



RELATÓRIO FINAL DE MONOGRAFIA

DUAS EXPLICAÇÕES PARA A INFLAÇÃO BRASILEIRA

Orientador: Prof. Dr. José Carlos Miranda

Banca: Prof^ª Dr^ª Mônica Baer

Rafael Oliva Augusto
RA 901060

1º semestre
1994

INTRODUÇÃO

O formato que assume este trabalho traduz, de certa maneira, o itinerário de inquietações que se apresentou ao longo do processo de elaboração desta monografia. Esta introdução parece impor, então, diante disso, uma exposição breve do percurso intelectual que se superou neste período.

Foram duas as razões que tornaram a inflação brasileira o elemento central desta monografia.

A primeira delas refere-se ao sentimento de que o entendimento da inflação brasileira constituía, por si só, um "problema" a ser solucionado. Em um primeiro momento, portanto, a execução desta dissertação se deixou orientar pelo desejo de compreensão do "problema inflacionário", o que se traduzia na investigação das possíveis "causas" da instabilidade de preços na economia brasileira. Nesta altura, o objetivo da monografia correspondia à definição de uma resposta, ou de uma compreensão da inflação brasileira.

Entretanto, estreitado o contato com algumas explicações da inflação brasileira um outro sentimento passou a comandar a elaboração deste trabalho. Este, captava a constatação de que o processo de definição de uma resposta

para a inflação brasileira trazia embutida a exigência de que se procedesse a uma escolha entre alternativas explicativas, já que se apresentava um cenário onde várias "causalidades" poderiam ser percebidas.

O processo de escolha propriamente dito não formava um obstáculo para que o objetivo original, acima colocado, prosseguisse, desde logo. Poder-se-ia, muito bem, eleger uma "causalidade" e com ela dar como resolvido o problema proposto. Entretanto, o reconhecimento da diversidade de interpretações que cercava a compreensão da inflação brasileira oferecia a oportunidade de que se pudesse desenvolver outra sorte de questões no trabalho monográfico, o que lhe introduzia novas possibilidades.

Resultado importante nesta constatação era a observação de que se tinha um quadro onde haviam "várias" inflações brasileiras, como que em correspondência com as várias causalidades, traduzindo, claramente, que a inflação brasileira recebia, à cada leitura, conteúdos diversos, constituindo um fenômeno particular à cada interpretação.

O que se percebia, então, é que à cada leitura da inflação, à cada abordagem que se fazia do problema, os aspectos que apareciam como essenciais para a delimitação do fenômeno mudavam, isto é, a origem do fenômeno inflacionário mudava de um caso para o outro. Assim, alternavam-se proposições que o entendiam ora como um fenômeno

expectacional, ora como um fenômeno monetário-fiscal, ora como um desequilíbrio de curto, ora como um desequilíbrio de longo prazo da economia brasileira. Tal percepção colocou, conseqüentemente, um novo "problema" para esta monografia.

É neste contexto, então, que a leitura de duas das explicações mais importantes da inflação brasileira, vale dizer, aquela que se produz no interior do "Consenso de Washington"(1) e aquela que se pode compor dos autores que integram um "Dissenso"(2), apresentou-se para nós como uma matéria particularmente sugestiva para uma dissertação de monografia.

A opção pela exposição de duas explicações confirmava-se porque oferecia a perspectiva de que se pudesse tentar perceber em que termos se colocava a "disparidade de definições" que nos inquietava, por configurar-se, inevitavelmente, em um exercício comparativo.

Aqui então ter-se-ia o segundo motivo para que a inflação tivesse sido posta no centro desta monografia, isto é, permitir, por meio da confrontação de duas explicações, uma comparação capaz de levantar indicações úteis à tentativa de responder às inquietações que se tentou expressar acima.

Resulta, assim, que a exposição de duas hipóteses acerca do "problema inflacionário brasileiro", torna esta monografia, no que ela tem de essencial, um exercício de

4

explicitação das diferenças que caracterizam dois modos possíveis de apreensão da inflação brasileira.

Expostas todas estas preocupações, é possível agora entender um pouco melhor a forma como se estruturou o texto. Nos capítulos I e II tem-se a exposição em separado de cada uma das explicações citadas. Tem-se, assim, no capítulo I a explicação do "Consenso de Washington", enquanto que no capítulo II tem-se a explicação do "Dissenso". Finalmente, no capítulo III, tenta-se uma avaliação do percurso cumprido.

CAPÍTULO I - A EXPLICAÇÃO DO CONSENSO

O propósito deste capítulo é abordar uma entre aquelas explicações da inflação brasileira que se alinham em torno da proposição segundo a qual a inflação proviria de um desequilíbrio fiscal. Proposição esta, convém ressaltar, que não obstante a dificuldade que cerca o assunto logrou consolidar um largo consenso em torno de si.

Uma entre várias, uma vez que no interior do que se convencionou chamar de "Consenso de Washington" há, conforme aponta LAL(1993), ao menos três apreensões diferentes para a equação déficit fiscal = inflação. Naquele trabalho o autor reconhece inicialmente uma de cunho monetarista "strictu sensu", uma outra que atribui a presença predominante de elementos novo-clássicos e, finalmente, aquela que entende como wickselliana.

Essas três explicações assumem que a inflação brasileira é produzida como resultado de um desajuste monetário cuja origem é o déficit público. Vale dizer, o que preside a compreensão da inflação em todas elas é a

idéia de que há uma relação de proporcionalidade de equilíbrio entre meios de pagamento e quantidades de bens, relação esta que se expressa no sistema de preços relativos da economia. Decorre que o ponto de partida destas três hipóteses quantitativistas é que a inflação representa uma reação do sistema de preços a uma modificação daquela proporcionalidade. Mais precisamente, a inflação brasileira concretizaria um movimento de correção, de ajuste, da transgressão da proporcionalidade entre bens e moeda que teria sido provocada por uma expansão monetária cujo propósito seria atender as necessidades de financiamento do setor público.

Entretanto, se há uma "familiaridade quantitativista" entre estas três hipóteses, isso não significa que seja indiferente escolher qualquer uma delas. Há limites claros entre uma leitura e outra, limites que se projetam na capacidade de responder a, particularmente, duas especificidades da inflação brasileira.

A primeira delas prende-se ao fato de que na economia brasileira, segundo os desenvolvimentos econométricos encontrados em RODRIGUEZ, a causalidade moeda-preços apresenta um sentido invertido. Vale dizer, na economia brasileira tem-se uma situação em que a

expansão monetária vem depois do movimento ascendente de preços.

Ao mesmo tempo, na economia brasileira, ter-se-ia como segunda especificidade, que o desajuste monetário relevante seria referível não a M1, como nas explicações tradicionais, mas a M4, conforme as correlações desenvolvidas por este último autor,

Diante destas considerações convém considerar brevemente o que dizem cada uma daquelas explicações acima mencionadas:

A explicação monetarista assume que a modificação da proporcionalidade entre moeda e quantidades, que dá origem ao movimento inflacionário, está relacionada à expansão da base monetária. Mais que isso, assume que as expectativas que conduzem este "ajuste" são adaptativas. Constitui, portanto, a explicação monetarista típica onde a uma variação de moeda corresponde, decorrido um lag temporal atribuível ao suposto de expectativas adaptativas, uma variação de preços. O agregado inflacionário, nesta explicação é, conseqüentemente, M1. Claramente, esta explicação não responde a nenhuma das duas especificidades.

A explicação novo-clássica, por seu turno, entende que tanto a expansão de base monetária como de dívida pública são inflacionárias já que os agentes antecipariam, porque embuídos de expectativas racionais, os impactos futuros que a monetização da dívida teria sobre a ampliação dos meios de pagamento. Nisto, portanto perceberiam antecipadamente a transgressão da proporcionalidade entre bens e moeda, transformando a inflação de amanhã em inflação presente. Aqui, então, há dois pontos a considerar: há, à diferença do que ocorre na hipótese monetarista, a tentativa de responder a inersão da causalidade moeda-preços. Isso se traduz no reconhecimento de que a dívida pública é antecipada pelos agentes. Entretanto, a expansão monetária relevante é, mais uma vez, referível a M1, pois a inflação é associada não diretamente à M4, mas à monetização que se seguirá à sua expansão. Esta explicação responde, assim, a apenas um dos problemas.

Com relação à explicação wickselliana, finalmente, cabe dizer o seguinte:

À semelhança da explicação novo-clássica assume que os agentes antecipam expansões monetárias por meio de expectativas racionais. Responde portanto, à primeira daquelas especificidades.

À diferença, entretanto, do que ocorre com as explicações anteriores, na explicação wickselliana a expansão da dívida é ela mesma uma expansão dos meios de pagamento e, por isso, inflacionária. Na explicação wickselliana a expansão da dívida pública, vale dizer, a própria expansão de M4 é inflacionária, não porque seja virtualmente monetizável, mas porque carrega atributos de liquidez que a tornam meio de pagamento.(3)

Daqui decorre que se tenha elegido esta explicação como objeto deste capítulo, vale dizer, o fato de que esta explicação da inflação brasileira consegue incorporar as condições específicas da economia brasileira a uma explicação que toma a inflação como resultado de um desajuste monetário.

Isto posto, importa assinalar que a exposição neste capítulo obedecerá a tentativa de seguir as respostas que a explicação wickselliana oferece para cada uma das especificidades acima apontadas. Assim, o "primeiro problema" procura explicitar os elementos teóricos que dão sustentação à inversão da causalidade moeda-preços, vale dizer, o suposto de expectativas racionais.

Um segundo movimento, correspondentemente, procura mostrar como que a hipótese wickselliana explica uma situação em que M4 torna-se moeda liberatória.

Convém observar que a este último movimento corresponde na hipótese wickselliana justamente o modo como são incorporadas à explicação da inflação brasileira as características das atividades que o sistema financeiro brasileiro desenvolve, isto é, operações que privilegiam o curto prazo e a indexação completa das suas transações e rendimentos. O que se está sublinhando, de outro modo, é que a demonstração de como M4 se tornou moeda liberatória (e, portanto, a sua expansão se tornou imediatamente inflacionária) constitui o modo pelo qual os wicksellianos articulam a relação entre o sistema de intermediação financeira e o financiamento do setor público.

Portanto, pode-se dizer que o que se pretende ter verificado ao final desta exposição é que à explicação wickselliana corresponde a tentativa de relacionar a liquidez sistêmica que decorre de inflações crônicas em um contexto de moeda indexada à elevação de preços.

O PRIMEIRO PROBLEMA

O universo teórico em que se inscrevem os wicksellianos é, como já assinalado, claramente o universo quantitativista. Os desequilíbrios inflacionários, deste modo, aparecem, sempre, como manifestação de um "desajuste monetário". Explico melhor: tudo se passa, para os wicksellianos também, como se no centro do desequilíbrio inflacionário estivesse um desajuste, uma desproporção entre meios de pagamento e quantidade de bens reais. Nunca é demais repetir, a imagem de um helicóptero jogando dinheiro do céu, é também aqui reposta como paradigma da idéia de como pode se originar essa desproporção; simplesmente, o helicóptero, nesse caso, é o déficit fiscal.

A qualificação a se fazer, porém, é que para a hipótese wickselliana, a desproporção entre moeda e quantidades produzidas não se materializa em um ajuste no tempo, um ajuste com um "lag" temporal que separa o momento de origem da expansão monetária do momento posterior em que os agentes já procederam a um ajuste dos preços em resposta à desproporção, como supõe a hipótese monetarista. Aqui, o processo de ajustamento daquela desproporção recebe um outro formato. Trata-se, então, de admitir um universo econômico que é presidido por expectativas racionais.

No contexto das "rational expectations" o desequilíbrio inflacionário aparece como uma desproporção

virtual da relação moeda/quantidade no futuro que é resolvida hoje pela antecipação de suas consequências. Assim, a eventualidade de um déficit fiscal, para o nosso caso, ou melhor, a antecipação de que ele ocorrerá, é o bastante para motivar o mercado, o sujeito econômico relevante nessa hipótese, a efetivar um ajuste instantâneo de preços. Fique claro, o suposto que está na base deste ajuste, onde se concretiza a previsão de um "excesso" de meios de pagamento, por definição inflacionário, é aquele de informação perfeita entre os mercados. Afinal, "podemos definir as expectativas racionais como aquelas que se formam tendo em conta toda a informação relevante disponível no momento de formulá-las"(5). O que deve ser notado, repito, é que as expectativas traduzem, aqui também, o prognóstico comum do mercado -- as expectativas racionais são homogêneas -- e estão referidas a uma relação de proporção estável entre moeda e bens como na hipótese monetarista. Entretanto, aqui elas "imediatizam" o ajuste, que no caso das expectativas adaptativas só seria concluído no futuro.

Resulta que a incorporação das expectativas racionais assegura que os preços serão, a todo momento, preços de equilíbrio, já que toda variação antecipada da relação M/P é imediatamente transmitida ao sistema de preços relativos, o qual, por hipótese, estaria previamente em equilíbrio pelos mecanismos do "market

clearing". Curta e grosseiramente, a idéia de equilíbrio preside, ao que parece, a construção deste tipo de expectativas, posto que elas confirmam do "lado monetário" a situação de equilíbrio do "lado real".

Com isso, espera-se ter respondido ao menos um daqueles problemas antes indicados. Vale dizer, o raciocínio exposto, (isto é, aquele que indica que a antecipação da expansão da base monetária está na origem de um movimento de elevação de preços que, portanto, precede aquela mesma expansão,) acaba por validar a inversão da causalidade tradicional moeda/preços, a qual, deve ser sublinhado, segundo o trabalho de RODRIGUEZ(1991), não resiste à realidade brasileira. Fica claro, portanto, que ao menos no que concerne a esse ponto, a presença do suposto de expectativas racionais desfaz o impasse, já que apenas com expectativas racionais justifica-se uma "antecipação" como se procurou demonstrar.

O SEGUNDO PROBLEMA

No primeiro problema acima procurou se demonstrar a possibilidade da inversão da relação de causalidade tradicional entre moeda e preços na equação

quantitativista. Como havíamos apontado ao início, tratava-se, esta inversão, da primeira especificidade da inflação brasileira.

Cumpra agora neste segundo problema entender como os wicksellianos dão conta daquela segunda especificidade, vale dizer, o fato de que a expansão monetária inflacionária no caso brasileiro é aquela referível a expansão de M4. Daqui então poder-se-á compreender como a inflação brasileira se produz no movimento de antecipação dos agentes da expansão da dívida pública.

Neste ponto, porém, faremos uso de uma rápida digressão.

Há um reconhecimento generalizado de que no Brasil "a indexação substituiu a dolarização". É preciso, no entanto, entender o que esse tipo de afirmação significa. PASTORE(1990)(6) descreve o mecanismo usual que conduz às hiperinflações por dolarização; nele, explica, o que ocorre é que em um certo momento, já instalado o ambiente inflacionário, o enfraquecimento progressivo da moeda local induz o mercado a transacionar com os diversos ativos tendo o seu valor cotado em moeda estrangeira, o dólar. Mais que isso, porém, à medida em que a inflação se acelera, a fuga da moeda em depreciação determina um deslocamento da riqueza para formas não sujeitas à desvalorização, isto é, ativos reais e moeda estrangeira,

quando então esta última estaria exercendo, sobretudo, a função de reserva de valor. Estes dois movimentos conjugados, finalmente, acabariam por definir uma situação de hiperinflação na moeda "não indexada", a moeda local, já que com os ativos cotados em dólar a fuga assumiria dimensões expressivas.

No caso brasileiro escapou-se da alternativa dolarizante justamente na edificação de uma autêntica "institucionalidade inflacionária", onde o sistema de intermediação financeira desempenha papel central. Afinal, na medida em que o sistema de intermediação passa a desenvolver as suas atividades de acordo com o ritmo de um regime de alta inflação, vale dizer, oferecendo ativos de curta maturidade e inteiramente indexados, estão criadas as condições para que se conviva, sem rupturas como a que a dolarização encerrava, com o regime inflacionário.

A implicação concreta que esta forma de organização das atividades financeiras traz, é que os agentes canalizam seus recursos para o circuito financeiro, já que esta alternativa aparece como uma garantia de preservação do valor daqueles.

Quanto a isso, é importante sublinhar que o que realmente diferencia os wicksellianos no interior do "paradigma" quantitativista é justamente a suposição que segue: trata-se de considerar para esses autores, conforme

identifica LAL(1993), que não há nenhum dinheiro que não suponha juros. Isto posto, todo o dinheiro(base monetária), na presença do sistema de intermediação financeira, torna-se crédito; no Brasil, consideram, esta mesma razão válida o processo que torna dinheiro a dívida pública. Então: "Through intermediation of the banking system, the interest bearing of the government is money".

Se o que unifica os autores tomados como de corte wickselliano, PASTORE e RODRIGUEZ, é o reconhecimento de que os agregados M3 e M4(7) tornaram-se líquidos o bastante para desempenhar os papéis de meio de pagamento, como sustentamos; se o processo que os torna líquidos está relacionado ao modo como opera o sistema de intermediação financeira; então, o que nos cabe mostrar agora é como, concretamente, os mecanismos que descrevem o modo de financiamento da dívida pública junto ao sistema de intermediação financeira determinam que se siga afirmando que é a expansão da dívida pública a responsável pela inflação.

Aqui, então, impõe-se que que seja exposto, inicialmente, o mecanismo da "zeragem automática" ou "operação triangular", denominação que varia conforme o autor escolhido. Vejamos o seu significado:

A zeragem automática consiste basicamente na operação que assegura a todo o tomador de títulos da

dívida pública a não obrigatoriedade de mantê-los em carteira, ou, de outro modo, a possibilidade de livrar-se deles em razão da existência de uma "cláusula de recompra", a qual compromete o Banco Central a assumir(recomprar), ao final de cada dia, os papéis que não puderam ser colocados, pelas instituições financeiras, nas carteiras do público. ("Essa forma de atuação do BC consiste em assegurar às instituições financeiras que carregam títulos federais os recursos necessários para financiar diariamente suas posições caso não consigam captá-los no mercado" CARVALHO, pg167)

A criação do mecanismo da zeragem automática responde, justamente, à tentativa de livrar as instituições que "rolam" a dívida pública dos prejuízos potenciais de carregarem os títulos públicos, isto é, não conseguir passá-los adiante.

Tal expediente, assim, acaba por se definir, para os autores wicksellianos, como a condição pela qual a dívida pública encontra como poder se financiar indefinidamente, uma vez que elimina em definitivo o risco do tomador desses títulos(no caso, as instituições que dão curso à "rolagem").

Ao mesmo tempo, contudo, este expediente possibilita que as instituições financeiras tenham uma flexibilidade muito grande na administração dos produtos que oferece ao

público. Vale dizer, a eliminação do risco de se carregar títulos públicos é o que autoriza que se possa oferecer ativos financeiros com liquidez diária, já que a remuneração destes últimos fica assegurada pela possibilidade de captar recursos junto ao BC.

Destas circunstâncias, então, é que se forma um quadro que permite aos wicksellianos concluir que a expansão da dívida pública corresponde à ampliação dos meios de pagamento. Afinal, o que se verifica é que acaba se constituindo uma situação de liquidez muito grande para os diversos agregados, situação que tem em sua origem a liquidez da própria dívida pública; esta referível ao mecanismo da zeragem automática.

O que precisa ser observado é que a liquidez sistêmica descreve o fato de que se formou um "circuito de endividamento" entre o Estado, as instituições e o público, circuito que tem como eixo a dívida pública. Neste circuito, os ativos que são oferecidos ao público pelas instituições financeiras(fundos, overnight,...) são vinculados à dívida e tem, por isso, os seus rendimentos encontram-se pelo acesso aos recursos que o carregamento de títulos federais assegura.

Percebe-se já, que com isso a zeragem automática aparece, para esses autores, como o mecanismo que, posto à

serviço da administração da dívida, solda a sua liquidez àquela dos demais ativos.

Tudo se passa então como se o sistema de intermediação financeira tivesse atingido o grau de sofisticação que atingiu porque a persistência de um déficit fiscal assim o exigiu. Dito de outra maneira, a hipótese postulada, então, é de que a característica de alta liquidez sistêmica do mercado financeiro prende-se aos mecanismos que aquele déficit fiscal criou para se perpetuar. A institucionalidade inflacionária para esses autores, portanto, vincula-se ao aparato de estruturas que garantem o financiamento do déficit.

Apresentados todo esses elementos, então, já é possível apresentar de forma resumida a explicação wickselliana da inflação brasileira. Vejamos:

O modelo parte de algumas suposições básicas; convém enumerá-las:

1. o financiamento do setor público realiza-se, sobretudo, às custas do lançamento de títulos de dívida pública.

2. haveria um limite para a expansão da dívida pública, limite esse dado pela percepção que o mercado tem da solvabilidade daquela e que, portanto, requereria a

estabilização da relação dívida/ PIB para que pudesse se manter como instrumento de financiamento. Vale dizer, a relação mencionada é o farol que sinaliza aos agentes, nesta explicação, o "tamanho" das antecipações inflacionárias que terão de prever, posto que a emissão de dívida nas condições acima explicitadas, em que a expansão de M3 ou M4 equivale à expansão da base monetária, corresponde à colocação dos meios de pagamento causadores da desproporção que dá origem à inflação, como acima desenvolvido.

3. há um estoque de dívida pública integralmente indexado.

4. os juros, a remuneração da dívida, encerram no seu processo de formação um componente inercial, a indexação, e um componente expectacional. Resultam sempre, portanto, na corporificação de toda a antecipação esperada, bem como da inflação passada. Esta variável é tratada mais detidamente a seguir.

Como descrito, os juros aparecem aqui como elemento de transmissão da inflação passada para o futuro, sob um primeiro ângulo; assim, os juros nominais expressam, enquanto acompanham a inflação, esta exigência. Entretanto, os juros devem ser também tomados aqui como o termômetro, como o prêmio de risco que capta as expectativas do mercado com relação à taxa de expansão da

dívida pública, e as cristaliza sob a forma de uma taxa. O comportamento dos juros, portanto, representa, no modelo, precisamente a forma como progride o déficit fiscal e como esta progressão é percebida em sua dimensão monetária pelos agentes racionais. Isto implica que mesmo quando o governo logra obter uma expansão da dívida além dos limites definidos pela razão "aceitável" entre dívida e PIB, a percepção de que esta é de difícil solvência aumenta o prêmio de risco (os juros).

Colocados estes elementos é possível um esforço de síntese:

A inflação para os autores wicksellianos expressa o resultado da antecipação dos agentes de que será colocado no mercado um volume adicional de meios de pagamento. Neste sentido, a inflação reflete a antecipação de uma expansão monetária como expusemos na primeira parte. Em razão do mecanismo de zeragem automática, neste caso a expansão monetária inflacionária/antecipada corresponde à expansão da dívida pública pelos atributos de liquidez que passam a lhe caracterizar nestas circunstâncias. A inflação aparece, conseqüentemente, diretamente relacionada à expansão da dívida.

Se o financiamento do estoque de dívida está condicionado pela remuneração que os juros nominais

oferecem, então a inflação aparece relacionada à condução dos juros. Afinal, nos termos acima propostos, a expansão dos meios de pagamento torna-se consequência da evolução dos juros.

Daqui, então, tem-se um problema: qual é a política de juros a ser seguida?

Os juros necessários ao financiamento do estoque de dívida expressam-se em taxas que atendam ao prêmio de risco pedido pelos tomadores de títulos; são, portanto, necessariamente altas, sobretudo em um contexto de alta inflação. Entretanto, taxas de juros altas implicam uma dificuldade maior de rolagem da dívida, implicam, em verdade um aumento da razão dívida/PIB. Significam para os agentes, portanto, a ocorrência futura de uma nova emissão, o que, como se viu, implicará um excesso de meios de pagamento. Assim, define-se um trade-off claro entre a condução dos juros necessária à rolagem e aquela necessária ao combate a inflação.

Como o Estado sucessivamente incorre em déficits fiscais, sucessivamente impõe-se o recurso à dívida pública como forma de financiamento. Sucessivamente, então, os agentes antecipam uma expansão monetária, procedendo, em resposta, ao ajuste inflacionário de seus preços.

Isto posto, pode-se concluir que a justificativa que a explicação wickselliana oferece à situação de inflação permanente, crônica da economia brasileira se traduz em algo como uma sucessão de desequilíbrios de curto prazo, ou uma sucessão de ajustes cuja origem fundamental é a sucessão de déficits fiscais.

Portanto, para o Consenso, a prática recorrente do Estado brasileiro, o mau comportamento de "gastar mais do que arrecada", ou, mais rigorosamente, de elevar o dispêndio da economia brasileira para níveis superiores àqueles correspondentes à renda gerada -- ao impor, repetidamente, movimentos de correção dos preços -- é o que está na base da inflação brasileira. A equação déficit fiscal=inflação fica, então, melhor compreendida: déficit -- dívida pública/expansão monetária -- movimento de ajuste à expansão -- correção de preços inflacionária.

A inflação brasileira recebe, assim, neste tratamento, uma forma bastante elegante. Articulam-se no modelo uma causa, que lhe dá sentido, as características específicas que compõem o quadro na qual essa causa se inscreve -- os contornos do sistema inflacionário, os mecanismos da cuidadosa institucionalidade que se encontra edificada -- , uma compreensão do caráter duradouro da inflação brasileira, e o arcabouço de premissas teóricas que fundamenta o raciocínio empreendido(o quantitativismo, as expectativas racionais...).

Diante disso, isto é, da consistência que há entre esses elementos uma vez compostos, valeria arriscar a afirmação de que existe quase que uma relação necessária entre o princípio de que se parte, portanto, os fundamentos originais -- as expectativas que são utilizadas -- e as conclusões que se obtém.

CAPÍTULO II - A EXPLICAÇÃO DO DISSENSO

Apresentar a explicação que o "Dissenso" oferece para a inflação brasileira obriga que se tenha como ponto de partida que a inflação, nesta leitura, é um problema atinente ao processo de formação de preços em uma economia capitalista, não se colocando portanto, como um fenômeno subsumível à uma formulação que o retém como resultado de uma desproporção entre quantidades de moedas e de bens. Apresentar a explicação do Dissenso impõe, portanto, que se assuma uma perspectiva keynesiana.

Por esta divergência de origem com a explicação do Consenso, convém então que o primeiro passo a ser desenvolvido neste capítulo corresponda à apresentação dos pressupostos teóricos que comandam a interpretação do Dissenso. É, assim, o que passamos a proceder.

OS PRESSUPOSTOS

O ponto do qual podemos partir, assim, na tentativa de apresentar os contornos de uma abordagem keynesiana da

inflação é aquele que se refere ao "processo de formação de preços".

Para os autores do "Dissenso" a determinação dos preços é prerrogativa de uma categoria particular de agentes econômicos, precisamente, os capitalistas. É possível dizer que os preços, nesta hipótese, são a síntese do cálculo capitalista que procura garantir a valorização global de seu portfólio composto tanto por ativos reais como por ativos financeiros.

Definir, então, que o processo de formação de preços, ou precificação, é um cálculo põe em evidência que em uma economia capitalista são várias as formas de se deter riqueza. Mais que isso, assumir que o processo de formação de preços é um cálculo significa admitir que há uma permanente determinação entre as formas de se deter riqueza.

Pode-se dizer que o processo de precificação, dá lugar a "preços normais" quando o processo de formulação de expectativas, a ele subjacente, transcorre sob a perspectiva de que os "preços-sinalizadores" do cálculo capitalista, vale dizer, juros e câmbio, manter-se-ão ao longo do período de produção dentro de um comportamento previsível. A possibilidade, portanto, de que as expectativas sejam construídas supondo a estabilidade dos

contratos de oferta e contratos de dívida no período de produção, descreve as "condições normais de funcionamento de uma economia capitalista, onde é o processo de produção que comanda o processo de valorização da propriedade capitalista".

De outro modo, então, pode-se dizer que o processo de formação de preços dá lugar a preços normais quando a interrelação que se estabelece entre mercados de bens e mercados de dinheiro, expressa uma situação em que não há nos mercados de dinheiro nada que supervalorize o comportamento "especulativo" dos agentes. Daqui porque são equivalentes as denominações preço normal e preço de oferta de longo prazo.

Uma situação como essa se concretiza aproximativamente em estabilidade salarial, na garantia de que insumos importados poderão ser comprados sob uma mesma taxa de câmbio no período, e em uma estrutura de financiamento que conte com contratos com juros fixos.

Nestas condições, portanto, o preço de oferta é um preço esperado que revela as expectativas com relação ao comportamento futuro da demanda, dada a "estabilidade dos elementos de valorização capitalista". Assim, mesmo quando as expectativas com relação à demanda não se realizam não é de se esperar qualquer tipo de repercussão sobre o processo de formação de preços, "já que as expectativas de

curto prazo(em uma situação macroeconômica "normal"), (mesmo)quando frustradas só afetavam as decisões -- no período de produção -- no que se refere a quantidades (não a preços) (...) a variável instantânea de ajuste é a variação de estoques."(9)

Quando, porém, os elementos que guiam a avaliação da riqueza capitalista, câmbio e juros, passam a assumir um comportamento imprevisível, isto é, quando comparece uma ruptura nas condições que balizam o funcionamento dos mercados de dinheiro, as expectativas que comandam a formação de preços incorporam esta imprevisibilidade e transmitem-na à definição dos preços.

Neste quadro, o que se verifica é que a tentativa de antecipação da flutuação dos valores relacionados ao câmbio e aos juros, projeta-se no preço na definição de um mark-up que procura adivinhar os efeitos futuros daquelas flutuações com relação ao estoque de riqueza possuído. Vale dizer, o mark-up neste contexto revela uma avaliação essencialmente incerta do valor futuro do estoque de riqueza.

Pois, uma situação como esta, onde os preços relevantes ao cálculo capitalista flutuam, corresponde ao

rompimento do horizonte de cálculo que assegurava que a determinação dos preços obedecesse a definição de preços normais. Caracteriza, pois, a circunstância em que o processo de produção se deixa comandar pelos rendimentos dos ativos mais curtos e líquidos, vale dizer, corresponde ao quadro em que a dinâmica de precificação se deixa determinar pela lógica de curto prazo. "O encurtamento do horizonte de cálculo do valor da riqueza capitalista, expresso nas flutuações da taxa de juros, não só eleva o custo de uso de todos os ativos produzidos, mas, em particular, torna impraticável o cálculo do preço de oferta dos novos bens de capital, vale dizer torna impossível o cálculo da eficiência marginal do capital. Como a incerteza com relação ao futuro torna-se absoluta, agrava-se o caráter especulativo e 'financeiro' da riqueza" (TAVARES 1984 - pg57).

Daqui se tem, então, que numa situação em que o horizonte de cálculo foi rompido, o preço, não podendo ser planejado nos termos "normais" encerra uma avaliação sempre para cima daquelas flutuações, já que uma superestimação passa a ser a única garantia de que se estará definindo margens de rentabilidade adequadas. É precisamente daqui, então, que se origina a possibilidade de inflação que, como fenômeno atinente ao processo de formação de preços, assume, nestes termos, um caráter estritamente expectacional.

Em síntese:

O processo de formação de preços é um processo guiado por expectativas com relação ao comportamento futuro dos valores relacionados a juros, câmbio, salários e matérias-primas, e com relação ao comportamento esperado da demanda, cuja finalidade é definir um valor que atenda à valorização esperada dos ativos da empresa.

Quando o processo de formação de expectativas encontra um quadro em que as condições de formação de preços, isto é, os elementos de valorização do capital, não apresentam um comportamento prospectivo estável, pelo contrário, passam a apresentar um comportamento estruturalmente instável, a possibilidade de cálculo do "preço normal" é retirada.

Neste quadro, a definição do mark-up passa a obedecer à tentativa de antecipar as flutuações, resultando, com isso, numa reavaliação permanente que tende para cima e se deixa orientar pelos rendimentos dos ativos de curto prazo. Daqui ter-se-ia, então, a inflação.

Com este desenvolvimento se espera ter atingido a boa compreensão do instrumental teórico que permite compreender a explicação que o Dissenso tem da inflação brasileira. Obviamente, é ainda insuficiente para que se possa entender a explicação do Dissenso, já que oferece apenas os elementos estruturadores do argumento que se vai

apresentar. Se é assim, o próximo passo dessa exposição deve corresponder, então, à tentativa de concretização destes pressupostos. O que nos cabe agora, portanto, é mostrar de que modo a instabilização das condições de formação de preços aparece concretamente na economia brasileira na explicação do Dissenso.

De um ponto de vista comparativo, a definição do arcabouço teórico que se tentou apresentar acima, como o elemento que deve orientar a compreensão da inflação brasileira significa que a inflação, desta perspectiva, não pode mais ser apresentada como um desvio temporário do equilíbrio, mas deve ser apreendida como uma ruptura das condições "normais" dentro das quais opera a economia e, consecutivamente, o cálculo definidor dos preços.

Quando, portanto, a inflação brasileira assume o caráter de uma inflação expectacional por um tempo tão prolongado há que se supor que tenha havido um rompimento decisivo no horizonte de estimação dos agentes.

Concretamente, então, a instabilidade das condições de formação de preços prende-se à instabilidade do regime monetário-cambial relacionada às rupturas que compareceram no cenário da economia internacional no início da década de 80. A partir daqui, portanto, a inflação brasileira tem que ser entendida como resultado que expressa os impactos dos choques do petróleo, dos juros e, sobretudo, da ruptura dos fluxos externos de financiamento em um contexto de Estado sobreendividado, sobre as estratégias de precificação das empresas.

Aqui então, impõe-se a necessidade da apresentação em linhas gerais do "ajuste" e dos seus resultados, para que se perceba cada um dos efeitos que, engendrados, acabaram por compor uma situação de prolongada instabilização das condições de formação de preços na economia brasileira. Cumpre adiantar desde já, que o resultado instabilizador mais importante está referido ao processo de autonomização da dívida pública com relação à dívida externa e às implicações que este último acarretou sobre a condução dos juros da economia brasileira.

O AJUSTE

A década de 80 inicia-se para o Brasil sob os impactos, de um lado, da irrupção da "crise do petróleo" -- a elevação dos preços mundiais desta mercadoria -- e, de outro, da diplomacia do dólar forte -- a elevação da taxa de juros americana -- esta última responsável pela "crise da dívida", que atingiu a um bom número de economias latino-americanas. A conjugação destes eventos acabou por determinar, como efeito principal, um constrangimento sem precedentes na situação das contas externas brasileiras ou, segundo a denominação de FRENKEL, um "gap externo" a ser enfrentado. Os anos 80 abrem-se, portanto, com a imposição de que a economia brasileira procedesse a um ajuste capaz de remover a pressão sobre o Balanço de Pagamentos(10).

No caso brasileiro, entretanto, o choque do petróleo somado a interrupção dos fluxos de financiamento externo acompanhada pela elevação dos juros internacionais, configurou não apenas um estrangulamento externo, mas também um fiscal; um "gap fiscal", mais uma vez na denominação de FRENKEL. Este se explica, sobretudo em razão de que nos anos anteriores havia se processado o que se conhece como o processo de "estatização da dívida externa", o que definia, como resultado, que, estando a dívida em dólares completamente nas mãos do setor público, este teria que continuar respondendo pelo pagamento das obrigações que lhe eram associadas, agora em

circunstâncias ainda mais agudas. Um ajuste a se proceder teria, assim, que reponder, desde o início, a uma dupla dimensão, externa e fiscal.

A estratégia que se concebeu e se implementou para o enfrentamento do novo cenário é claramente associável ao modelo de "ajuste de balanço de pagamentos", amplamente conhecido. Aplicou-se uma política contundente de contenção da demanda global, onde jogaram papel decisivo a diminuição das despesas públicas (a ponto de, entre 80 e 84 não se incorrer em déficits fiscais primários) bem como a elevação das taxas de juros domésticas -- o que redundou, sobretudo nos anos de 80 e 81, na redução significativa dos níveis de atividade da nossa economia -- e consolidou-se a orientação exportadora, tornada conhecida pela expressão "drive exportador", cujo instrumento principal, além das políticas de incentivo às exportações e substituição de importações, foi o manejo do câmbio, mantendo-se, através de desvalorizações nominais, o câmbio real. O objetivo, claramente, era ampliar a capacidade de exportação da economia brasileira.

De certo modo, é possível considerar que a redução das despesas públicas pretendia atender à dimensão fiscal do ajuste, enquanto que a definição de um diferencial de juros frente às taxas internacionais, ao menos até que os saldos comerciais não progredissem com o mecanismo de desvalorizações, responderia pela dimensão externa,

fechando, com a atração de capitais de curto prazo, o Balanço de Pagamentos.

O que se tem é que por conta da manipulação ativa do câmbio nominal, sobretudo até 86 e, a partir disso, um regime cambial do tipo "crawling-peg", mantendo o valor real (11) dos exportados, a situação da balança comercial brasileira passou a apresentar resultados superavitários no que merecem destaque os anos de 83 e 84 (os anos dos "mega superávits"). Ao longo da década, aliás, apenas aparecem como exceções os anos de 81 e 82, onde ainda se teve déficits nas transações correntes (e, portanto, quando se deve destacar a importância dos juros domésticos elevados), e o ano de 86, ano de vigência do Plano Cruzado. O ajuste externo fôra atingido, indiscutivelmente.

Entretanto, como resultado simultâneo à execução do ajuste externo assistiu-se ao longo da década de 80 ao aprofundamento da fragilidade fiscal da economia brasileira, aprofundamento que se materializou na forma de uma expansão expressiva do estoque de dívida pública.

Cabe, então, considerar que a inflação brasileira revela, agora em uma nova definição, a situação de instabilidade do regime monetário-cambial que se produziu

na opção de se privilegiar o ajuste externo em detrimento do fiscal. Vejamos como isso se processa:

Tomada apenas a "anatomia" do ajuste, acima exposto, já se poderia esperar resultados disruptivos para o ambiente macroeconômico. Assumido um câmbio real constante(ou até desvalorizado entre 83-85) durante um tempo tão prolongado, afinal, não se poderia esperar que o comportamento do câmbio nominal não condicionasse o processo de precificação dos agentes: como consequência, não haveria porque esperar que a lógica da inflação expectacional não comparecesse neste contexto.

Do mesmo modo, a utilização dos juros domésticos como instrumento de contenção de demanda, encerrava um componente instabilizador a medida em que, definindo patamares elevados, aumentava o peso da dívida pública. Este ponto, porém, será entendido melhor adiante.

Cumpre, portanto, examinar o aspecto que ainda não consideramos.

Inicialmente a expansão da dívida interna se explica pelo fato de que a geração de divisas que o "drive" propiciou correspondia a uma geração de cambiais privada, pela qual o setor público teria que pagar para que delas pudesse dispor e, assim, saldar os seus compromissos no

front externo. O ajuste externo requereu, nos termos em que se apresentou, portanto, que as esterilizações fossem a contraface necessária da "orientação para fora". Fica claro, então, que a estratégia adotada trazia suposta a transferência de recursos do setor público para o privado na forma da expansão da dívida pública.

Porém, o que precisa ser lembrado, antes de mais nada, é que a expansão da dívida pública já no início da década de 80, caminha sobre um conjunto de estruturas que revelavam a existência, mesmo antes dos impactos que geraram o ajuste, de uma "história inflacionária", como aponta FRENKEL.

Neste contexto, vale dizer, um contexto no qual os instrumentos que compõem o "universo" financeiro são predominantemente de curto prazo, a expansão da dívida pública nas dimensões em que a necessidades de compra de divisas por parte do Estado se mostrou preciso e na presença de taxas de juros internas elevadas, converteu-se em um processo dotado de lógica própria.

O crescimento da dívida pública tornou-se, então, nestas condições, ele mesmo a causa de novo crescimento processando-se não mais em função apenas da dívida externa, ou em função da sucessão de operações desvalorizações - (superávit privado) - esterilizações,

mas em razão do tamanho dos compromissos(12) e estrutura temporal com que se fez construir.

Consumado, assim, o processo de "autonomização da dívida interna" estão colocadas as bases para que, em torno da necessidade de geri-la, consolide-se uma situação de instabilidade permanente das variáveis relevantes ao cálculo de preços. Mais que isso, autonomizada a dívida pública, os juros se tornam o preço crítico da economia brasileira. É preciso, no entanto, entender esta última relação:

O modo como a política de dívida converte-se, a partir de quando ela já se encontra autonomizada, em instabilidade dos juros pode ser pensado, para esses autores, como um problema com duas dimensões: a primeira delas referida à necessidade de se continuar "rolando" a dívida já que não haveria como saldar de uma vez as obrigações assumidas. Corresponde, esta dimensão, à autonomização propriamente dita; e a segunda, a dificuldade de "administrar" o estoque de dívida cuja liquidez passa a constituir uma ameaça. Tratemos de cada um destes aspectos em separado:

Com relação ao primeiro ponto o que é preciso considerar é que não existe a garantia de que as necessidades de financiamento do setor público possam ser atendidas pelo mecanismo da dívida pública. A

expansão/renovação da dívida, afinal, depende da aceitação que ela encontre nos mercados financeiros, ou, em outras palavras, da disposição dos "tomadores" em carregar títulos públicos. Numa situação de inconsistência crescente entre as necessidades de expansão da dívida e a disposição de carregá-la, posto o cenário de incerteza com relação à solvabilidade do Estado, a manipulação dos juros de modo a tornar atrativa a remuneração que os títulos públicos oferecem -- comparecendo, portanto, com a oferta de um prêmio de risco satisfatório -- impõe-se a cada momento da expansão. O caso brasileiro nos anos 80 é um exemplo claro de elevação permanente desta inconsistência a níveis cada vez maiores. Destas circunstâncias, repõe-se o círculo vicioso que já o Consenso constata, isto é, o movimento de renovação se torna um movimento de expansão.

E o segundo, a dificuldade de "administrar" a dívida já constituída, para o que interessa considerar o seguinte:

A expansão da dívida pública ao dar lugar à acumulação de um vasto montante em papéis de prazo muito curto e liquidez altíssima, pois rolados continuamente pelo sistema financeiro, acabou por definir uma situação assemelhável à uma hiperinflação, porém reprimida. Neste quadro, o risco potencial de que a massa (quase) monetária represada no sistema financeiro corra em direção de ativos reais a qualquer momento introduz-se como exigência de

política que sejam oferecidos permanentemente juros reais capazes de deter qualquer ameaça de fuga. Configura-se, pois, o imperativo de uma sintonia fina de difícil execução, que se reflete na instabilização dos juros na procura de uma taxa satisfatória, sempre em níveis altos.

Apresentados todos estes elementos cabe-nos, então, um raciocínio final de síntese.

À situação de inflação continuada na economia brasileira corresponde um quadro de rompimentos sistemáticos do horizonte de cálculo dos formadores de preços. Este quadro de rompimentos remonta à instabilidade que desde o início dos 80 passou a caracterizar o comportamento dos juros e do câmbio da nossa economia. Essa instabilidade, por seu turno, decorre do tipo de resposta que se deu à situação de estrangulamento externo e fiscal que se conformou na irrupção dos choques do petróleo, dos juros e na interrupção dos fluxos de financiamento externos.

Vale dizer, a resposta, que optou marcadamente pelo fechamento do gap externo, definiu que, de um lado, o câmbio fosse manejado ativamente com propósito de garantir a geração dos superávits exigidos e, de outro, que a expansão da dívida pública atingisse um ponto em que a necessidade de sua rolagem obrigava que se adotasse uma

política de dívida pública com as características desenvolvidas acima, isto é, onde os juros são instabilizados. Desta conjugação de políticas decorre a instabilização dos elementos de valorização capitalista e, consequentemente, como produto do obscurecimento das expectativas de curto prazo, um quadro de inflação expectacional.

Desta perspectiva, portanto, a inflação brasileira é um desequilíbrio de longo prazo da economia brasileira porque requer, para a sua remoção, que sejam modificados substancialmente os termos sobre os quais o modelo de financiamento do Estado brasileiro tem se assentado.

CONCLUSÃO

A exposição de duas explicações da inflação brasileira de origens essencialmente distintas, qual sejam, uma explicação claramente filiada às hipóteses de equilíbrio -- o "Consenso" -- e uma explicação que remonta ao conceito de incerteza -- o "Dissenso" -- pôs em evidência os impasses em meio aos quais o debate acerca das "causas" da inflação brasileira vem se desenvolvendo.

Pois, o reconhecimento que tem que ser feito, é que o entendimento da inflação empreendido pelo Consenso corresponde a uma apreensão essencialmente irredutível àquela desenvolvida pelo Dissenso, bem como se valida o raciocínio inverso. Não haveria porque esperar, afinal, que o resultado da confrontação entre hipóteses que se apoiam em postulados reciprocamente estranhos um ao outro trouxesse um resultado diferente daquele que se produz em um diálogo entre surdos.

NOTAS

(1) O "Consenso de Washington" foi como se convencionou chamar o conjunto de proposições produzidas pelo grupo de "policy makers" relacionados às instituições financeiras multilaterais, FMI e Banco Mundial, e ao governo dos Estados Unidos. Possui declaradamente uma orientação liberal, ainda que abrigue, no seu interior, as mais diversas filiações teóricas. Nesse caso específico, nos reportamos a um embate interno ao Banco mundial, o que não invalida, no entanto, a generalização deste desacordo para o "Consenso". FEINBERG chega a defender, a propósito, da denominação "Consenso", que mais apropriado seria "convergência".

(2) Por "Dissenso" estamos tomando o conjunto de autores que ofereceu a resposta teórica às reformas estruturais propostas pelo "Consenso de Washington". Entre estes, FRENKEL, TAVARES e FIORI.

(3) Exemplo maior disso se encontra na hipótese "monetarista": nela se considera, de início, que o único agregado inflacionário é a emissão de base monetária, derivando daí que estabilizada a relação dívida pública/PIB seria suficiente para garantir a continuidade de um financiamento não inflacionário. O mesmo tipo de

situação poderia se apontar para a hipótese "novo-clássica" na consideração de outros aspectos.

(4) "Brazil has a highly sophisticated financial market, developed out of the need of participants to defend ourselves against the frequent inflationary shocks to which the economy is being subject" RODRIGUEZ, "Inflation in Brazil" pg 1.

(5) ARGANDONA, cap.XII, pg41

(6) PASTORE, pg 163

(7) Na expressão de RODRIGUEZ, a dívida pública federal aparece como contrapartida do Overnight e dos mercados de fundos, os quais, por seu turno, respondem por parte significativa das transações nos mercados financeiros. RODRIGUEZ, pg12

(8) TAVARES(84), pg49

(9) Vale observar, desde já, que se esse quadro, ao início, afigurava-se como um problema conjuntural, mais tarde mostrou-se como uma modificação permanente das condições da economia internacional.

(10) Naquela altura o câmbio já se encontrava suficientemente depreciado.

(11) Também, é preciso considerar, adicionalmente, que o mecanismo de desvalorizações rebateu negativamente sobre os passivos em moeda estrangeira atingindo, no caso brasileiro, sobretudo o setor público.

BIBLIOGRAFIA

ARGANDONA, A. "Las Expectativas Racionales" in La teoria monetaria moderna de Keynes a la decada de los 80

CARVALHO, C. E. "Liquidez e Choques Antiinflacionários" in A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional Ed. Paz e Terra

FRENKEL, R., FANELLI, J. M. e ROZENWURCEL, G.
"Growth and structural reform in Latin America: where we stand" UNCTAD/OSG no.62 1993

LAL, D. Notes on money, debt and alternative monetary regimes for Brazil University of California, Los Angeles 1993

PASTORE, A. C. "A reforma monetária do Plano Collor" in Plano Collor. Avaliações e perspectivas

FARO, C.(org.) Ed. Livros técnicos e científicos Rio de Janeiro 1990

RODRIGUEZ, C. A. "Inflation in Brazil" in "Money Supply, Money Demand" project Banco Mundial 1991

TAVARES, M. C. e BELLUZZO, L. M. "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea"

TAVARES, M. C. e FIORI, J. L. Desajuste Global e Modernização Conservadora

WILLIANSON, Latin American Adjustment- How much has happened? Institute for Internacional Economics 1989