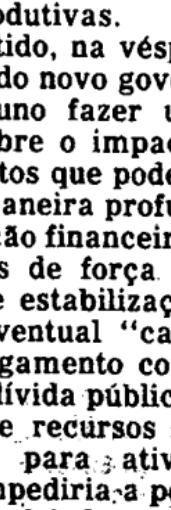


Econ. Brasil

A hiperinflação e a solvência dos agentes econômicos

**Arthur Barriouuevo
Filho***

Com uma hiperinflação em curso, ou reprimida (conforme o analista econômico), torna-se ainda mais candente a discussão sobre a desorganização econômica provocada pela aceleração da taxa de inflação. Um indicador relevante para medir o possível retrocesso é o impacto sobre a posição financeira dos agentes econômicos (empresas, investidores, intermediários financeiros, etc.). Pois a insolvência, e no limite as quebras, provocam queda na produção, no emprego e desestrutura unidades produtivas.



Nesse sentido, na véspera da posse do novo governo, é oportuno fazer um exercício sobre o impacto de dois eventos que podem alterar de maneira profunda esta posição financeira:

1. Medidas de força de um plano de estabilização como um eventual "calote", ou alongamento compulsório da dívida pública.

2. Fuga de recursos do "overnight" para ativos reais, que impediria a possibilidade de debelar a hiperinflação.

O calote parece não constar das alternativas mais imediatas da política econômica, que se prenuncia. De qualquer forma, os efeitos diretos do calote ou alongamento compulsório da dívida pública são óbvios, quais sejam, perdas patrimoniais, num caso, e de liquidez, no outro.

Ressalte-se também que medidas de força para controlar a liquidez só funcionariam se fossem suficientemente amplas, incluindo outros papéis como caderetas de poupança, CDB, etc., aumentando a resistência da sociedade às mesmas. São medidas que jamais poderiam funcionar apenas em uma ponta, a dos intermediários financeiros, deixando "livre" a dos investidores finais. Isso, na melhor das hipóteses, as tornaria inócuas, quer pelo necessário sócio-ágio de liquidez às instituições financeiras, que teriam um descasamento de prazos de ativos e passivos, quer pela possibilidade de mudança de portfólio dos agentes privados em direção a outros ativos (especialmente, ativos reais). Quando é justamente isso o que se quer evitar, já que é consenso que o problema da dívida interna é fundamentalmente de liquidez e não de magnitude, e que um plano de estabilização bem-sucedido deve manter um controle firme da demanda.

Quanto ao segundo ponto, migração de recursos do "over", sua possibilidade diminuiu nos últimos dias quando foram insinuadas garantias à preservação das aplicações. Mas, deve de novo se colocar se o novo plano de estabilização não for bem-sucedido.

Para compreender este fato, deve-se dizer que falar em "migração", pelo menos no curto prazo, é apenas uma maneira de denominar um processo mais complexo. Primeiro, porque existem cálculos que colocam o volume negociado no "over" como sendo trinta vezes maior do que a soma dos mercados de risco, o que impossibilitaria uma simples migração.

Portanto, a "migração"

Se a incerteza for elevada, o risco não pode ser tomado apenas como função das variações da rentabilidade passada, mas depende das expectativas na capacidade de o emissor do ativo fazer frente aos compromissos assumidos. O retorno, por sua vez, depende do ganho contratual do ativo (seu "juro") e das variações de seu preço (ganhos de capital).

Logo, em uma inflação ascendente e incerta, a perda de confiança nos indexadores e na capacidade do Estado de honrar seus compromissos deve provocar uma tendência forte de troca da moeda indexada por outros ativos. Essa diversificação de portfólio significaria o crescimento abrupto da demanda por ativos reais, que possuem uma oferta pouco elástica, implicando valorização destes em relação à dívida pública. Assim, a fuga do "over" só é compreensível em um sentido relativo, ou seja, de desvalorização da dívida pública em relação aos ativos de risco (mas que pode significar também perda de valor real da mesma).

Para o problema que estamos examinando, a "solvência", a questão fundamental passa a ser então como, dada essa instabilidade financeira, se comportam ativos e passivos das unidades produtivas. Em geral, essa situação se acompanha de uma diminuição da demanda agregada e, portanto, do nível de atividades e do emprego.

Quais são então os riscos de insolvência? De uma maneira simplificada podemos supor que os itens componentes do fluxo de caixa das empresas devem se comportar da seguinte forma: queda da receita líquida operacional devido à recessão, pois mesmo com um aumento de "mark-up's" (os salários reais caem com a aceleração inflacionária), este não deve ser suficiente para compensar a queda de vendas; queda dos prazos recebidos de fornecedores e concedidos para compradores, e de seu volume, dada a retração da produção, o que significa menor necessidade de capital circulante líquido; aumento real de despesas financeiras devido à indexação e margem de risco cobrada pelos intermediários financeiros (vide a experiência argentina); receitas e ganhos de capital de investimentos em estoques e ativos financeiros ou reais.

Vejamos então, de maneira mais próxima, a evolução de ativos e passivos de maior grau de liquidez: ativos financeiros ou reais (como dólar, ouro, etc.) que para simplificar chamaremos de "títulos", estoques e dívidas de curto prazo. Vamos supor que existem indexadores diferentes para os papéis. As dívidas de curto prazo são ligadas à taxa de inflação; os títulos são principalmente dólar e ouro (forma imperfeita de dolarização); e a valorização de estoques segue pelo menos a inflação média (considere-se aí, pelo menos para alguns produtos, os ganhos de uma desvalorização cambial).

É uma situação onde o risco global vai tender a crescer, pois as dívidas exigem um compromisso firme e provavelmente não declinante em termos reais (ao contrário de outras hiperinflações), ao passo que do lado dos recebimentos há uma queda em termos reais; e os estoques, se por um lado representam garantias em relação à dívida interna, por outro, tornam-se bem menos líquidos numa situação recessiva (ou até de depressão).

Quanto à situação dos títulos em relação aos passivos indexados, é bom lembrar que os ativos de risco têm variações abruptas com a hiperinflação. Num primeiro momento, apresentam valorização expressiva. Entretanto, uma estabilização verdadeira, que vem acompanhada de controle de liquidez, provoca também grandes quedas no valor dos mesmos.

Assim, para concluir esse cenário, se o processo hiperinflacionário não for contido, as empresas que por algum motivo necessitarem de liquidez e, portanto, se endividarem durante o processo provavelmente enfrentarão problemas. Por fim, é bom ressaltar que mesmo algumas alternativas de "hedge", como as colocadas acima, talvez não tenham a segurança que delas se espera.

* Professor do Departamento de Economia e coordenador do Centro de Economia de Empresas (CEE) da EAESP/Fundação Getúlio Vargas.