

Econ. Brasil

A hiperinflação e a solvência dos agentes econômicos

Arthur Barrionuevo Filho*

Com uma hiperinflação em curso, ou repri-mida (con-forme o ana-lista econô-mico), tor-na-se ainda mais candente a discussão sobre a desorganização econômica provocada pela aceleração da taxa de inflação. Um indicador rele-vante para medir o possí-vel retrocesso é o impacto sobre a posição financeira dos agentes econômicos (empresas, investidores, intermediários financeiros, etc.). Pois a insolvência, e no limite as quebras, pro-vocam queda na produção, no emprego e destrutura unidades produtivas.



Nesse sentido, na véspe-ra da posse do novo gover-no, é oportuno fazer um exercício sobre o impacto de dois eventos que podem alterar de maneira profun-da esta posição financeira:

1. Medidas de força de um plano de estabilização como um eventual "calo-te", ou alongamento com-pulsório da dívida pública.

2. Fuga de recursos do "overnight" para ativos reais, que impediria a pos-sibilidade de debelar a hi-perinflação.

O calote parece não cons-tar das alternativas mais imediatas da política eco-nômica, que se prenuncia. De qualquer forma, os efei-tos diretos do calote ou alongamento compulsório da dívida pública são ób-vios, quais sejam, perdas patrimoniais, num caso, e de liquidez, no outro.

Ressalte-se também que medidas de força para con-trolar a liquidez só funcio-nariam se fossem suficien-temente amplas, incluindo outros papéis como cader-netas de poupança, CDB, etc., aumentando a resis-tência da sociedade às mesmas. São medidas que jamais poderiam funcionar apenas em uma ponta, a dos intermediários finan-ceiros, deixando "livre" a dos investidores finais. Is-so, na melhor das hipóte-ses, as tornaria inócuas, quer pelo necessário soco-ro de liquidez às institui-ções financeiras, que te-riam um descasamento de prazos de ativos e passivos, quer pela possibilidade de mudança de portfólio dos agentes privados em dire-ção a outros ativos (espe-cialmente, ativos reais). Quando é justamente isso o que se quer evitar, já que é consenso que o problema da dívida interna é funda-mentalmente de liquidez e não de magnitude, e que um plano de estabilização bem-sucedido deve manter um controle firme da de-manda.

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 fa-lar em "migração", pelo menos no curto prazo, é apenas uma maneira de de-nominar um processo mais complexo. Primeiro, por-que existem cálculos que colocam o volume negocia-do no "over" como sendo trinta vezes maior do que a soma dos mercados de ris-co, o que impossibilitaria uma simples migração.

Segundo e mais impor-tante, se houvesse um res-gate maciço de aplicações do "over" para a compra de ativos reais (ouro, dó-lar, etc.), isso, obviamente, não implicaria destruição do estoque existente de moeda. Em uma situação de alta inflação e enquanto o cruzado novo continuar como meio de circulação, a moeda indexada (LFT) continuará sendo a melhor alternativa como forma de carregamento da moeda.

Portanto, a "migração" seria na verdade uma des-valorização do estoque real de moeda indexada (LFT) em relação aos ativos de risco, e que para se concre-tizar necessitaria de taxas de inflação extremamente elevadas (o que guarda se-melhanças com o caso da hiperinflação húngara pós-Segunda Guerra Mundial).

Vejam os quais os moti-vos desse processo. Ele se baseia no comportamento dos agentes econômicos ao administrar seu portfólio de riqueza. Os investidores buscam ativos que pos-suem, cada um, um risco e um retorno específicos. De acordo com suas preferên-cias, compõem sua cartei-ra com uma determinada combinação risco-retorno (p.ex. alguns, mais conser-vadores, vão preferir mais segurança ao invés de ma-ximizar o ganho, etc.).

Se a incerteza for eleva-da, o risco não pode ser to-mado apenas como função das variações da rentabili-dade passada, mas depen-de das expectativas na ca-pacidade de o emissor do ativo fazer frente aos com-promissos assumidos. O re-torno, por sua vez, depende do ganho contratual do ati-vo (seu "juro") e das va-riações de seu preço (ga-nhos de capital).

Logo, em uma inflação ascendente e incerta, a per-da de confiança nos indexa-dores e na capacidade do Estado de honrar seus compromissos deve provo-car uma tendência forte de troca da moeda indexada por outros ativos. Essa di-versificação 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 tam-bém perda de valor real da mesma).

Para o problema que es-tamos examinando, a "sol-vência", a questão funda-mental passa a ser então como, dada essa instabili-dade financeira, se com-portam ativos e passivos das unidades produtivas. Em geral, essa situação se acompanha de uma dimi-nuição da demanda agre-gada e, portanto, do nível de atividades e do empre-go.

Quais são então os riscos de insolvência? De uma maneira simplificada po-demos supor que os itens componentes do fluxo de caixa das empresas devem se comportar da seguinte forma: queda da receita lí-quida operacional devido à recessão, pois mesmo com um aumento de "mark-up's" (os salários reais ca-em com a aceleração infla-cionária), 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 capi-tal circulante líquido; au-mento real de despesas fi-nanceiras devido à indexa-ção e margem de risco co-brada pelos intermediários financeiros (vide a expe-riência argentina); recei-tas e ganhos de capital de investimentos em estoques e ativos financeiros ou reais.

Vejam então, de ma-neira mais próxima, a evo-lução de ativos e passivos de maior grau de liquidez: ativos financeiros ou reais (como dólar, ouro, etc.) que para simplificar cha-maremos de "títulos", es-toques e dívidas de curto prazo. Vamos supor que existem indexadores dife-rentes para os papéis. As dívidas de curto prazo são ligadas à taxa de inflação; os títulos são principalm-ente dólar e ouro (forma im-perfeita de dolarização); e a valorização de estoques segue pelo menos a infla-ção 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 exi-gem um compromisso firme e provavelmente não declinante em termos reais (ao contrário de outras hi-perinflações), ao passo que do lado dos recebimentos há uma queda em termos reais; e os estoques, se por um lado representam ga-rantias em relação à dívida interna, por outro, tornam-se bem menos líquidos numa situação recessiva (ou até de depressão).

Quanto à situação dos tí-tulos em relação aos passi-vos indexados, é bom lem-brar que os ativos de risco têm variações abruptas com a hiperinflação. Num primeiro momento, apre-sentam valorização ex-pressiva. Entretanto, uma estabilização verdadeira, que vem acompanhada de controle de liquidez, provo-ca também grandes quedas no valor dos mesmos.

Assim, para concluir es-se cenário, se o processo hi-perinflacionário não for contido, as empresas que por algum motivo necessi-tarem de liquidez e, portan-to, se endividarem durante o processo provavelmente enfrentarão problemas. Por fim, é bom ressaltar que mesmo algumas alter-nativas de "hedge", como as colocadas acima, talvez não tenham a segurança que delas se espera.

* Professor do Departamen-to de Economia e coorde-nador do Centro de Economia de Empresas (CEE) da EAESP/Fundação Getúlio Vargas.