

6 em. Brasil

Dionísio Dias Carneiro

Três semanas depois da aplicação de mais um choque de desindexação, enfrentam-se grandes resistências à queda da taxa de inflação.

Não são as características em comum com os que o antecederam, que importam para as chances de sucesso do programa, mas o que vem em seguida às medidas iniciais. Estas têm quatro componentes: desindexação, congelamento, taxas de juros nominais elevadas e anúncio de política fiscal mais austera, que propicie no futuro a adoção de uma política monetária compatível com taxas mais baixas de inflação.

A desindexação remove os vínculos legais entre a inflação passada e a inflação futura: nos contratos financeiros, nas práticas de fixação de preços e salários. Estes vínculos tornam a inflação pré-contratada um obstáculo à operação das políticas de demanda. Não se esgotam, porém, tais obstáculos, na indexação formalmente contratada: os elos informais entre inflação passada e futura podem ser tão importantes quanto os legais. O congelamento, de eficácia tanto mais duvidosa quanto mais antecipado e prolongado for, tem o papel de permitir que uma parada do processo de remarciação de (alguns) preços propicie espaço para renegociação de margens nas diversas etapas da comercialização. Argumentos intuitivos usados pelos seus defensores apontam para a necessidade de uma trégua no processo de remarciação automática que caracteriza os processos inflacionários crônicos e acelerados. Mais do que congelar preços, é preciso rever periodicidades com que os diversos preços são reajustados, para que a economia possa voltar a funcionar com preços relativos flexíveis.

A manutenção de taxas de juros nominais elevadas a curto prazo tem duas justificativas importantes: em primeiro lugar, oferece aos que negociam reajustes de preços e margens, um sinal de custo elevado para o carregamento de estoques, o que em princípio deveria

Resistências à estabilização



acelerar as negociações que podem ser paralisantes da atividade comercial normal. Em segundo lugar, sinalizam um custo de oportunidade elevado para a retenção da moeda de transações (papel e depósitos à vista), o que põe um freio à monetização pelo lado da demanda, que, caso contrário, poderia deixar histéricos alguns analistas pela rapidez do crescimento da oferta de meio de troca.

Taxas de juros nominais altas, entretanto, trazem vários problemas: a curto prazo, pela quebra de regime da alta de preços, não há âncora para as expectativas de inflação para os meses seguintes, de modo que os agentes têm dificuldade de saber se as taxas reais são altas ou apenas refletem um "resíduo inflacionário" elevado. Além disso, por penalizarem os devedores, encarecem automaticamente a dívida pública, posto que o governo termina sempre sendo o principal devedor quando a inflação é elevada. Este efeito, porém, será compensado

pela maior monetização da dívida pública com menor inflação. Finalmente, traz os protestos inevitáveis daqueles que vêm na defesa de uma política de curto prazo de taxas de juros elevadas um sinal de que o país quer abrir mão de investir, que deseja beneficiar os banqueiros, ou coisa parecida, a exemplo da opinião de pessoas ilustres e benquistas como o professor Fishlow, de Berkeley, ou de economistas menos benquistas que confundem as suas expectativas para a inflação dos próximos 30 dias com as dos agentes econômicos. Se todos que remarcam preços ou negociam margens de comercialização tivessem expectativa de taxa de inflação baixa, não haveria necessidade de taxas de juros nominais elevadas. Quanto ao primeiro tipo de crítica, não há dúvida de que taxas de juros elevadas representam uma punição para a atividade produtiva, mas não devemos esquecer que, em primeiro lugar, as taxas de juros só deverão permanecer elevadas caso a inflação esperada também resistir à queda; em segundo lugar, que os investimentos produtivos já estavam paralisados pela inflação elevada, e que não há nada mais estimulante para os investimentos do que uma perspectiva sólida de estabilização e recuperação efetiva e duradoura da atividade econômica.

Já aprendemos que as expectativas de inflação são muito resistentes à baixa, portanto as taxas nominais têm de errar pelo lado alto. Diante de expectativas elevadas para a taxa de inflação, duas coisas podem ser feitas: na primeira opção mantém-se restrita a demanda global, e, aí, quanto maior a expectativa de inflação por parte dos agentes econômicos maior será a queda das vendas e a recessão; a segunda opção é financiar, via crédito fácil e barato, a manutenção dos estoques aos preços maiores e assim aceitar de volta a inflação elevada e paralisante que motivou todo o programa.

A política monetária que se poderá esperar para os primeiros meses, caso a inflação efetivamente baixe de forma convincente, só deverá regular a composição dos agregados financeiros (dificilmente a quantidade de moeda), mantendo tanto quanto possível constantes em

JORNAL DO BRASIL

termos nominais as aplicações totais do sistema financeiro, caso contrário estará financiando a especulação contra o programa de estabilização. Para futuro mais remoto, a política monetária só poderá ser ativa se houver correção dos desequilíbrios fiscais, que ficam mascarados pela inflação elevada.

Só poderemos saber se efetivamente a política fiscal austera passou do anúncio à realidade por volta do terceiro trimestre do ano. Por ora, a disposição do governo terá de ser julgada no varejo, mas se política fiscal austera for confundida com desmantelamento de equipes de pesquisa, enquanto se financiam administrações estaduais incontidas pela porta dos fundos da GEROF, por exemplo, tal política atrairá contra si uma coalizão imbatível, e podem os amigos e clientes da inflação comemorar a sua volta com todas as forças.

Na transição para uma economia com inflação menor, podemos ter grandes dificuldades trazidas pelo momento político. É claro que o programa devolveu ao presidente da República um instrumento essencial de governo: a iniciativa. Isso incomoda e prejudica os políticos que ocupavam precisamente o aparente vácuo de poder em meio a um ano de eleições presidenciais, quando o cacife é alto e está em jogo no mínimo a capacidade de influenciar a escolha do próximo presidente.

Houve três boas notícias no período: Dorothea Werneck e Oscar Dias Corrêa foram como uma injeção de firmeza, honestidade de propósitos e competência na equipe do governo. A terceira foi a cooptação de Ulysses Guimarães para o programa de combate à inflação. Nunca é demais lembrar que a ameaça de hiperinflação ainda não foi afastada, apenas congelada. E com a volta da hiperinflação, candidaturas valem tanto quanto o cruzado novo e duram menos que um verão.

Dionísio Dias Carneiro, economista, é professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da PUC-RJ