

A Inconsistência do Modelo Brasileiro de Ajustamento

CELSO L. MARTONE

Resumo – Este trabalho analisa o processo de ajustamento adotado pelo Brasil nos últimos anos, à luz de um modelo macroeconômico simples, que destaca a importância do *trade-off* entre inflação e produto real implícito na restrição de balanço de pagamentos e o excesso de endividamento do setor público. Conclui-se que o modelo dentro do qual opera a política econômica é inconsistente, conduzindo a economia a uma crescente desestabilização, que tem no regime hiperinflacionário sua manifestação mais óbvia. Nesse caso, somente uma reforma institucional, que garanta intertemporalmente algumas condições discutidas no trabalho, poderá fazer a economia voltar a uma trajetória estável a longo prazo.

Abstract – This paper analyses the Brazilian adjustment policies of the last three years, using a simple macroeconomic model. The model emphasizes the trade-off between inflation and real output implicit

in the balance of payments constraint and the role of the excess indebtedness of the public sector. The policy system derived from the model is inconsistent, leading the economy to increasing macroeconomic instability and to a hyperinflationary regime. Under this argument, only an institutional reform that guarantee certain intertemporal conditions presented in the paper can replace the economy on a stable path for prices and output in the long run.

Introdução

A experiência de ajustamento econômico vivida pelo Brasil a partir de 1981 e especialmente nos fins de 1982, já sob a orientação do Fundo Monetário Internacional, tem produzido algumas perplexidades entre os economistas. A aplicação de modelos de política econômica, que usualmente lograram sucesso em outros casos, parece estar conduzindo a economia a uma situação de maior instabilidade macroeconômica. Em particular, quatro características dessa experiência podem ser

O autor pertence ao Depto. de Economia da Universidade de São Paulo.

destacadas. Primeiro, não é possível à política econômica atender simultaneamente à restrição externa e à estabilização interna. Segundo, a manutenção de taxas de juros reais três a quatro vezes superiores à taxa de juros real no resto do mundo tem levado a um processo de endividamento interno descontrolado, especialmente do setor público, com conseqüências graves a médio prazo. Terceiro, parece claro hoje que o Brasil vive um regime hiperinflacionário, cuja dinâmica difere radicalmente dos processos inflacionários usuais. Quarto, muita confusão tem sido formada em relação ao papel do déficit público no modelo de ajustamento, sendo predominante a visão de que a estabilização não foi alcançada porque o déficit não foi eliminado.

Em face dessas novas características, é natural a tentativa de formular novos modelos que as reproduzam. Este trabalho coloca-se dentro dessa linha de pesquisa, propondo um modelo de política macroeconômica que, de modo simples e didático, dá uma interpretação do relativo fracasso do esforço de ajustamento do Brasil nesses últimos anos. Na primeira parte, expomos o modelo estático de curto prazo, deixando claros os *trade-offs* de política existentes no sistema. Na segunda parte, uma hipótese quanto à dinâmica do processo inflacionário é apresentada, ligando endividamento e inflação num mecanismo instável ou divergente. A última parte conclui sugerindo, ainda que de maneira pouco rigorosa, uma linha alternativa de política que remova as inconsistências do sistema.

1. O Modelo de Política Econômica

O modelo tem a estrutura macroeconômica tradicional, sendo descrito pelo mercado de bens, pelo mercado de crédito e pelo balanço de pagamentos. No que segue, é apresentada uma versão linear do sistema, destacando especialmente os instrumentos de política governamental.

O governo tem três instrumentos para influenciar a economia: a taxa de câmbio real (θ), o déficit público real (g) e a política de financiamento público, aqui sumariada no parâmetro m , definido a seguir. O governo determina a taxa real de câmbio através de minidesvalorizações, assim como o déficit público real, através da política de dispêndio e da política tributária. Dado um déficit real, escolhe-se um *mix* de financiamento entre moeda e dívida, dado pelo parâmetro.

$$m = \frac{M}{M + D} \quad (1)$$

onde M é a base monetária e D o estoque da dívida pública em poder do setor privado.

A taxa de juros real no mercado de crédito é determinada, em parte, pela taxa de juros externa (r^*) mais a expectativa de desvalorização real ($\hat{\theta} esp$) e em parte pelo parâmetro de financiamento m :

$$\begin{aligned} r &= r^* + \hat{\theta} esp - \alpha m \\ &= \bar{r} - \alpha m \end{aligned} \quad (2)$$

A existência de fluxos de arbitragem (oficiais e clandestinos) entre o dólar e o cruzeiro fazem de \bar{r} o piso de taxa de juros real na economia. Por outro lado, a escolha de m ajuda a determinar r , porque altera a composição de *portfolio* do setor privado entre moeda e títulos. Um aumento de m reduz a taxa real de juros e uma queda a aumenta. Este mecanismo vale tanto para operações de mercado aberto ($\dot{M} + \dot{D} = 0$) quanto para operações de financiamento do déficit. A política monetária age sobre o setor real através de alterações nas taxas de juros reais. Dada a taxa externa r^* e a expectativa $\hat{\theta} esp$, o governo determina diretamente a taxa real de juros no mercado de crédito⁽¹⁾.

(1) Diferenciando (1) em relação ao tempo, obtém-se:

$$\dot{m} = m \left(\mu - \frac{P_g}{M + D} \right)$$

Em cada período, fixa-se uma meta mínima de superávit em conta corrente (exceto juros), dada de um lado pelo acordo de renegociação da dívida externa e, de outro, pelo objetivo de recomposição de reservas. A restrição externa, portanto, pode ser assim escrita:

$$K_0 = kr^* D^*_{t-1} + \dot{R} \quad (3)$$

onde D^* é o estoque da dívida externa, R é o estoque de reservas e k é a parcela da conta de juros não-capitalizada e determinada exogenamente pela renegociação com os credores.

O superávit em conta corrente (exceto juros) é função do produto interno real (y) e da taxa real de câmbio, de tal forma que a restrição macroeconômica fundamental que a política econômica deve atender em cada período é a seguinte:

$$-c_1 y + c_2 \theta \geq K_0 \quad (4)$$

onde se reconhece um efeito-renda negativo (c_1) e um efeito preço positivo (θ).

O produto real de equilíbrio é determinado pela taxa de juros real, pela taxa de câmbio real e pelo déficit público real:

$$y = -a_1 r + a_2 \theta + a_3 g \quad (5)$$

Existe uma taxa de inflação subjacente, secular ou inercial no sistema, auto-alimentada pelos mecanismos de indexação de preços e salários. A taxa de inflação de equilíbrio (p), dada uma frequência fixa das indexações, só se altera mediante choque de preços relativos ou por variações da taxa de desemprego. A equação de inflação pode ser resumida, portanto, em dois fatores:

$$p = b_1 \theta + b_2 (\bar{y} - y) \quad (6)$$

de tal forma que a política monetária será neutra sobre a taxa de juros se a taxa de expansão monetária for $\mu = Pg/(M+D)$, onde P é o nível de preços.

onde \bar{y} é o produto real de pleno emprego.

Duas observações devem ser feitas em relação à equação acima. Primeiro, é evidente que qualquer preço relativo importante que se altere pode deslocar a inflação de equilíbrio permanentemente (preços agrícolas e internacionais, salários, preços públicos etc.). A colocação apenas da taxa real de câmbio na equação de preços é uma simplificação, que se justifica porque se deseja enfatizar o papel da restrição externa na política de ajustamento. Segundo, o hiato do produto influencia a taxa de inflação através do efeito depressivo que um aumento da taxa de desemprego exerce sobre os salários reais, a despeito dos mecanismos de indexação. A importância relativa desses dois efeitos será discutida mais adiante.

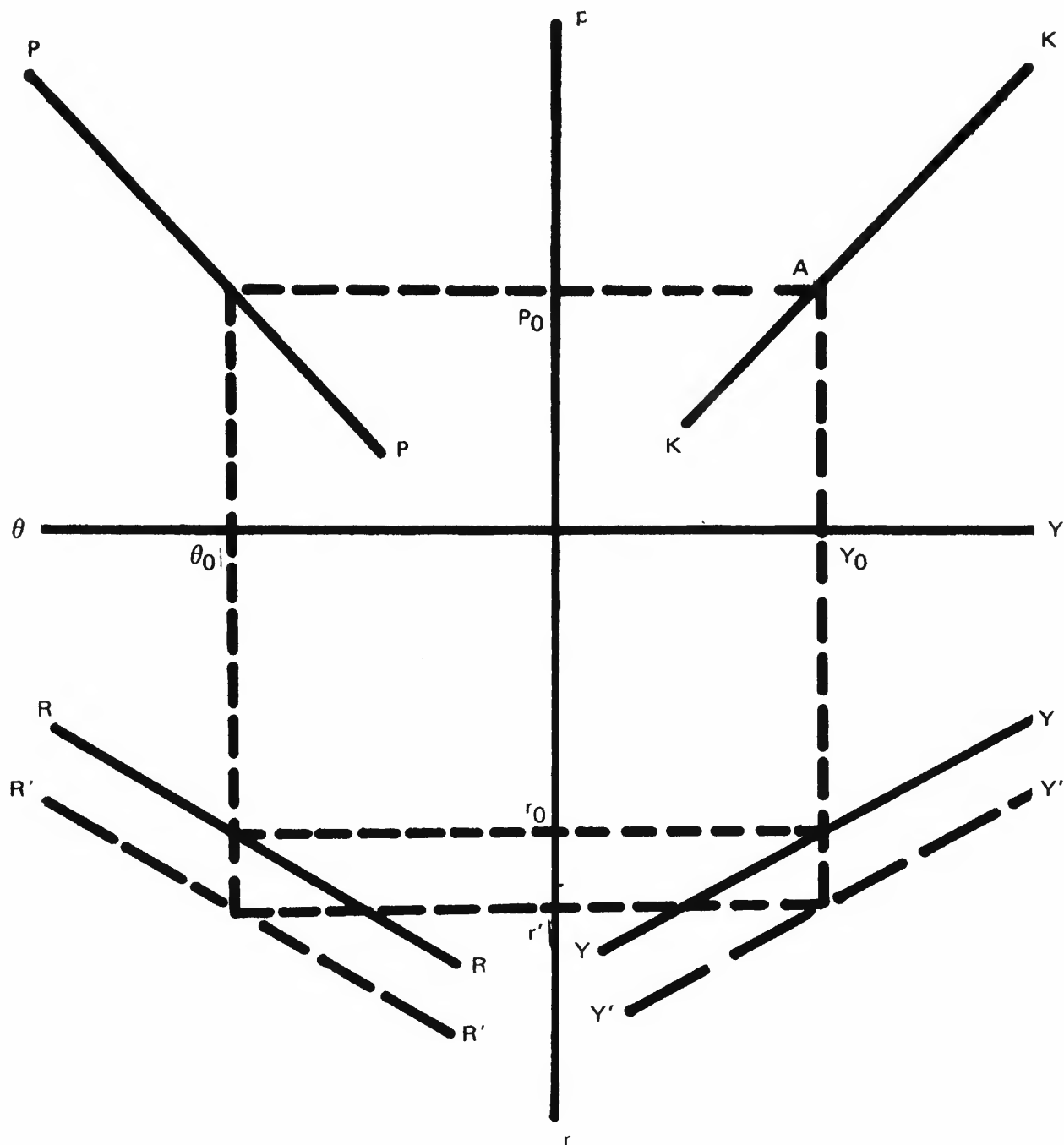
Dado o sistema (1 a 6), o problema da política econômica consiste em escolher valores (θ, m, g) para os instrumentos, de tal forma a obedecer à restrição externa (4). Existe um *trade-off* básico entre a taxa de inflação e o nível de produto real embutido no sistema. Substituindo (6) em (4) através de θ , obtém-se a expressão para esse dilema:

$$\frac{c_2}{b_1} p - \left(c_1 + \frac{c_2 b_2}{b_1}\right) y = K_0 - \frac{c_2 b_2}{b_1} \bar{y} \quad (7)$$

$$\frac{dp}{dy} \frac{K_0}{c_2} = \frac{c_1 b_1}{c_2} + b_2 < 0 \quad (8)$$

Em (8), o primeiro termo ($c_1 b_1 / c_2$) expressa a parte do *trade-off* imposto pela restrição externa, enquanto que o segundo (b_2) é o tradicional efeito de Phillips. No caso brasileiro, parece claro, pela experiência dos últimos anos, que o primeiro elemento é predominante. Primeiramente, os modelos de inflação subjacente ou inercial têm apontado uma baixa sensibilidade da taxa de inflação à taxa de desemprego, de tal forma que b_2 deve ser pequeno.

DIAGRAMA
O MODELO DE POLÍTICA ECONÔMICA



Em segundo lugar, é razoável supor, dada a estrutura do comércio exterior brasileiro, que o efeito-renda na balança comercial prepondera sobre o efeito-preço (c_1 maior do que c_2). Em terceiro lugar, sendo θ o preço relativo fundamental numa economia com crise cambial, é possível que seu efeito sobre a taxa de inflação de equilíbrio seja importante (b_1 alto). Por estas razões, assume-se no que segue que

o *trade-off* fundamental entre inflação e produto deriva da restrição externa.

O processo de determinação do equilíbrio do sistema é ilustrado no Diagrama. No quadrante superior direito é traçada a reta KK , correspondente à equação (7), para um dado valor de K_0 . Dada essa reta, o governo deve escolher um par (Y_0, P_0) sobre ela ou uma combinação de pro-

duto e taxa de inflação compatível com a restrição de balanço de pagamentos. Dado o par (Y_0, p_0) , só há uma taxa real de câmbio θ_0 compatível, como pode ser visto na equação (6) ou no quadrante superior esquerdo do Diagrama (reta PP).

Por outro lado, dado o nível de produto real Y_0 , existem combinações de taxa real de juros e déficit público real que determinam este nível de produto, como pode ser visto na equação (5). Suponhamos, por ora, que o déficit está fixo em g_0 . Então, só existe uma taxa de juros real r_0 consistente com Y_0 (reta YY no Diagrama). Para obter esta taxa de juros, o governo tem de ajustar o parâmetro de política monetária m coerentemente.

Assim, dado o déficit público real, o modelo apresenta um *trade-off*, a nível da política econômica, entre taxa de juros real e taxa de câmbio real (reta RR no Diagrama). Há aqui uma analogia clara com a clássica divisão entre política de redução de dispêndio (taxa de juros) e de deslocamento de dispêndio (taxa de câmbio). Dada a restrição externa KK , uma política cambial mais agressiva (e uma política monetária mais branda) permite um nível mais elevado de produto, embora às custas de uma taxa de inflação maior.

Finalmente, o modelo permite examinar o papel do déficit público na política de ajustamento. Suponhamos que, a partir de uma situação de equilíbrio como A no diagrama, o governo aumente o déficit público real para g_1 . O par de equilíbrio (Y_0, p_0) independe do nível do déficit, pois é comandado estritamente pela restrição externa. A reta do mercado de bens desloca-se para $Y'Y'$ e exige uma mudança no *mix* de financiamento governamental (um aperto na política monetária) para $m_1 < m_0$, produzindo uma taxa de juros real $r_1 > r_0$ à qual o dispêndio privado é deslocado exatamente pelo montante do dispêndio extra do governo. O efeito de *crowding-out* nesse caso é perfeito.

Com uma restrição de balanço de pagamentos do tipo de (4), as variações do déficit público real são incapazes de afetar a taxa de inflação e o produto real. Isto significa que a fixação de um valor qualquer para g deve obedecer a argumentos alocativos, mas não macroeconômicos. Não é possível ao governo "estimular" a economia manipulando o déficit⁽²⁾.

Vários casos podem ser examinados com auxílio do modelo, como uma mudança na restrição externa (alteração em um dos fatores de K_0 em (3)), uma desvalorização cambial real, alterações de política monetária etc. Esses exercícios são imediatos e não serão tratados aqui. Ao invés disso, é interessante examinar alguns episódios de política econômica dos últimos anos à luz do modelo.

Inicialmente, deve-se lembrar que a combinação escolhida (r, θ) variou ao longo do período 1980-84. Em 1980, o governo violou a restrição externa, optando simultaneamente por uma apreciação cambial (queda em θ) e uma taxa de juros real negativa (queda em r) através das prefixações da correção monetária e cambial. A ruptura do balanço de pagamentos do segundo semestre de 1982, embora precipitada por fatores internacionais, teve uma contribuição importante na política de 1980. Entre 1981 e 1982, optou o governo por uma taxa real de juros positiva. Entretanto, continuou com uma política cambial tímida, apenas evitando uma apreciação adicional do cruzeiro. O peso do ajustamento, nesse período, recaiu totalmente sobre o produto real, deflagrando a recessão de 1981-83, mas preservando uma taxa de inflação constante até meados de 1983.

Somente em 1983, já sob o programa com o FMI, o governo escolheu maior agressividade cambial, colocando ênfase sobre o deslocamento de dispêndio. A ma-

(2) Há um argumento dinâmico, entretanto para a relevância macroeconômica do déficit, a ser explorado na segunda parte

xidesvalorização de fevereiro de 1983, sob condições internacionais mais favoráveis e manutenção de taxas de juros reais altas internamente permitiram à economia suplantar a restrição externa em 1984, como atesta a acumulação de reservas ao longo do ano. Ao mesmo tempo, o nível de produto real aumentou, embora às custas de uma duplicação da taxa de inflação de equilíbrio.

Esses episódios, ainda que sumariamente descritos, ilustram a natureza dos dilemas de política econômica enfrentados pelo Brasil. A perversidade do processo de ajustamento decorre da estrutura da economia estilizada no modelo. Entretanto, pouca justificativa foi apresentada até aqui para o sistema de estática comparativa. A fim de esclarecer essa questão crítica, é preciso examinar a natureza do sistema dinâmico aí implícito e sua estabilidade de a longo prazo.

2. O Endividamento Explosivo e o Regime Hiperinflacionário

A estabilidade do sistema acima descrito será examinada sob dois aspectos fundamentais: o endividamento interno e externo do setor público e o regime inflacionário. As duas questões estão intimamente associadas, porém é conveniente estudá-las separadamente.

O setor público liderou o processo de endividamento externo nos anos 70, usando seus programas de investimento como instrumento de captação de empréstimos necessários para financiar o déficit em conta corrente. No início dos anos 80, quando começam a minguar as fontes externa de recursos, o setor público volta-se crescentemente para o mercado doméstico de crédito, para atender a uma necessidade de financiamento já nessa altura fora de controle. Paralelamente, o setor privado, em face de taxas reais de juros superiores ao retorno ao capital, buscava por todos os meios aumentar sua liquidez.

Estabeleceu-se assim um mecanismo de intermediação financeiro *sui generis* no país. De um lado, as posições patrimoniais do setor privado deslocam-se em duas direções. Primeiro, ocorre um processo de liquidação de capital físico para reduzir o endividamento (interno e externo) e aumentar a fração dos ativos líquidos (títulos) no *portfolio*. Segundo, ocorre a conversão de endividamento privado externo em endividamento privado interno. O primeiro efeito é mais forte que o segundo, de forma a permitir ao setor privado tornar-se líquido. De outro lado, o setor público, não aderindo a esse processo de liquidação, absorve dívida externa privada e aumenta a dívida pública interna (mobiliária e bancária).

A fatalidade desse duplo processo de ajustamento é fácil de perceber. Dado exogenamente um certo influxo líquido de capital externo, o sucesso do ajustamento patrimonial do setor privado implica forçosamente a deterioração da posição de endividamento do setor público. A manutenção de mecanismos de transferência como o Projeto IV da renegociação externa, a Resolução 432 e, talvez mais importante, uma demanda pública praticamente ilimitada por fundos no mercado financeiro interno viabilizaram a recomposição de *portfolio* do setor privado.

Esse quadro, contudo, tem caracterizado uma situação de endividamento explosivo pelo setor público, definida por uma contínua capitalização de juros. Em que pese a funcionalidade que esse padrão de comportamento teve para o ajustamento do setor privado nos últimos anos, sua continuidade tem gerado uma nova classe de problemas desconhecida no Brasil até então. O excesso de endividamento público interno e externo conduz a três tipos de ruptura possíveis na economia: uma carga tributária futura de proporções inéditas em relação ao fluxo de renda corrente, uma monetarização eventual ou um *default* (confisco ou depreciação) da dívida pública. Essa tem sido uma fonte básica de

instabilidade a longo prazo da economia brasileira⁽³⁾.

Nessas condições, a aplicação de políticas clássicas de ajustamento, consagradas no pós-guerra pelo sucesso alcançado em vários países, inclusive no Brasil em 1964-66, pode acentuar as instabilidades estruturais. A fim de examinar essa questão com maior rigor, definamos a restrição orçamentária do setor público (governos, autoridades monetárias e empresas estatais) da seguinte forma:

$$G_t + C_t + (1+s)C_{t-1} + \dot{B}_t + (1+r+p)D_{t-1} + (1+r^* + \hat{\theta})D_{t-1} = D_t + D_t^* \quad (9)$$

onde G é o déficit dos governos e empresas estatais (exceto serviço da dívida), D é a dívida interna, D^* é a dívida externa (líquida de reservas internacionais), C é o volume de crédito das autoridades monetárias ao setor privado, s é a taxa de juros média sobre este crédito e B é a base monetária.

Dividindo (9) pelo PIB nominal e considerando que $Y_t = (1+q+p)Y_{t-1}$, onde q é a taxa de crescimento real, obtemos:

$$g_t + c_t - \frac{1+s}{1+q+p} c_{t-1} - \frac{\mu}{v} + \frac{1+r+p}{1+q+p} \delta_{t-1} + \frac{1+r^* + \hat{\theta}}{1+q+p} \delta_{t-1} = \delta_t + \delta_t^* \quad (10)$$

onde μ é a taxa de expansão monetária, v é a velocidade-renda da base monetária e δ é o coeficiente dívida-PIB.

A equação a diferenças finitas de primeira ordem em δ e δ^* mostra como evoluem no tempo as dívidas interna e

externa do setor público como proporções do PIB. Como é fácil ver, a condição de estabilidade da equação requer que:

$$r < q \\ r^* + (\hat{\theta} - p) < q \quad (11)$$

ou seja, a taxa real de juros interna e a taxa nominal de juros externa mais a desvalorização cambial real têm que ser inferiores à taxa de crescimento real do PIB.

Como foi visto na seção anterior, grande parte do ajuste externo da economia fez-se via taxas de juros reais. A partir de 1981, portanto, a condição de estabilidade deixou de ser atendida, não só para a dívida interna como para a externa. Acresce-se a isto o limite quantitativo imposto sobre δ^* pela retração do mercado financeiro internacional, de tal forma que o peso do financiamento público deslocou-se sobre o mercado doméstico de crédito, elevando δ também por este efeito.

Na impossibilidade de agir diretamente sobre as taxas de juros ou sobre o estoque da dívida, a solução deflacionária adotada pelo Brasil, batizada de "política de austeridade", consiste em atuar sobre os termos não-homogêneos de (10), através de quatro providências:

- a. reduzir a absorção do setor público no mercado de bens, medida por (g) na equação. Isto é feito por uma combinação de cortes de dispêndio real do governo e das empresas estatais, e de aumentos da carga tributária explícita ou implícita (nos preços dos bens produzidos pelo Estado);
- b. reduzir os subsídios de crédito ao setor privado, cuja medida aproximada é $(p-s)/c$, os quais representam transferências financiadas pelo excedente fiscal, pela expansão monetária ou pelo endividamento público. Isto é obtido pelo aumento das ta-

(3) Uma análise importante sobre *distress borrowing* em vários países é feita em VENEROSO, F. *Apocalypse Now? An Essay on the Financial Instability in Some Developing Countries* (no prelo).

zas de juros dos programas de crédito seletivo e/ou pela redução real dos empréstimos desses programas;

- c. aumentar o superávit em conta corrente no balanço de pagamentos (excetos juros), pelo aumento das exportações e redução das importações, a fim de realizar a transferência de recursos ao exterior compatível com a oferta de financiamento novo existente. O aumento do superávit é obtido por uma combinação de *expenditure reducing* e *expenditure switching policies*, conforme já discutido na seção anterior;
- d. deixar de monetizar o déficit público, através de uma política monetária restritiva que, além disso, permite manter as taxas reais de juros a nível consistente com a queda desejada de absorção privada. No caso brasileiro, a política monetária restritiva é ainda justificada pela necessidade de reduzir a taxa de inflação, que já era elevada antes do início do programa de ajustamento.

A despeito do esforço de redução dos termos não-homogêneos de (10), os coeficientes dívida — PIB continuaram aumentando nos últimos anos. Não é difícil compreender o porquê deste resultado. Na medida em que o ajuste externo recai sobre a taxa real de juros, a receita tributária cai pela recessão, ao mesmo tempo em que o serviço da dívida do setor público aumenta. Há um círculo vicioso entre déficit público e taxa de juros real, que caracteriza o endividamento explosivo.

Por outro lado, o propósito declarado de manter a taxa de inflação sob controle impede que uma fração maior do déficit seja monetizada. Além disso, por causa da taxa de inflação elevada e das inovações financeiras, eleva-se rapidamente a velocidade-renda v , reduzindo a potência do imposto inflacionário como veículo de financiamento público.

O aumento da taxação sobre as rendas de juros, realizado em final de 1983, foi uma tentativa de fazer voltar ao cofre do governo parte dos juros por ele pagos ao setor privado, reduzindo a taxa líquida paga sobre a dívida interna. Esse caminho mostra-se ineficaz na medida em que existem mecanismos de arbitragem entre a moeda local e as moedas internacionais. Nesse caso, existe um piso de taxa de juros real interna dado pela taxa de juros nominal externa, de tal forma que o imposto pode ser transferido para a frente.

O excesso de endividamento (interno e externo) do setor público, por vários caminhos, está na raiz do regime hiperinflacionário. A equação de preços (6), embora simples, ilustra os três ingredientes importantes para explicar a taxa inflacionária no período posterior a 1978. Em primeiro lugar, a equação diz que, na ausência de choques de preços relativos, simbolizados pela taxa real de câmbio, e dado um hiato do produto, a taxa de inflação permanece constante. A inércia inflacionária tem sido atribuída tanto à indexação generalizada, quanto às expectativas de inflação dos agentes econômicos. Em segundo lugar, choques de preços relativos são incorporados à taxa de inflação em caráter permanente e não transitório, como tradicionalmente se reconhece na literatura econômica. Em terceiro lugar, o hiato do produto pode ser uma variável explicativa, no estilo da curva de Phillips, seja por uma equação de reajuste salarial que dependa negativamente da taxa de desemprego, seja por um elemento de pressão de demanda no mercado de bens.

Entretanto a equação de preços deixa em aberto as seguintes questões fundamentais, importantes para caracterizar o regime hiperinflacionário:

- a. como separar o papel das indexações e das expectativas na auto-regressividade do processo inflacionário;

- b. o que determina a freqüência das indexações, se estas forem vistas como endógenas ao sistema;
- c. qual o papel da política monetária no processo inflacionário brasileiro?

Inicialmente, deve-se observar que o componente auto-regressivo da inflação é uma característica que independe da existência de indexações de contratos, sendo observado em qualquer processo inflacionário. Usualmente, interpretava-se a inércia inflacionária como resultado de uma rigidez parcial das expectativas dos agentes. Daí a preocupação de qualquer programa de estabilização em "reverter as expectativas" o mais rápido possível.

A indexação de preços e contratos sem dívida aumenta a rigidez inflacionária, mas não é razão suficiente para que um programa de estabilização fracasse. A indexação, mais do que as "expectativas" no sentido antigo do termo (expectativas adaptadas, por exemplo), apenas significa que os efeitos de um programa antiinflacionário serão talvez mais lentos, como forma de evitar movimentos intoleráveis na renda real dos agentes de mercado.

Deve-se buscar uma explicação mais completa para o fracasso das tentativas antiinflacionárias no Brasil a partir de 1981, sem requerer que os agentes econômicos sejam irracionais em seu comportamento. Tomemos dois exemplos, que ilustram a natureza do problema.

Primeiro, suponhamos que o modelo da seção 1 descreve razoavelmente bem a estrutura da economia e da política econômica. O modelo implica um *trade-off* entre inflação e produto real e um viés inflacionário na política de ajustamento. Ora, na medida em que os agentes dispõem dessa informação, ela será usada para prever o futuro da taxa de inflação. É inútil ao governo fazer anúncios de aperto monetário ou fiscal, ou mesmo prometer quedas de inflação nas cartas de intenção

ao FMI, porque isso não altera em nada a estrutura em que a política econômica opera. Logo, não há razão para antecipar qualquer convergência futura da taxa de inflação. Quando muito, é possível que haja pequenas oscilações a curto prazo no ritmo de aumento de preços, sem efeitos duradouros.

Segundo, tomemos a restrição orçamentária do setor público (10), que apresenta uma não-convergência do coeficiente dívida pública – PIB. Se essa instabilidade é uma representação verdadeira da estrutura do setor público, é racional aos agentes esperarem no futuro dois desenlaces não mutuamente exclusivos: uma monetização da dívida, com a conseqüente hiperinflação ou uma depreciação da dívida, com a conseqüente perda de capital ao setor privado(4).

No primeiro caso (monetização da dívida), os agentes estão esperando uma hiperinflação no futuro, apenas não podendo antecipar o cronograma do processo. No segundo caso (depreciação da dívida), os agentes devem colocar um prêmio de risco crescente sobre as taxas de juros internas e recusar-se a adquirir créditos de maturidades mais longas. Há evidências concretas de que ambos os fenômenos estão ocorrendo na economia brasileira.

Uma conseqüência dessa interpretação é que as propostas de "desindexação" no sentido em que têm sido discutidas, perdem sua força. É inútil desindexar se nada se fizer para eliminar as instabilidades embutidas na estrutura da economia e particularmente associadas ao financiamento do setor público. Não só a desindexação é inútil, como também pode introduzir novas instabilidades no sistema econômico.

A segunda questão colocada no início desse segmento refere-se à freqüência da

(4) Todas as hiperinflações do passado envolveram ambas as providências em algum estágio do processo.

indexação, ou seja, ao grau de sincronização dos aumentos de preços na economia. Inicialmente, deve-se observar que o aumento da freqüência de reajuste de qualquer preço de bem ou serviço, que acompanha o pico prévio de preço real pela inflação decorrida no período entre reajustes, tem o efeito de elevar o seu preço médio real e, portanto, de aumentar a renda real do agente que o produz. O argumento é mais explorado no caso dos salários, mas vale igualmente para qualquer preço da economia.

Um aumento da freqüência de reajuste de um ou vários preços, por outro lado, desencadeará aumentos competitivos de freqüência de reajuste em outros preços associados. Este é um mecanismo de defesa dos agentes contra quedas de renda real. Contudo, no agregado, o aumento de renda real derivado da maior freqüência tem que ser dissipado, e isso só é possível com uma aceleração da inflação.

Mudanças de freqüência de indexação podem ser induzidas por uma aceleração inflacionária produzida por choques autônomos. O mesmo argumento aplica-se aqui. Uma aceleração inflacionária reduz a renda real média de indivíduos que corrigem seus preços a uma periodicidade fixa, estimulando-os a um encurtamento da freqüência de reajuste como mecanismo de defesa.

Uma crescente sincronização de reajustes de preços tem sido uma característica fundamental e inevitável das hiperinflações. Na verdade, elas só foram terminadas, mediante reformas profundas na economia e no governo, quando o grau de sincronização já era quase perfeito, as perdas decorrentes do término súbito do processo reduzidas e os custos de sua continuidade proibitivos.

Além disso, o mercado cambial, através das minidesvalorizações, e o mercado financeiro, através da correção monetária e das taxas de juros de curto prazo geram

uma informação agregada sobre a taxa corrente e futura de inflação que os agentes econômicos, agindo em seus mercados específicos, jamais teriam. O efeito dessa sinalização instantânea da taxa de inflação é reduzir o erro de expectativa de curto prazo dos indivíduos e tornar o processo inflacionário menos dependente de variáveis reais.

No caso brasileiro, a dinâmica hiperinflacionária está sendo reproduzida em todos os seus componentes. Os reajustes trimestrais de salários começam a se generalizar, a taxa de inflação passa a ser apurada a cada dez dias, a taxa cambial é corrigida diariamente, os preços em geral a cada quinze dias etc. Isto significa que o patamar inflacionário está se deslocando para um novo nível mais alto, onde repousará por mais algum tempo antes de saltar de novo. A velocidade do processo é crescente, contudo, como conseqüência da dinâmica ensaiada acima.

Um terceiro problema que tem incomodado os economistas é o papel da política monetária na atual inflação. O governo, junto com o FMI, coloca o controle monetário (queda real de M_1) como um instrumento fundamental na estabilização dos preços. Um número crescente de economistas prefere trabalhar com a hipótese de uma política monetária passiva, isto é, de uma acomodação monetária completa à inflação como uma descrição da situação atual. Além disso, tendem a ver a inflação como um processo autônomo, inercial e independente do curso dos agregados monetários.

O modelo desenvolvido na seção 1 é compatível com essa segunda hipótese, porém por razões diferentes. A hipótese formulada não é de que a expansão monetária não influi no curso da taxa de inflação, mas de que, na atual estrutura do setor público brasileiro, não pode influir, e os agentes sabem disso. Como ficou claro pela equação (10), há um desequilíbrio estrutural no financiamento público

que, sistematicamente, incide na expansão monetária como válvula de escape. Assim, promessas de controle monetário pelo governo ou mesmo um controle efetivo (política monetária ativa) por períodos limitados de tempo (alguns meses, no máxi-

mo) são simplesmente vistos como ruídos dentro de uma trajetória necessariamente passiva da moeda. Portanto, não há razão para revisar qualquer expectativa futura de inflação, nem de alterar os mecanismos de indexação.