

# Para quem não sabe aonde vai, qualquer caminho serve

Affonso Celso Pastore

A crença, até junho de 1988, era de que a inflação se estabilizaria, embora as evidências fossem de que ela se acelerava. A taxa anualizada de crescimento de IPC (Índice de Preços ao Consumidor) saltara de 83,2% ao ano, no terceiro trimestre de 1987, para 291% no quarto, elevando-se para 546% e 695% ao ano, no primeiro e segundo trimestres de 1988, respectivamente. Persistiu crescendo no terceiro trimestre, chegando a 1.090% ao ano, e chegaremos no quarto a uma inflação anualizada superior a 1.750%. Ela não se estabilizou e teve uma aceleração crescente. A única coisa constante na inflação brasileira é a aceleração de sua aceleração. Este desempenho mediocre não deriva de nenhuma força desestabilizante de nosso sistema econômico. É consequência dos erros cometidos pelo Governo.

O primeiro está na política fiscal. Festeja-se um déficit público operacional de (apenas) 4% e 7% do PIB. É um déficit alto demais. Primeiro porque a inflação é grande. Segundo porque as contas cambiais foram fortemente expansionistas, pois acumulamos US\$ 3,0 bilhões de reservas internacionais líquidas e fizemos conversões (formais e informais) da dívida externa de mais de US\$ 6,0 bilhões. Com um PIB em torno de US\$ 350 bilhões, a expansão das contas cambiais foi superior a 2% do PIB, o que, somado ao novo déficit operacional, produz um resultado tão ruim quanto o do déficit projetado no início do ano.

Os instrumentos de política econômica não podem ser avaliados isoladamente. O que importa é como são coordenados para atingir os objetivos. Se o déficit público não pudesse ser menor, não poderíamos ter acumulado reservas nem realizado as conversões da dívida. Seria necessário uma política fiscal muito mais austera. E o curso da política monetária teria de ser consistente com estes instrumentos.

O segundo erro está na política monetária. Em um país onde as Autoridades Monetárias não impõem qualquer disciplina sobre a Autoridade Fiscal, inexistindo sequer uma pálida sombra de Banco Central independente, a única coisa que podem fazer é escolher entre financiar os déficits (e as contas cambiais) com dívida pública ou com emissão de moeda, se forem livres para flutuar a taxa de juros.

Mas o Banco Central submeteu-se à posição do Governo de que a taxa real de juros, mesmo numa emergência de curto prazo, não pode ser elevada. Primeiro porque aumenta o custo da dívida interna e, consequentemente, o déficit público. Segundo, porque de nada adiantaria aumentar a dívida pública em vez de expandir M1 (Caixa em moeda corrente mais depósitos à vista), porque no Brasil toda a dívida pública está no overnight, tendo liquidez quase indistinta à da moeda, e portanto, um efeito sancionador da inflação igual ao de M1.

Admito que a liquidez da dívida pública é (quase) idêntica à da moeda. Mas rebato a proposição de que o efeito sancionador da inflação de ambas é o mesmo.

O teorema é demonstrável por *reductio ad absurdum*. Se a dívida pública fosse tão moeda quanto M1, o Governo poderia recomprar todo o estoque de títulos trocando-os por base monetária, sem que os preços dos bens se movessem. Diante deste anúncio, teríamos que aceitar a sua consequência: a sociedade renunciaria à troca dos ativos monetários por ativos reais ou bens, o que é um absurdo. Essa massa monetária instantaneamente ampliada disputaria uma quantidade fixa de bens e ativos reais, provocando a explosão de seus preços e o ingresso imediato na hiper-inflação.

A razão é simples. O poder aquisitivo de M1 deprecia-se com a inflação, mas se a taxa nominal de juros for pelo menos

igual a da inflação, o poder aquisitivo da dívida interna não se deprecia. Cem mil cruzados de caixa em moeda corrente mais depósitos à vista, no início do mês, comprariam apenas Cz\$ 70 mil de bens ao final do mês, se a inflação for de 30% ao mês. Os mesmos Cz\$ 100 mil depositados no overnight terão o valor nominal de Cz\$ 130 mil ao final do mês, mantendo intacto seu poder aquisitivo real. É isto que nos compele a gastar M1 na presença de inflação, provocando a queda do estoque real de moeda, e elevando sua velocidade-renda, mas este efeito não existe nos depósitos de overnight, a menos que as taxas reais de juros sejam negativas.

Imaginemos dois países idênticos. A mesma economia, o mesmo produto, o mesmo governo, os mesmos empresários, o mesmo povo, a mesma inflação, a mesma dívida pública que, em ambos, é carregada no "over-night". A única diferença é que no primeiro as operações por um dia são financiadas apenas pelos agentes privados, enquanto que no segundo o Governo recompra os títulos públicos sempre que os depósitos de overnight caiam abaixo do estoque de títulos vendidos aos intermediários financeiros.

Se um indivíduo qualquer, no primeiro país, dado o conjunto de bens que habitualmente compra, perceber uma taxa de inflação maior que a taxa nominal de juros, procurará desfazer-se de suas poupanças comprando bens e ativos reais. Mas terá que encontrar outro indivíduo, que perceba uma taxa de inflação inferior à taxa nominal de juros, e que eleve suas poupanças comprando papéis do Governo. A queda de poupanças (aumento de consumo) de um, será compensada pela elevação da poupança (queda do consumo) do outro. No outro país, se ambos perceberem uma taxa real de juros negativa, reduzirão suas poupanças simultaneamente, declinando os depósitos de overnight relativamente ao estoque de títulos colocado junto aos intermediários financeiros. O Banco Central recomprará esta diferença por um dia, *n* dias, expandindo a oferta de moeda (M1) na economia.

Não foi o fato da liquidez ser por um dia que permitiu este acréscimo, mas sim o aumento de M1. O consumo cresceu devido a dois fatores conjugados. Primeiro as taxas reais de juros ficaram negativas. Segundo, a oferta de moeda (M1) elevou-se.

Moeda (M1) e dívida pública podem ter liquidez idêntica, mas não têm o mesmo efeito sancionador da inflação. Se as taxas reais de juros forem negativas o Governo perde a capacidade de financiar-se com dívida, fazendo-o com moeda. Baixar deliberadamente as taxas reais de juros produz uma aparente vitória de controle do déficit público, mas gera o crescimento contínuo da inflação que, entre outras consequências, acarreta o declínio das receitas tributárias pela operação do efeito Tanzi.

O Governo fechou ligeiramente a torneira do déficit público, e simultaneamente abriu a das contas cambiais. E em vez de ligar o motor de sucção da dívida pública, inverteu seus pólos, jogando ainda mais liquidez na economia. Uma inflação como a atual, no Brasil, não pode ser controlada apenas pela elevação da taxa real de juros. Mas a conjugação de taxas reais de juros baixas com este grau de expansão primária (do déficit e das contas cambiais) é capaz de explicar porque chegamos até aqui.

Nos últimos meses ficou visível a redução de capacidade de colocação de dívida interna. Muito antes disto, ou desde o início do Plano Bresser, são claros os sintomas de excesso de liquidez, atestados pelo comportamento ascendente dos preços do ouro, do dólar no mercado paralelo de câmbio e dos preços das ações.

Por que isto ocorreu? O Governo corrige o valor da OTN e baliza a taxa líquida do overnight pela taxa de inflação medida pelo IPC, que é apurada entre o

dia 15 do mês t-1 e o dia 15 do mês t. Portanto, a inflação medida do mês t está centrada no último dia do mês t-1. As pessoas e as empresas percebem a taxa de inflação do mês t pela observação dos preços nas compras que realizam entre o primeiro e o último dia do mês t, estando a taxa de inflação percebida e entrada no dia 15 do mês t. Esta diferença de 15 dias seria negligível se a inflação fosse constante, mas não é com uma inflação crescente como a nossa. A taxa de inflação medida é significativamente inferior à taxa de inflação percebida pela sociedade.

Qual a importância quantitativa deste fato? Tomemos a comparação entre o IGP (Índice Geral de Preços) e o IPC. A divergência entre os dois ocorre porque: a) o IPC é apurado de 15 do mês t-1 ao dia 15 do mês t, enquanto que o IGP é apurado entre o primeiro e o último dia do mês t; b) a cobertura do IGP é mais ampla do que a do IPC, mas certamente muito mais próxima da real evolução de preços e custos da empresas, que são os atores relevantes no mercado aberto títulos públicos. A comparação entre os dados está na tabela.

#### TRIMESTRES TAXAS ANUALIZADAS

	IPC	IGP
1987: 3º	83,2	132,0
1987: 4º	291,0	372,7
1988: 3º	546,2	652,5
1988: 4º	695,2	811,6
1988: 3º	1090,5	1145,2

Em todos os trimestres o IPC subestima o IGP. No bimestre final de 1988 este comportamento se repete, embora os dados não estejam na tabela. Seria por isso que o setor privado vem constatando, perplexo, que temos uma inflação em OTNs? Se o Banco Central produzir (como vem produzindo) uma taxa nominal líquida de juros em operações de mercado aberto gravitando em torno do IPC mensal, enquanto a sociedade percebe uma taxa de inflação mais próxima do IGP, gera uma taxa real de juros negativa. Se este é o caso, a divergência entre os dois índices conduz a taxas reais negativas de 20% ao ano, do terceiro trimestre de 1987 até o segundo de 1988. Nos últimos cinco meses ela se fixa perto de 6% ao ano. Com a ajuda adicional da eliminação de algumas colocações atrativas de dívida pública, como os depósitos dos exportadores na resolução 1.208, e dos depósitos das Sociedades de Crédito Imobiliárias, ao lado do erro de elevar-se a tributação no curto prazo em títulos públicos, temos um nicho ecológico extraordinariamente propício para que prospere uma política monetária muito expansionista. Não há melhor combinação de instrumentos fiscais e monetários para provocar o crescimento da inflação.

Empresários e trabalhadores podem sentar-se à mesa do Pacto Social tentando controlar a inflação. É um exercício louvável mas semelhante, em eficácia, a um acordo realizado entre os presidentes do Flamengo e do Corinthians sobre como os Estados Unidos e a União Soviética devem realizar o desarmamento nuclear. O poder de decisão está nas mãos do Governo, que persiste no erro, e a menos que corrija o curso estaremos amargando uma inflação sempre crescente.

Se o Governo não altera sua estratégia, é melhor irmos nos acostumando com a hiper-inflação. Nossa posição é semelhante à de Peter Sellers no magnífico filme de Stanley Kubrick, *O Doutor Fantástico*. A iminência do acidente nuclear muda a química daquela mente doente, que passa a gostar de catástrofe. Não é a toa que o filme tem como sub-título *Como aprendi a não me preocupar e até mesmo a gostar da bomba*.