lei da gravidade, o que liquidava a hipótese geocêntrica.

Na Itália, as poupanças privadas excedem significativamente os investimentos privados. Na ausência do déficit público, o país enfrentaria uma contínua queda de renda, a deflação e a estagnação. Ao produzir um déficit da magnitude da diferença entre poupanças e investimentos privados, o Governo evita a estagnação, e consegue financiar-se com taxas reais de juros moderadas, sem provocar a inflação. Já, nos Estados Unidos, poupança e investimentos privados são aproximadamente iguais, o que impede a reprodução do esquema italiano. Mas o país cobre a quase totalidade do excesso de demanda gerado pelo déficit público, aumentando a disponibilidade física de bens com um déficit equivalente no Balanço Comercial, evitando a inflação. E financia-se atraindo investimentos de não residentes que equilibram o seu Balanço de Pagamentos.

Enquanto os italianos se sentirem confortáveis com o crescimento da dívida pública e enquanto os não residentes dos Estados Unidos aceitarem aumentar sua exposição aos ativos americanos, o processo pode prosseguir. No momento em que ocorrer um basta, ambos os déficits terão de declinar,

ou a inflação se instalará. Na Inglaterra, as reformas de Margareth Thatcher encolheram os gastos públicos, e o crescimento econômico elevou as receitas tributárias, liquidando-se o déficit público. Mas a confiança recriada no setor privado elevou os investimentos que passaram a exceder as poupanças, produzindo sintomas de inflação. Ou a Inglaterra eleva a taxa real de juros, moderando os investimentos privados, ou terá de aumentar ainda mais seu superávit público para crescer sem inflação.

No Brasil, as poupanças voluntárias privadas não excedem os investimentos privados, nem é possível absorver poupanças de não residentes. O financiamento do déficit público tem que ser conseguido por mecanismos que, de alguma forma, forcem poupanças privadas adicionais, ou cortem os investimentos privados. Se o Banco Central resiste à monetização do déficit, colocando dívida pública, tem que elevar a taxa real de juros, reduzindo os investimentos privados, que recuam abrindo o espaço para ser ocupado pelo setor público. Se o Banco Central monetiza o déficit, provoca a inflação, gerando-se uma receita adicional para o Governo, derivada da coleta do imposto inflacionário. Ambos os mecanismos produzem a elevação **a posteriori**, das poupanças privadas em relação aos investimentos privados. O primeiro, expulsando o setor privado para fora das bordas do espaço econômico, o que é realizado impondo-se desestímulos aos investimentos privados. O segundo, pela elevação da inflação provocada pela expansão monetária, que permite ao Governo gastar mais do que arrecada, o que assemelha a expansão monetária geradora de inflação a um imposto.

Estes exemplos mostram que um déficit público que não compense ou o excesso de poupanças sobre os investimentos privados, ou que não possa ser resolvido pela absorção de poupanças externas, é inflacionário quando financiado por expansão monetária. Mas estaria garantido que o déficit financiado por dívida pública deixaria de ser inflacionário?

Há duas respostas negativas a esta indagação, mas uma delas chegando à conclusão pelo caminho errado, como na explicação geocêntrica do "loop" de Marte.

Esta resposta geocêntrica argumenta que o déficit seria inflacionário, porque, no Brasil, a dívida pública está quase que integralmente no overnigh, tendo liquidez praticamente idêntica à da moeda. Conseqüentemente, o efeito sancionador da inflação, derivado da expansão da dívida pública, é praticamente igual ao da expansão monetária, e o déficit seria sempre inflacionário independentemente de sua forma de financiamento.

O argumento pode ser encontrado na posição defendida por Bresser Pereira (1988), por exemplo, quando argumenta que poderia se afirmar que apenas a emissão de moeda é inflacionária, enquanto que o aumento da dívida interna, embora agravando a médio e a longo prazo a situação finance-

ra do setor público, estaria compensatoriamente reduzindo a quantidade de moeda em poder do setor privado. Esse raciocínio, entretanto, não se sustenta quando toda a dívida interna passa a ser financiada no overnight, ou seja, o setor privado empresta para o Estado por uma noite, através de Letras do Banco Central (LBCs). Nessas circunstâncias, a liquidez das LBCs é tal que, na verdade, pouco se diferencia de pura e simples emissão de moeda. De forma que o efeito sancionador da inflação de um aumento da quantidade de LBCs é praticamente o mesmo do aumento da base monetária e dos meios de pagamento (M1).

Admito que a liquidez da dívida interna em LBCs (mais recentemente LFTs), definida como a sua capacidade de rapidamente ser transformada em moeda, seja quase idêntica a de M1. Chego até ao extremo de admitir que, com o crescimento de novas técnicas de intermediação financeira, a liquidez de ambas seja idêntica. Mas rebato a afirmação de que seu efeito sancionador da inflação seja o mesmo.

O teorema é demonstrável por "**reductio ad absurdum**". Se a dívida interna em LFTs fosse tão moeda quanto M1, o governo poderia recomprar todo o estoque de dívida interna em títulos, trocando-a por base monetária, sem que os preços dos bens se movessem. E de troco obteria, ainda, uma redução do déficit público. É de tal simplicidade que não se admite por que não foi feito antes. Estendido ao extremo, esse argumento justificaria o repúdio à dívida interna que seria monetizada, extirpando-se a inflação da economia brasileira.

Mas para ter sucesso, seria necessário que a sociedade renunciasse à troca dessa massa monetária instantaneamente criada por ativos reais ou bens, o que conduziria à explosão de todos os preços e ao ingresso do país na hiperinflação. O evidente absurdo dessa proposição deriva de ignorar que o poder aquisitivo de M1 deprecia-se com a taxa de inflação, porque taxado pelo imposto inflacionário. Ou seja, 100 mil cruzados retidos em moeda, no início do mês, terão o poder aquisitivo de apenas 70 mil cruzados, ao final do mês, se a inflação mensal for de 30%, enquanto que o poder aquisitivo da mesma quantia depositada no overnight está relativamente protegido.

Se o governo pagar uma taxa real de juros pelo menos nula nas operações de financiamento de papéis públicos por um dia, os mesmos 100 mil cruzados de poder aquisitivo nominal terão um poder aquisitivo nominal de 130 mil cruzados, ao final do mês, mantendo-se intacto o seu poder aquisitivo real. É isto que compele a sociedade a economizar no estoque de M1, trocando-o por ativos reais ou bens na presença de inflação. Mas este efeito so-

mente existiria nos depósitos de overnight se a taxa nominal de juros fosse nula ou, em menor escala, se as taxas reais de juros fossem negativas.

Imaginemos dois países idênticos, com a mesma economia, o mesmo produto, o mesmo governo, o mesmo povo, a mesma inflação e a mesma dívida interna que, em ambos, é carregada no overnight. A única diferença é de que, no primeiro, as operações por um dia são financiadas apenas pelos agentes privados, enquanto que, no segundo, o governo, através do Banco Central, pode recomprar por um dia, durante n dias, títulos da dívida pública sempre que os depósitos de overnight caiam abaixo do estoque de títulos públicos vendidos aos intermediários financeiros.

Se um indivíduo qualquer, no primeiro país, dado o particular conjunto de bens que habitualmente compra, perceber uma taxa de inflação maior do que a taxa nominal de juros, procurará desfazer-se de parte de seu estoque de riquezas financeiras (as poupanças previamente acumuladas), comprando bens e ativos reais. Mas terá que encontrar um outro indivíduo, que perceba uma taxa de inflação menor do que a taxa nominal de juros e que eleve suas poupanças comprando papéis do governo. A queda da poupança (aumento do consumo) de um, será compensada pela elevação da poupança (queda do consumo) do outro, sem que o consumo global da sociedade se altere. No outro país, se ambos perceberem uma taxa real de juros negativa, reduzirão suas poupanças simultaneamente, declinando o estoque de depósitos de overnight relativamente ao estoque de títulos da dívida pública colocado pelo Banco Central junto aos intermediários financeiros. O Banco Central recompra esta diferença por um dia, durante n dias, expandindo a oferta monetária, M1.

Não foi o fato da liquidez ser por um dia que provocou este aumento de consumo. Ele se expandiu porque as taxas reais de juros ficaram negativas e dispararam o crescimento da oferta de moeda. A existência de depósitos de overnight, aliada à presença de compromissos de recompra executados sobre o Banco Central, tornou a expansão monetária automática, o que fez M1 crescer elevando, conseqüentemente, as pressões sobre o consumo e sobre os preços. Mas isto é muito diferente de dizer que o efeito sancionador da inflação da dívida pública em overnight e da moeda (M1) é o mesmo.

Moeda (M1) e dívida pública em títulos podem ter liquidez idêntica, mas não têm o mesmo efeito sancionador da inflação. Se, diante de uma forte expansão primária (déficit público elevado e

forte acumulação de reservas internacionais), o governo operar com taxas reais de juros negativas, perde a sua capacidade de se financiar com dívida interna, fazendo-o com moeda. Baixar artificialmente as taxas reais de juros produz uma aparente vitória no controle do déficit público, mas gera a aceleração da inflação que, entre outras consequências, provoca o crescimento do próprio déficit público, pela ação do efeito Tanzi nas receitas tributárias.

A resposta heliocêntrica é dada pela argumentação de Sargent & Wallace (1986) em seu magnífico artigo sobre a "Desagradável Aritmética Monetária". Eles supõem que a sociedade forme suas expectativas de inflação, não em função de anúncios propagados pelo governo, em cuja eficácia somente alguns governantes acreditam, mas, sim, coletando todas as informações disponíveis na economia sobre o comportamento dos instrumentos de política econômica, como a oferta de moeda. Na medida em que o governo tenha um déficit público permanentemente alto, ainda que procure financiar-se com dívida pública, esta crescerá indefinidamente e eventualmente chegará a um limite superior, a partir do qual somente será possível ao governo financiar-se com expansão monetária. A acumulação de déficits públicos altos gera, então, a expectativa de forte expansão monetária e, conseqüentemente, de inflação alta. Como as expectativas desempenham importante papel na determinação da inflação, a própria inflação cresce, apesar do déficit público estar sendo financiado por dívida interna.

Déficits públicos permanentemente elevados produzem este efeito desagradável apontado por Sargent & Wallace (1986), indicando que a política monetária sozinha tem eficácia limitada no combate à inflação. Não significa que o financiamento do déficit através de dívida careça de qualquer eficácia. Apenas de que quando o país envereda por déficits altos e permanentes, a política monetária tem sua eficácia reduzida. Neste caso, sem o ajuste fiscal, nem a dívida pública utilizada em larga escala resolve o desequilíbrio inflacionário, o que coloca sobre a política fiscal um peso enorme em qualquer estratégia de combate à inflação no Brasil.

Toda a ênfase dada às políticas de rendas, aos fenômenos inerciais e aos esquemas de reforma monetária, que presidiram a totalidade dos choques recentemente vividos pelo país, talvez tenha contribuído para repisar alguns pontos conhecidos, porém negligenciados. Mas prestou um gigantesco desserviço, ao desviar a atenção da extrema importância do ajuste fiscal. Ele não constitui uma condição suficiente para terminar a inflação. Mas é uma importante condição necessária que, se não atendida, impedirá a solução do problema, e tornará absolutamente inúteis todas as tentativas de combate à inflação.

COORDENAÇÃO DAS POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA E BANCO CENTRAL INDEPENDENTE

No Brasil, acredita-se que o Banco Central torna-se (mais) independente quando deixa de ser subordinado ao ministro da Fazenda, quando seus diretores são aprovados pelo congresso, e quando o prazo de seu mandato supere o do Presidente da República. Trata-se de uma definição funcional de independência, emprestada do caso norte-americano, mas que define apenas algumas condições necessárias, mas não as suficientes. Em seu livro, "Rational Expectations and Inflation", Sargent (1986) discute os fundamentos da questão.

Ele assemelha o exercício da política econômica a um jogo dinâmico. Um jogo consiste numa coleção de jogadores e num conjunto de regras que especificam prêmios e penalidades. Um jogo dinâmico ocorre no tempo, com as ações presentes de cada jogador, que definem a sua estratégia, dependendo das ações passadas, suas e dos demais participantes. A política econômica é um jogo dinâmico de equipe, envolvendo coordenação entre os jogadores.

O primeiro jogador é o setor privado, que toma suas decisões sobre quanto produzir, investir, reter de ativos financeiros públicos e privados, formando suas expectativas, observando as ações dos outros dois jogadores. O segundo é a autoridade fiscal (o governo como um todo) que decide, no tempo, os fluxos de gastos e de arrecadação tributária. O terceiro é a autoridade monetária, que decide como financiar o déficit público, emitindo moeda ou elevando a dívida pública.

Definido o prêmio do jogo como o controle da inflação, estabelece-se o grau necessário de coordenação entre as autoridades fiscal e monetária. Se o déficit público for apenas temporariamente alto, a estratégia da autoridade monetária será a de minimizar a monetização, evitando gravar o setor privado com o imposto inflacionário, elevando a dívida pública. Os déficits públicos serão financiados com poupanças privadas e cortes de investimentos privados. O alívio ao setor privado será obtido, no futuro, quando os déficits forem eliminados, pela elevação de receitas ou pela redução de gastos, provocando a queda das taxas de juros reais, recompondo poupanças e investimentos. A coordenação, neste caso, é possível, estabelecendo-se um jogo cooperativo, de equipe.

Mas se o déficit público for permanentemente alto (e eventualmente crescente), indicando que seu financiamento pela dívida pública possa chegar a um limite, o setor privado esperará que seja financiado, adiante, com expansão monetária. Antes mesmo que esta ocorra, as expectativas de inflação transformarão desequilíbrio fiscal em crescimento dos preços. Neste caso não houve coordenação possível, gerando-se um conflito entre as auto-

ridades fiscal e monetária.

A autoridade monetária poderá resistir, tentando impor a disciplina sobre a autoridade fiscal. Evitando a monetização, elevará a dívida pública e, com ela os gastos com seu serviço, o que pode conduzir a autoridade fiscal a alterar sua estratégia, cortando outros gastos ou elevando impostos. Mas se a autoridade fiscal não ceder, a insistência da autoridade monetária será inútil, e a inflação ressurgirá.

Definindo-se a independência do Banco Central como a liberdade de ação que dê eficácia à política econômica, permitindo obter o prêmio da maior estabilidade de preços, o fundamental não é a independência funcional. A independência deriva da capacidade de realizar uma política monetária voltada para a defesa da estabilidade interna e externa da moeda, e que não fique a reboque do déficit público, operando como um departamento do ministério da Fazenda. A condição fundamental repousa, então, em que a disciplina seja imposta sobre a autoridade fiscal. Isto pode ser produzido por um Banco Central, como o alemão, que conquistou a primazia na fixação das regras do jogo, mas isto custou à Alemanha a catástrofe de 1923. Pode, também, ser facilitada se existir a independência funcional, mas a forma mais eficaz ocorre quando são impostas ao governo regras suficientemente rígidas, estabelecidas pelo Congresso, quanto aos limites orçamentários.

Na Inglaterra, embora o Banco Central sempre tenha sido funcionalmente independente, o país viveu, no passado, inflações elevadas porque o Chancellor of the Exchequer não deixava ao presidente do Banco da Inglaterra outra alternativa a não ser monetizar os déficits. A situação somente se alterou quando Margareth Thatcher mudou as regras do jogo, impondo a disciplina sobre a autoridade fiscal e permitindo ao Banco da Inglaterra o manejo do instrumento monetário mais independentemente do instrumento fiscal.

No caso brasileiro, nunca tivemos um Banco Central independente nesta concepção, mas já vivemos períodos de melhor coordenação entre a política fiscal e a monetária, quando os déficits públicos eram menores e os tetos impostos à expansão, pelo Orçamento Monetário, eram cumpridos. A recente reforma, que em teoria excluiu o Banco do Brasil do bojo das autoridades monetárias, e que encerrou a conta de Movimento (criando entretanto a conta de Suprimentos) é, infelizmente, mais aparente do que real. Os déficits públicos são, hoje, mais elevados do que nunca. De nada adianta unificar os orçamentos, o Congresso proibir o Banco Central de emitir moeda e o governo de elevar a dívida pública, se aprova e amplia despesas que não podem ser financiadas dentro dos limites impostos à emissão e ao crescimento da dívida pública. Além do conflito entre as duas autoridades, surge um novo, entre o Executivo e o Legislativo. A este ninguém impõe a disci-

plina.

O prêmio deste jogo é atingir o objetivo de uma certa estabilidade de preços, reconquistando a capacidade de crescer. Isto requer uma política monetária que produza o resultado. A independência do Banco Central começa pela criação de uma camisa-de-força sobre a autoridade fiscal, que é uma função do Congresso.

Mas tudo isto requer profunda mudança na concepção do papel do Banco Central na formulação da política econômica. A política monetária é fundamental no combate à inflação, ela tem que ser coordenada com a política fiscal e o Congresso tem que limitar o agregado das despesas ao total dos recursos.

O SENTIDO DOS CHOQUES

Argentina e Brasil tentaram combater a inflação através de uma sucessão de choques. As duas experiências evidenciam que choques sucessivos não controlam a inflação. Na Argentina, sequer eliminaram a hiperinflação. O saber convencional passou a argumentar que o Brasil é diferente. Por termos uma economia industrial mais madura e um setor privado mais ativo, o risco da hiperinflação é, aqui, muito menor, ou mesmo inexistente. Se a inflação sair perigosamente do controle, o governo terá que fazer alguma coisa podendo, mais uma vez, enveredar pelo caminho do choque, afastando um descontrole maior.

Será que uma economia industrial mais madura proporciona um seguro contra um desequilíbrio inflacionário maior? Referindo-se ao temor dos franceses em enfrentarem, nos anos 20, uma hiperinflação, Keynes escrevia, em 1924, no prefácio à edição francesa do "A Tract on Monetary Reform" que um país muito rico pode ter uma moeda muito ruim e um país pobre pode ter uma muito boa. A riqueza da França pode tornar mais fácil para suas autoridades seguir uma política monetária sólida. Mas o valor da unidade monetária de um país não é uma função de sua riqueza ou mesmo de seu balanço comercial. E prossegue argumentando que o valor do franco dependia essencialmente da quantidade presente e prospectiva de francos em circulação, uma função das pressões exercidas pelo Tesouro francês sobre o Banco da França, e do grau de confiança que o público tivesse no valor prospectivo do franco.

A França enfrentava, ao final da primeira guerra mundial, um forte desequilíbrio fiscal. Entre 1919 e 1923, seu déficit público (nominal) oscilava entre 10% e 35% do PIB, e a dívida interna superava os 100% do PIB. Era um déficit nominal menor que o nosso, mas uma dívida interna muito superior. Corriam rumores de que o governo poderia incorrer no "default" de sua dívida interna, o que começou a afastar o setor privado da compra de papéis

públicos, compelindo o governo a se financiar pela simples emissão de moeda o que acelerou a inflação. Entre julho de 1924 e julho de 1926, o franco desvalorizou-se 107%, os preços por atacado elevaram-se 74% e o custo de vida, aproximadamente, 50%.

As reformas introduzidas por Raymond Poincaré, em julho de 1926, eliminaram o déficit público, através de uma significativa reforma tributária e do corte de gastos. Em vez de desvalorizar o franco, o que, como apontava Keynes, elevaria o custo da dívida externa e agravaria o déficit público, a paridade do franco foi defendida por uma política monetária austera. Com um déficit público nulo, com uma taxa cambial fixa e com uma política monetária sólida, a França equilibrou sua economia e rapidamente recuperou a capacidade de crescimento econômico.

O que salvou a França do mesmo destino dos países que nesse período enfrentaram hiperinflações, não foi o fato de sua economia ser industrialmente mais forte. Foi o fato de que Poincaré seguiu uma política econômica correta, com vigoroso ajuste fiscal, recuperando a confiança na dívida interna. Não através de garantias dadas ao povo pelo Parlamento, mas, sim, pela remoção dos desequilíbrios que criavam a desconfiança.

Pode um choque assemelhado aos aplicados no Brasil eliminar um forte desequilíbrio inflacionário? A resposta a esta pergunta exige que revisitemos as razões pelas quais se defende, sob certas condições, a aplicação de um choque.

Numa economia plenamente indexada, reajustes de preços e salários repetem, para o futuro, as taxas passadas de inflação. Ainda que o país não tivesse mecanismos formais de indexação, contratos de longo prazo, quer para salários, quer para bens e serviços, embutem as expectativas de como a inflação deverá evoluir no período de vigência dos contratos. Quando o governo tenta combater a inflação apenas através da austeridade fiscal e monetária, deprimindo a demanda agregada de bens e serviços, os aumentos de custos não podem ser repassados integralmente para preços, e a economia entra em uma fase recessiva.

Quanto maiores as taxas de inflação e quanto maiores os mecanismos de correção de preços futuros pelas taxas passadas de inflação, maior a vulnerabilidade recessiva da economia. Para inflações particularmente elevadas, o período recessivo seria longo demais, implicando grandes perdas de produto real, que não mais poderiam ser recuperadas adiante. Daí, a dificuldade política de combater a inflação apenas com políticas monetária e fiscal. Daí, a persistência do processo inflacionário.

O choque ocorreria, neste caso, como uma forma de criar uma nova política de rendas, que poderia ser um conjunto de regras balizando a correção de preços e salários a taxas cadentes de inflação, que seriam induzidas pelas políticas fiscal e monetária contracionistas, ou mesmo, na medida em

que os ajustes fiscal e monetário fossem suficientes para garantir a estabilidade dos preços depois do choque, desindexando-se plenamente a economia.

O importante, contudo, era de que esta estratégia era pensada como um complemento aos ajustes fiscal e monetário, e não como algo que os substituísse. Seu único objetivo era o de minimizar o impacto recessivo do combate à inflação, e não uma forma de reduzir o ritmo de crescimento dos preços. A causa básica da inflação está no déficit público e na política monetária expansionista.

O viés expansionista reside no temor de produzir recessões. Estas ocorrem porque preços e salários têm reajustes inflexíveis na direção descendente. Os ajustes fiscal e monetário, ao lado da nova política de rendas, ou de uma desindexação, desde que realizados na combinação correta, eliminariam a inflação com custos sociais visivelmente menores.

Com o passar do tempo, esta perspectiva foi sendo perdida. Ela existia, em teoria, quando o Plano Cruzado foi implementado. Ele fracassou porque o governo realizou apenas a desindexação e não os ajustes fiscal e monetário. Mas esta perspectiva virtualmente desapareceu do Plano Verão em diante.

O que se discute, hoje, não guarda mais sequer uma pálida sombra com esta justificativa do choque. Perdeu-se a noção de que a desindexação, ou uma nova política de rendas, são um instrumento auxiliar para minimizar a recessão. Perdeu-se a noção de que os elementos-chaves do controle da inflação são os ajustes fiscal e monetário. Passou-se a acreditar que o choque de congelamento de preços, em si mesmo, pode controlar o crescimento dos preços.

É uma visão extremamente pobre e completamente desvinculada da realidade. É um caminho que, se percorrido, nos reserva o destino da Argentina, mesmo reconhecendo que temos um setor privado mais forte e uma economia industrialmente mais madura.

A estabilidade de preços é essencialmente um fenômeno monetário e fiscal, que depende da capacidade do governo em controlar seus déficits e a moeda. E da capacidade que o governo tenha de incutir confiança na população, um fato produzido pela consistência de sua política econômica, e não por intervenções atabalhoadas que abalem esta confiança e que não tenham o endereço da solução dos desequilíbrios fundamentais da economia.

CÂMBIO, MOEDA E DÉFICIT PÚBLICO

O governo desvalorizou o cruzado 12% em 30 de junho de 1989. Foi uma atitude corajosa, considerando-se a inflação adicional imposta ao sis-

tema econômico. Quer pela elevação do já alto déficit público, devido à grande dívida externa pública, quer pela pressão de custos derivada da elevação dos preços nominais de todos os bens importados e exportados, e de todos os seus substitutos mais próximos e mais remotos.

É certo que o câmbio acumulou, depois do Plano Verão, um atraso com relação à inflação interna. Mas é certo, também, que nem as exportações declinaram nem os superávits comerciais perderam vigor. A menos que alguém construa uma teoria explicando como a desvalorização cambial do mês t eleva os superávits comerciais do mês $t-1$, o recorde anunciado pela CACEX em junho não guarda qualquer relação com a desvalorização do final do mês.

No entanto, o governo desvalorizou o cruzado e centralizou parcialmente o câmbio nas operações ligadas à conta de Capitais (Repatrições e Dividendos) e nos juros, de médio e longo prazo, devidos a bancos estrangeiros, visando defender as reservas. É claro que somente o fez porque as reservas iniciaram um movimento de queda, caso contrário sua ação não teria qualquer justificativa. Mas se as reservas começaram a declinar, sem que os superávits comerciais tivessem caído, o que, então, explica seu comportamento? As possibilidades são duas.

Primeiro, não existe uma sincronia perfeita entre o superávit comercial físico, mostrado nas estatísticas da CACEX, e o superávit comercial de caixa, que impacta as reservas. A CACEX considera exportadas as mercadorias embarcadas, e importadas as mercadorias internalizadas no país. O dispêndio de divisas nas importações pode ocorrer muito tempo depois da internalização das mercadorias, se existirem linhas de financiamento. A receita de caixa das exportações pode ocorrer até antes do embarque, se os exportadores optarem pela operação de ACC (Adiantamento de Contrato de Câmbio).

Ao anunciar o Plano Verão, o governo desvalorizou o cruzado, mantendo-o congelado por algum tempo, e elevou significativamente as taxas de juros. Os exportadores que fizeram operações de ACC ganharam, por algum tempo, substancial receita financeira. As linhas de financiamento de comércio exterior foram utilizadas ao limite, o que era evidenciado pelos elevados "spreads" cobrados pelos bancos. Em adição, bancos com carteiras de câmbio vendiam câmbio à vista, comprando ou não câmbio futuro, obtendo recursos para empréstimos significativamente mais baratos do que no mercado de Certificados de Depósitos. Estas forças contribuíram para o crescimento das reservas em fevereiro e março.

Mas, em maio e junho, a taxa mensal excedeu, por ampla margem, a taxa nominal de juros em operações de mercado aberto. Era mais rentável retardar o fechamento de câmbio, tomando empréstimos em cruzados, do que realizar operações de ACC. Pela mesma razão, os bancos reduziram a venda de câmbio, buscando recursos mais baratos através de Certificados

de Depósitos. Esta é uma das forças depressoras das reservas, mais recentemente.

A segunda razão liga-se ao movimento de repatriação de capitais e de remessa de dividendos. Devido à gigantesca expansão monetária, elevaram-se os ágios do mercado paralelo de câmbio, que oscilaram entre 100% e 200% em maio e junho. Se existissem mecanismos através dos quais dividendos e repatriações pudessem ocorrer, com as remessas liquidadas à taxa oficial de câmbio, reingressando-se pelo paralelo de 1/2 e 1/3 dos dólares, a posição de caixa das subsidiárias de empresas estrangeiras permaneceria intacta, mas perderíamos as reservas em montante idêntico ao das remessas realizadas pelo mercado oficial.

Como diz um napolitano amigo meu, "Fatta la legge, trovato l'imbroglione", a enorme imaginação criadora dos executivos financeiros logo descobriu o modo de fazê-lo, em uma operação que recebeu o pomposo nome de "Blue Chip Swap". A companhia-mãe, no exterior, compra um ativo, como uma "Treasury Bond", que é transferido à empresa "holding" de sua subsidiária no Brasil, que o vende a um brasileiro que deseja ativos financeiros no exterior, na taxa de câmbio do mercado paralelo. Com os cruzados capitaliza a subsidiária, que recorre ao Banco Central para comprar os dólares à taxa oficial, com os quais remete dividendos ou repatria capital.

Estas operações, que em maio e junho produziram um ruído audível no mercado financeiro, representam, nada mais, nada menos, do que uma nova forma de fuga de capitais. A arbitragem poderia matar o estímulo econômico para a sua realização, se o ingresso dos dólares pelo paralelo crescesse para deprimir suficientemente o ágio cambial. Mas isto era impossível com uma política monetária desestabilizante, porque fortemente expansionista, que elevava as demandas de ouro e de dólares no mercado cambial paralelo. Esta era uma segunda razão para a perda de reservas. Não foi por acaso que o câmbio foi centralizado explicitamente nas operações de repatriação de capitais e de remessa de dividendos.

A conclusão euclidiana é de que a perda de reservas não derivava de um fenômeno real, provocado pelo desequilíbrio da taxa cambial, mesmo porque os superávits comerciais não declinaram. Era, sim, um fenômeno monetário. Desequilíbrios monetários têm que ser tratados com o instrumento monetário. Se o governo persistisse desvalorizando o câmbio acentuadamente e expandindo a moeda, o crescimento da inflação não teria limite.

A primeira providência para estancar o problema teria que ser a elevação das taxas domésticas de juros acima da taxa mensal após as desvalorizações cambiais, o que começou a ocorrer em julho. Suspeito que este fato já tenha revertido o comportamento das reservas. A segunda teria que ser a utilização de um novo instrumento, auxiliar das LFTs, que competisse com o ouro e com o mercado paralelo de câmbio, ajudando a desagiá-lo.

Era para isto que existia a indicação lógica do lançamento de BTN's cambiais.

Não se pode pensar em utilizar as BTN's cambiais para substituir as LFT's como um instrumento de política monetária. O custo da dívida rodada em LFT's, em um clima de inflações altas e incertas, e no qual o Banco Central tenha que flutuar a taxa real de juros, é menor do que com qualquer outro papel de dívida pública. O papel cambial somente deve ser utilizado para competir com o ouro no mercado interno, ajudando, com isto, a desagiar o mercado paralelo de câmbio, desestimulando a fuga de capitais e, certamente, captando recursos adicionais para o Banco Central reduzir a expansão monetária.

Mas, para isso, ele tem que funcionar como um instrumento de "hedging" melhor do que o ouro. Algumas condições necessárias existem para isto. O ouro é um instrumento de "hedging" muito imperfeito porque acumula, aos riscos de oscilação do seu preço, no mercado internacional, os riscos de flutuação do ágio no mercado paralelo de câmbio. Isto é um nicho propício à colocação da BTN cambial. Mas para que este papel seja atrativo ao setor privado, não pode acumular outros riscos. Neste ponto, o risco mais relevante é de o governo eventualmente tributar os ganhos de uma midi ou maxidesvalorização do cruzado adiante, como já o fez no passado. A garantia que deve ser dada, portanto, é de que na eventualidade de uma desvalorização real do cruzado os ganhos da BTN cambial não serão taxados.

Numa visão de equilíbrio parcial, esta proposição receberá a crítica de que, com isto, estaria o governo elevando os custos da dívida interna. O argumento é falho por duas razões. Primeiro, quanto à dimensão desse custo. Ninguém estará pensando em substituir toda a dívida interna em LFT's por BTN's cambiais, que serão, apenas, um instrumento auxiliar do governo, colocadas em escala pequena, relativamente ao tamanho da dívida interna. Segundo, porque ao reduzir o ágio no mercado paralelo de câmbio, desestimula a fuga de capitais, preservando o vigor dos superavits comerciais, porque liquida a prática de sub e superfaturamentos em exportações e importações e porque desestimula as operações de "Blue Chip Swap".

Com isto reduz a necessidade de uma desvalorização real do cruzado. Nisto reside a sua grande vantagem. Troca-se algum custo (possível) sobre a parcela pequena da dívida interna que estiver denominada em dólares, pelo ganho de evitar um enorme custo adicional da dívida externa pública, que é significativamente superior à dívida interna em papéis cambiais. O que é preciso compreender, portanto, é que a BTN cambial, utilizada ao lado de uma política monetária mais correta, evita uma midi ou uma maxidesvalorização. Este é o seu único sentido.

Uma economia com todo o vigor inflacionário, encontrado no Brasil de hoje, tem que perseguir uma política econômica que evite desvalorizações

reais da taxa cambial. Isto pode ser obtido com uma política monetária significativamente menos expansionista do que a que caracterizou a atitude do Banco Central durante um extenso período posterior ao anúncio do Plano Verão. E que se utilizem os instrumentos certos para atacar cada um dos desequilíbrios existentes.

É útil, neste ponto, lembrar os comentários realizados em março de 1924 por Keynes, no prefácio à edição francesa de "A Tract on Monetary Reform", sobre a política econômica colocada em ação por Raymond Poincaré. A França vivia, naquele período, uma fase de elevados déficits públicos, enfrentava dificuldades na colocação de "Bons du Trésor", devido ao medo desenvolvido no setor privado de um "default" da dívida. Discutia-se a necessidade ou não de uma desvalorização do franco, dado o acentuado movimento de perda de reservas.

Ele dizia que primeiro, o governo deve fortalecer a sua posição fiscal que é o seu poder de controlar a moeda. Segundo – e especialmente durante o intervalo que deve decorrer antes que a primeira categoria de medidas (fiscais) entrem em plena operação – o governo deve restaurar a completa confiança na liberdade do franco. E prossegue dizendo que as principais medidas que são necessárias podem ser resumidas em três: 1) Todas as limitações ao uso dos francos para comprar moeda estrangeira deveriam ser totalmente repelidas. 2) A taxa de desconto do Banco da França deveria ser elevada para um valor alto (ainda que não seja necessário manter esta taxa tão alta para um extenso período), de forma a contrarrestar antecipações, bem ou mal fundadas, de uma possível depreciação do franco. 3) Uma soma, retirada das reservas de ouro do Banco da França deveria ser utilizada para suportar o câmbio próximo de seu presente valor e restaurando a confiança durante o intervalo, antes que as reformas fiscais possam produzir os seus efeitos. E conclui que depois de algumas semanas desta medicina, o franco voltaria a estar firme como uma rocha.

Estão aí a História, a análise econômica e os instrumentos. Basta o governo ter a coragem de trilhar o mesmo caminho.

REFERÊNCIAS

SARGENT, T.J. **Rational expectations and inflation**. New York, Harper and Row, 1986.

SARGENT, T.J. & WALLACE, N. **Some unpleasant monetary arithmetic**. New York, Harper and Row, 1986.

TAYLOR, J.B. Staggered wage setting in a macroeconomic model. **American Economic Review, Papers and Proceedings** (69), 1979.

ROBINSON, J. **The economic of imperfect competition.** Londres, MacMillan, 1938.

FRISCH, R. **Propagation problems and impulse problems in dynamic economics.** Londres, Ed. Allen and Unwin, 1933. Economic Essays in Honor of Gustav Cassel.

DORNBUSH, P. Comunicação pessoal, 1988.

BACHA, E. Comunicação pessoal, 1988.

BRESSER PEREIRA, L.C. Comunicação pessoal, 1988.