

Inflação, petróleo e crise econômica mundial

Alexander K. Swoboda *

1. As origens da inflação mundial; 2. Petróleo e inflação mundial; 3. Observações finais.

Na década de 70, a economia mundial parece que perdeu o paraíso que ganhara — pelo menos em retrospectiva — na de 60. Esta década caracterizou-se por um crescimento médio alto e estável nos países industriais, uma expansão ainda mais rápida do comércio mundial, elevado emprego e, pelo menos até 1966, uma inflação moderada na média.

Cedo apareceram sintomas de transtornos no sistema monetário internacional — levando à suspensão *de facto* da conversibilidade do ouro em 1968 e à desvalorização do dólar em 1971 — e, no domínio dos preços, a taxas de inflação que cresceram substancialmente depois de 1966, mais ou menos. A nova década foi anunciada pela recessão de 1970 nos Estados Unidos, a qual foi acompanhada de uma redução do crescimento no estrangeiro. Uma expansão na produção real novamente ocorreu, entretanto, depois de 1970. Mas também a inflação entrou na famosa casa dos dois algarismos. E, naturalmente, 1973 presenciou um declínio brusco no crescimento real, que se tornou negativo nos Estados Unidos, depois

* Do Graduate Institute of International Studies (Genebra).

do último trimestre de 1973, trazendo como consequência um aumento brusco do desemprego. Simultaneamente, o mundo experimentou um aumento triplo nos preços de petróleo, em janeiro de 1974, uma alta que criou a necessidade de adaptar o consumo interno, um tanto abruptamente, para efetuar a transferência implícita de recursos reais e para adaptar os canais de intermediação financeira internacional, de forma a permitir a reciclagem das rendas do petróleo excedente.

Um aspecto notável deste quadro bastante desanimador é a rapidez com que a situação deteriorou-se com respeito à produção e ao emprego no último ano (com precedente em 1970), em contraste com a prolongada crise do sistema monetário internacional e a estável e acelerada tendência das taxas inflacionárias, desde os meados da década de 1960. Seja como for, o mundo industrializado confronta-se agora com um dos mais difíceis problemas de condução política, a saber, como deter a inflação sem criar desemprego intolerável ou como reduzir o desemprego sem provocar inflação acelerada. À medida que este dilema surge na maioria dos países industrializados, simultaneamente aparece o problema adicional de evitar o recurso à política *begar-my-neighbor*, que, proliferando, só pode ser contraproducente e levar à desintegração da economia mundial.

Muita controvérsia está ligada às origens da atual encruzilhada da política econômica. Contudo, as linhas gerais de “como chegamos lá” parecem bastante claras — pelo menos para mim. No curto espaço concedido, vou-me restringir a comentar brevemente as origens da inflação em escala mundial e o papel da crise do petróleo, antes de relacionar algumas implicações para a evolução do sistema financeiro e monetário internacional.

1. As origens da inflação mundial

A visão do processo de inflação mundial como um fenômeno monetário, discutida nesta seção, é bem conhecida, e seus principais expoentes são talvez Robert Mundell e Harry Johnson. Encontra-se uma síntese da literatura analítica pertinente no meu trabalho *Monetary approaches to the generation and transmission of worldwide inflation*, apresentado na Conferência da Brookings Institution sobre a Inflação Mundial, em novembro de 1974. O trabalho empírico sobre a inflação como um fenômeno mundial, no entanto, tem sido bastante escasso. Tal trabalho está sendo empreendido atualmente (entre outros lugares) num programa de pesquisa do Graduate Institute of International Studies e da Fundação Ford,

em Genebra. Eu preparei alguns dos dados apresentados no texto, que são relacionados com aquele projeto.

A década de 50, depois de um surto inflacionário inicial relacionado em parte com a Guerra da Coréia, foi de relativa estabilidade de preços, que prevaleceu até o princípio da década de 60. Considerando os Estados Unidos, cujo papel era e é tão proeminente na economia mundial, a taxa média de inflação mundial nos preços de consumo de 1954 a 1965 foi de 1,5%, subindo a 4,6% para o período 1966-1970 e a 7,5% entre o primeiro semestre de 1972 e o segundo semestre de 1974, representando este último semestre um aumento de 12,4% sobre o precedente nos índices anuais. Esta tendência foi largamente seguida em outros países industriais, mas com taxas médias de inflação ligeiramente mais altas, como indicado nas duas séries de preços que se seguem. A primeira representa a média ponderada das taxas de inflação em todos os países da OCDE. A segunda foi elaborada, ponderando e tirando a média dos dados do FMI referente aos 10 maiores países industriais.¹

Tabela 1

Variação percentual no índice dos preços de consumo (IPC)

Média da OCDE

Taxas Anuais Médias

1961 — 1966	67	68	69	70	71	72	73
2,9	3,3	3,4	4,6	5,7	5,3	4,7	7,5

Fontes: **Economic outlook**. OCDE. **Main economic indicators**. OCDE. Vários números.

Tabela 2

Variação percentual no IPC; países industriais

Aumento percentual sobre o ano anterior

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966
3,4	1,2	1,7	1,8	2,4	2,5	2,2	2,7	3,4

1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973-II	1974-III
2,9	3,9	5,0	5,6	5,1	4,4	7,4	13,1*

*Aumento sobre 1973-II

Fonte: Calculado de **International Financial Statistics**, FMI. Vários números.

¹ Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Países-Baixos, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos. A série foi calculada usando pesos de 1963. Ela apresenta um retardo de aproximadamente seis meses em relação ao aumento real de preços, uma vez que os dados do FMI sobre índices de preços de consumo são para médias do período.

A correlação nos níveis de preços e nas taxas de inflação entre os países industriais em relação à década de 60 tem sido muito impressionante. Tem sido tão próxima que é preciso reconhecer que a elevação da inflação é de fato um fenômeno mundial e que tem sentido falar de uma taxa mundial de inflação. Na verdade, o meu colega Hans Genberg usou análise fatorial para mostrar que a dispersão na evolução dos índices de preços de consumo e das taxas de inflação nos 21 países industrializados da OCDE entre princípios de 1955 e fins de 1970, não era nada maior do que a tipicamente encontrada entre diferentes regiões de um mesmo país.²

Têm sido oferecidas várias explicações para a expansão e aceleração da inflação mundial. Há uma teoria “acidental” (se isso é uma teoria), que proclama a coincidência acidental de várias pressões inflacionárias em vários países como sua força propulsora; uma teoria “sociológica” que liga a inflação a uma coincidência de inquietação social e crescentes reivindicações salariais, transmitida através de fatores sociais e psicológicos e resultando num impulso inflacionário de custos; e diversas outras, inclusive uma teoria do preço do petróleo, que será discutida na próxima seção. Existe uma teoria monetária que tem a vantagem teórica de levar em conta tanto a geração como a transmissão da inflação mundial e a vantagem empírica de concordar, pelo menos a grosso modo, com a evidência disponível.

A teoria monetária vê a taxa de expansão monetária relativa ao crescimento real como o principal determinante da inflação a longo prazo. Uma elevação constante do nível de preços é o resultado de forças do mercado, trabalhando para eliminar um fornecimento excedente de moeda (e resultando numa demanda excedente de mercadorias), criado pela expansão monetária além do crescimento da demanda de moeda no nível de preços existente. Quando se considera a economia mundial, é a taxa de expansão monetária na economia mundial como um todo que determina a taxa mundial de inflação (é claro que a curto prazo, digamos durante um ano ou dois, as variações da taxa de expansão monetária afetam a taxa de crescimento da renda real também, e não apenas a taxa de variação de preços). Isto supõe que as taxas de câmbio sejam fixas. A estabilidade das taxas de câmbio conduz à generalização, tanto das mudanças monetárias como dos aumentos do nível de preços. Um aumento na expansão do crédito doméstico em qualquer economia relativa-

² Ver Genberg, H. *The concept and measurement of the world price level and rate of inflation*. Graduate Institute of International Studies, Oct. 1974. Document for discussion. Project of International Monetary Research GIIS – Ford Foundation, mimeogr.

mente pequena resultará numa deterioração do balanço de pagamentos, tanto em conta corrente como na conta de capital; o aumento do crédito doméstico cria assim uma perda de reservas ali, e um ganho de reservas no resto do mundo.

Com taxas de câmbio fixas, os preços nominais de bens negociados internacionalmente (convertidos para uma unidade comum na taxa de câmbio vigente) não podem divergir mais que pelos custos de transportes e barreiras comerciais, levando a uma equiparação das taxas de inflação para os preços de bens negociados. Além disso, é de se esperar que os preços em dinheiro de bens não-negociados internacionalmente sigam a evolução dos preços de bens negociados, certamente com vários atrasos, pois as mudanças nos preços relativos de bens negociados e não-negociados provocam alterações nos padrões de consumo e de produção.

Tabela 3

Oferta monetária total dos 10 países industriais (em bilhões de dólares norte-americanos)

	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Oferta monetária (M_1)	211,8	221,1	228,9	235,0	251,0	265,7	288,5
% alteração s/ano anterior		4,4	3,5	2,7	6,8	5,9	8,6
M_1 mais "quase - moeda"	315,6	339,6	358,9	372,8	407,2	449,1	496,4
% alteração s/ano anterior		7,6	5,7	3,9	9,2	10,3	10,5

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Oferta monetária (M_1)	304,7	327,7	341,8	372,6	405,9	426,5	471,8
% alteração s/ano anterior	5,6	7,5	4,3	9,0	8,9	5,1	10,6
M_1 mais "quase - moeda"	539,7	599,4	644,5	726,3	810,0	855,4	972,8
% alteração s/ano anterior	8,7	11,1	7,5	12,7	11,5	5,6	13,7

	1971	1972	1973	1973-II	1974-III
Oferta monetária (M_1)	557,9	642,5	730,6	699,2	712,9
% alteração s/ano anterior	18,3	15,2	13,7	—	1,96
M_1 mais "quase - moeda"	1 175,7	1 384,0	1 659,8	1 622,5	1 727,7
% alteração s/ano anterior	2Cr,9	17,7	19,9	1,96	6,5

Fonte: Calculado de **International Financial Statistics**, FMI. Vários números.

Requerem-se algumas estatísticas sobre a evolução da “oferta monetária mundial” para apresentar evidências que sustentem essa visão. A oferta monetária mundial pode ser definida como a soma das ofertas monetárias nos vários países com taxas de câmbio fixas, perdendo o conceito alguma de sua significância operacional sob taxas de câmbio flexíveis. Eu elaborei duas dessas séries, uma para M_1 (papel-moeda mais depósitos à vista), a segunda para M_2 (M_1 mais “quase-moeda”, principalmente depósitos a prazo fixo, na definição do FMI). Por razões de disponibilidade de dados, a soma se limita às ofertas monetárias dos 10 países industrializados de cujos índices de preços foram tiradas as médias na tabela 2,³ e ao período 1957-1974-III. Todos os dados nacionais foram convertidos para dólares norte-americanos, em taxas de câmbio vigentes. As séries são apresentadas na tabela 3, junto com as variações anuais.

Estas séries indicam claramente uma tendência altista na expansão monetária do início ao fim do período, mas os desenvolvimentos mais amplos durante o período são de algum modo obscurecidos pelas variações anuais. A fim de obter um quadro mais amplo, são dadas na tabela 4 as taxas anuais médias de crescimento, tanto das ofertas monetárias como dos preços.

Tabela 4

Inflação e crescimento da oferta monetária: 10 países industriais

	1957-1961	1961-1966	1967-1973	1970-1973
Crescimento anual médio da oferta monetária (M_1)	4,3	6,5	11,5	14,4
Taxa anual média de inflação	2,0	2,5	4,9	5,6

Tomada em períodos assim mais longos, a relação entre expansão monetária e inflação aparece mais claramente. A taxa de expansão monetária certamente difere da taxa de inflação (que tem tendência baixista em comparação com o crescimento da oferta monetária, já que a primeira é calculada por média do período e a última por fim de período), por causa das variações no crescimento real e na velocidade da moeda. Investigações preliminares, no entanto, indicam que o trabalho empírico mais detalhado confirma a força da relação entre o crescimento monetário e a inflação; indica também experimentalmente e por períodos de tempo

3 Ver nota 1 para a relação dos países.

em que predominam taxas de câmbio fixas, que esta relação é freqüentemente mais estreita para agregados “mundiais” do que para estatísticas de países individuais.

Mesmo se aceita a assertiva de que existe uma forte relação entre o crescimento monetário mundial e a inflação mundial, permanecem duas perguntas: o crescimento monetário é responsável pela inflação ou vice-versa? E qual é a fonte da aceleração da expansão monetária na economia mundial?

A resposta à primeira destas perguntas parece bastante clara. Pois o crescimento total no conjunto da oferta monetária mundial é largamente determinado pela taxa de crescimento das reservas internacionais e do crédito doméstico em países individuais. O último pode ser controlado pelas autoridades monetárias, pelo menos dentro de limites razoavelmente estreitos e sobre períodos de uns poucos meses, senão dia a dia. No sentido de poder de controle, há pouca dúvida de que o crescimento monetário cause a inflação, mais do que o contrário, pelo menos ao nível mundial (um país pequeno terá problemas para controlar sua oferta monetária, se tentar atingir uma taxa de expansão monetária que seja amplamente diferente daquela do resto do mundo, sob taxas de câmbio fixas). Certamente, as autoridades monetárias podem, por uma razão ou outra — mais freqüentemente para tentar atingir um nível mais baixo de desemprego — ser tentadas a financiar algum incremento nos preços através da expansão monetária crescente, transformando em inflação um aumento *once-and-for-all* no nível de preços.

A resposta à segunda pergunta já foi parcialmente dada. O crescimento da oferta monetária mundial é governado, em grande parte, pela criação de crédito doméstico e pelo crescimento das reservas internacionais. Estas têm desempenhado um papel muito importante na aceleração da expansão da oferta monetária mundial, conforme indica a tabela 5.

Tabela 5

Crescimento da oferta monetária mundial e crescimento das reservas mundiais:

	1961-1966	1967-1973	1970-1973
Crescimento anual médio da oferta monetária (M_1)	6,5	11,5	14,4
Crescimento anual médio das reservas mundiais	2,8	16,0	28,2*

*Para o terceiro trimestre de 1973.

Fonte: Calculado de **International Financial Statistics**, FMI.

Isto certamente transfere a pergunta para o que determina a taxa de expansão das reservas mundiais. A tabela 6 dá uma indicação.

Tabela 6
Reservas mundiais (US\$ bilhões)

	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Total	62,6	63,1	66,6	68,8	70,7	72,6	74,3	77,4
Parcela de câmbio	19,6	20,1	22,4	23,8	23,4	25,4	29,0	31,9

	1969	1970	1971	1972	1973-II
Total	78,2	92,6	130,6	159,0	187,2
Parcela de câmbio	32,1	44,6	78,1	103,7	126,1

Fonte: Calculado de **International Financial Statistics**. FMI

Nota-se imediatamente que o aumento agudo das reservas mundiais após 1966 e a explosão após 1970 encontra sua origem no surpreendente crescimento da componente de câmbio das reservas totais. Essa componente representa principalmente as reservas de dólares acumulados por autoridades monetárias não norte-americanas no curso de suas operações de estabilização do câmbio. Segue-se que, para controlar o crescimento da oferta monetária mundial, requer-se controle do crescimento das reservas mundiais, além do controle da criação doméstica de moeda.

Isto me traz ao elemento final desta parte da minha exposição, isto é, as razões para este crescimento nas reservas de dólares norte-americanos no exterior. A resposta ultra-simplificada, mas que acredito ser correta, é a natureza do padrão-dólar, que regulou as relações monetárias internacionais durante a maior parte do período e a política monetária nos Estados Unidos. Esta última produziu uma taxa de expansão monetária que foi bastante modesta e suficiente apenas na média para satisfazer à demanda estrangeira de reservas internacionais de dólares na parte inicial da década de 60. O fracasso em financiar o Vietnã e a super-reação à minirrecessão do último trimestre de 1966 conjugaram-se para produzir um salto no crescimento anual do M_1 (M_2) de 1,6 (4,5) para 9,8 (12,9) de 1966 a 1967. O ritmo da expansão monetária nos Estados Unidos dimi-

nuiu novamente em 1969, quando M_1 (M_2) cresceu em 3,5% (-0,7), mas saltou em 1970 e 1971 para 5,3% (12,6) e 6,5% (12,0), respectivamente, e esteve numa tendência altista, desde então até bem recentemente.

É fácil entender como a aceleração da expansão monetária nos Estados Unidos leva a uma aceleração semelhante no exterior, onde vigora o padrão-dólar. Suponhamos um período de relativo equilíbrio na economia mundial e nos pagamentos mundiais. No caso de o Sistema de Reserva Federal, por razões internas, tentar expandir a oferta monetária através de operações de mercado aberto criará uma oferta excedente temporária de dólares, uma pressão baixista sobre o dólar no mercado de câmbio estrangeiro e operações de estabilização da taxa de câmbio pelas autoridades monetárias estrangeiras que, em consequência, acumulam reservas de dólar. Certamente, a expansão monetária por qualquer outro país terá efeitos semelhantes. Mas, por um lado, existem razões para esperar-se que a expansão monetária norte-americana tenha um impacto sobre a atividade econômica mundial muito mais forte do que uma expansão semelhante no exterior e, por outro lado, o resto do mundo enfrentou restrições que não foram operativas para os Estados Unidos sob o padrão-dólar. Entre os últimos fatores, o mero tamanho da economia americana, relativamente ao de qualquer outro único país, desempenha um papel proeminente. Um incremento de 10% na oferta monetária dos Estados Unidos representa um aumento de 4% na oferta monetária do agregado dos 10 países industriais mencionados. Um incremento similar de 10% na oferta monetária da Alemanha representa apenas um aumento de 0,07% no mesmo agregado. Em segundo lugar, pode-se demonstrar que o impacto das operações de *open-market* nos Estados Unidos sobre a oferta monetária mundial é muito maior que a de operações similares por outros países, quando os últimos, como era sua prática, guardavam suas reservas de dólares principalmente em letras do tesouro norte-americano. Finalmente, a expansão monetária, em condições regulares, provoca um *deficit* no país onde ela se dá, seja nos Estados Unidos ou num país estrangeiro. No caso dos Estados Unidos, entretanto, os *deficits* resultam não numa perda de reservas internacionais, mas num aumento das obrigações para as autoridades monetárias estrangeiras. Em certo sentido, não existe nenhuma restrição à oferta monetária para os Estados Unidos sob o padrão-dólar, enquanto que essa restrição é obrigatória para outros países.

Em resumo, assim como a estabilidade monetária americana foi em grande medida responsável pela estabilidade do sistema monetário internacional até meados da década de 60, a instabilidade monetária norte-

americana nos anos subseqüentes desempenhou um importante papel na instabilidade econômica mundial que se seguiu. Havia e há, certamente, um grande número de outros fatores em ação. Um dos mais mencionados nas discussões ultimamente é o aumento de preços do petróleo, cujo papel no contexto da inflação mundial é discutido em seguida.

A descrição anterior da origem da inflação mundial nos últimos tempos manteve um grande silêncio sobre a transição de um sistema de taxas de câmbio fixas, com desvalorizações ou revalorizações ocasionais, para um de taxas de câmbio mais, ou principalmente, flexíveis. A razão, certamente, é que esta transição é recente, com a primavera de 1973 como a data mais importante do processo. A inflação continuou e até mesmo se acelerou, desde então. De que forma a flexibilidade da taxa de câmbio afeta nossa visão sobre o processo de geração e transmissão da inflação mundial? Em primeiro lugar, significa que a inflação se torna, muito mais que antes, um fenômeno nacional, em grandes medida determinado pela demanda e oferta nacionais de moeda. Alguns dos conceitos "mundiais" mencionados e usados anteriormente se tornam claramente menos relevantes. Muito embora a desarticulação das taxas de inflação nacionais entre si se torne maior de 1973 em diante, existe ainda uma tendência comum à aceleração do primeiro trimestre de 1973 ao terceiro trimestre de 1974. Há algum processo de transmissão de inflação também sob as taxas flexíveis?

Existem pelo menos três razões pelas quais a inflação mundial continuou além de 1973. Primeiro, alguns governos deram atenção ao nível de sua taxa de câmbio, estabelecendo sua política monetária coerentemente, e, de fato, simulando o comportamento do sistema sob as taxas fixas. Segundo, os movimentos de capital tendem a perturbar as relações de poder de compra, resultando em tendências deflacionárias nos países cujas moedas valorizam, e tendências inflacionárias no resto do mundo; com programas de austeridade para redução de preços e/ou planejadores que recorrem à expansão monetária para combater o desemprego, o resultado é o tipo de engrenagem inflacionária internacional descrita por Laffer, Mundell e por Kindleberger. Em terceiro lugar, e talvez o mais importante, as nações do mundo entraram no período de taxas de câmbio flexíveis com infortúnios inflacionários comuns herdados do período anterior. Uma vez iniciada, a inflação tem uma dinâmica própria que não é fácil romper rapidamente sem criar sérias pressões a curto prazo sobre a produção e sobre os mercados financeiros, política que não muito países estavam querendo seguir.

2. Petróleo e inflação mundial ⁴

Existem duas visões populares agudamente conflitantes sobre a relação entre inflação mundial e a elevação dos preços de petróleo. A primeira, sustentada principalmente em países importadores de petróleo, é que a elevação dos preços de petróleo carrega uma parcela pesada de responsabilidade pelo recente alto nível e aceleração da inflação mundial. A segunda, sustentada principalmente em países produtores de petróleo, é que a inflação mundial é largamente responsável pela elevação dos preços de petróleo.

Ambas as visões, em suas versões mais simples, são igualmente incorretas do ponto de vista analítico e factual. Adequadamente interpretadas, porém, ambas as afirmações incorporam alguns elementos de verdade.

A versão mais simples do argumento culpando a inflação mundial pela elevação dos preços de petróleo corre como se segue. Uma quadruplicação dos preços de petróleo tem um tremendo efeito de impulso sobre os custos, aumentando diretamente o preço das importações de petróleo, quase diretamente o preço de todos os derivados de petróleo e mais indiretamente o preço de todos os sucedâneos do petróleo. As suposições implícitas sobre a política macroeconômica, entretanto, não estão decifradas. Se as despesas agregadas forem mantidas constantes, o nível de preços deverá permanecer *aproximadamente* constante, vindo a elevação das despesas com petróleo a provocar uma queda nas despesas com, e nos preços de alguns outros bens e serviços. Pode, no entanto, não ser possível efetuar a mudança exigida nos preços relativos de modo não-inflacionário, a curto prazo, sem criar algum desemprego (embora as dificuldades aumentem mesmo se efetuada ao modo inflacionário). Supondo que a administração da demanda seja de molde a manter estáveis os preços monetários de outras mercadorias, o impacto da elevação dos preços de petróleo sobre o nível de preço será substancial mas não dramático.

O Secretariado da OCDE estimou que a contribuição direta do aumento do preço CIF de importação do petróleo para a elevação do deflator doméstico somaria 1,5% em 1974 na média para todos os países da OCDE e 2,3% na média para os países europeus da OCDE, sendo que a diferença entre estes dois dados reflete, certamente, o baixo índice de importações em relação ao PNB dos Estados Unidos. Assim, sem a

⁴ Alguns parágrafos desta seção de meu documento se baseiam em observações que expus na III Conferência Anual do Centro Monetário Internacional para Estudos de Sistemas Monetários e Bancários, em novembro de 1974.

elevação dos preços de petróleo, a inflação em 1974 teria sido de 11,5%, ao contrário dos 14% citados. Basicamente, entretanto, esses dados não são tanto uma medida do impacto inflacionário, mas sim um indicador da transferência da renda para os exportadores de petróleo implícita na elevação do preço do petróleo, calculada como uma percentagem da despesa nacional bruta dos países da OCDE.⁵

Note-se, além disso, que mesmo se o impacto da elevação dos preços de petróleo sobre os níveis de preços dos importadores de petróleo pudesse ser estimado com precisão, a partir de algum pressuposto sobre a administração da demanda, isto só valeria para o aumento “de uma vez para sempre” no nível dos preços, mas não para um aumento na taxa de inflação. Finalmente, a evidência mais prejudicial da tese em discussão é simplesmente que a inflação mundial não esperou pacientemente pelo aumento dos preços de petróleo para se colocar em movimento. A taxa anual da média ponderada do aumento dos índices dos preços de consumo dos países da OCDE durante o período 1961-1971 foi de 3,7% (com um aumento bastante agudo em torno de 1968), o aumento de 1971 a 1972 foi de 4,7%, o de 1972 a 1973 foi de 7,7% saltando a taxa anual de aumento para 12,5% para os 12 meses que terminaram em abril de 1974.⁶ Estima-se que o preço do barril de petróleo bruto da Arábia Saudita dá uma média de US\$ 1,37 para o período 1961-1971, sendo que a média do preço subiu de US\$ 1,65 para US\$ 1,90 (ou cerca de 15%) entre 1971 e 1972; aumenta de 42% para alcançar US\$ 2,70 em 1973, vindo então a ruptura com o aumento de US\$ 3,14 para US\$ 9,40, ou de 300% em janeiro de 1974. Até essa época, é difícil culpar o petróleo por qualquer inflação mundial, pelo menos de maneira direta.

A tese oposta de que a elevação dos preços do petróleo é devida à inflação mundial é igualmente inconvincente. O preço do petróleo permaneceu estável ou declinou ligeiramente de 1961 a 1971, em face do consumo rapidamente crescente. Isto indica claramente um custo de produção marginal baixo, provavelmente constante ou em declínio. O aumento mais que quadruplicado ocorrido no período de um ano (janeiro de 1973 a janeiro de 1974) claramente não pode ser atribuído só à pressão da demanda. Considere-se o aumento do preço do petróleo que teria sido exigido para acompanhar a inflação em vários índices. De 1960 a janeiro

5 A fonte destes dados é *Economic Outlook*, OCDE. July 1974, p. 28-30 e 32-9. Essa publicação também indica que, calculada em bases semelhantes, a contribuição da alimentação para a elevação do índice de preços de consumo é pelo menos tão importante quanto a dos índices do petróleo e correlatos, iluminação, aquecimento e gasolina.

6 OCDE. op. cit. p. 19.

de 1974, o preço de um barril de petróleo deveria ter subido de US\$ 1,50 para US\$ 2,36 para acompanhar o índice de preço do consumo dos Estados Unidos; para US\$ 2,32, para acompanhar o índice de preços de atacado dos Estados Unidos; mas ele subiu para US\$ 9,40.⁷ Para acompanhar a elevação do índice de mercadorias do *Economist* para todos os itens entre 1970 e outubro de 1974, teria subido de US\$ 1,30 para US\$ 3,22, ou para US\$ 2,05, acompanhando os artigos industriais. O problema, certamente, é que a alta dos preços do petróleo é o resultado do exercício do poder de monopólio pela OPEP, não da inflação. É também verdade, naturalmente, que a existência de inflação, excesso de demanda e especulação tornou mais fácil exercer tal poder de monopólio, e que o desejo de manter o poder de compra (ou manter o existente grau de monopólio em termos reais) forneceu um incentivo aos produtores de petróleo para a elevação de preços. Sendo muito baixos, ou mesmo negativos os rendimentos sobre ativos financeiros, em consequência da recente onda de inflação, ficou mais fácil fazer cumprir o corte exigido no abastecimento, tornando mais atrativa a posse do ativo real "petróleo no subsolo".

Uma vez dispensadas como incorretas as duas perspectivas simplistas mencionadas, sobre a relação entre a inflação mundial e a subida de preço do petróleo, gostaria de indicar alguns canais através dos quais tal relacionamento poderia chegar a se estabelecer. Eles se centralizam principalmente em torno das reações de política monetária às mudanças nos preços relativos dos produtos. A análise é assim consistente com o que apresentei no início, isto é, o vínculo entre a moeda e inflação.

Pode-se começar perguntando, mais uma vez, se um aumento no preço do petróleo deve ser inflacionário. A resposta é negativa, no sentido de que uma mudança no preço do petróleo, relacionada a todos os outros produtos, poderia ocorrer sem nenhuma alteração significativa no nível de preços geral, uma vez que os preços dos outros produtos caíssem (ou, num período inflacionário, subissem menos depressa do que em outras circunstâncias). Isto, dentro de uma oferta monetária constante, seria na verdade o resultado do aumento do valor monetário de petróleo, já que este causaria no início uma demanda excessiva de moeda e uma oferta excessiva de produtos, cujos preços tenderiam a cair (ou a subir menos rápido que antes). O problema é que a queda dos outros preços pode-se combinar a outras consequências do aumento dos preços do petróleo, e criar um desemprego transitório.

7 Não é uma coisa sagrada usar 1960 como período-base. Outras bases podem fornecer evidência mais ou menos favorável à tese em discussão. É improvável, no entanto, que mudem as conclusões.

Há pelo menos três razões pelas quais o aumento do preço do petróleo possa causar algum desemprego. A primeira é que a queda do preço de outros produtos mencionados não é acompanhada por uma queda no salário nominal dos fatores de produção empenhados em sua fabricação. A segunda é que a manutenção artificial do preço do petróleo acima de seu custo de oportunidade social mundial conduz à má aplicação do produto e a uma perda do produto real. A terceira é que a transferência dos rendimentos aos produtores de petróleo será gasta pelos últimos de uma forma que não é estritamente semelhante aos padrões de gastos dos que antigamente recebiam estes rendimentos, o que exige mudanças nos padrões de produção industrial, que podem ser difíceis de realizar a curto prazo.

As autoridades monetárias, de um modo típico, tendem a reagir aos aumentos do desemprego através da elevação da taxa de expansão monetária, comprando, com vista muito curta, um aumento de empregos às custas de uma inflação posterior. Se essas reações são levadas em conta, o aumento do preço do petróleo pode ter, simultaneamente, circunstâncias inflacionárias ou deflacionárias. Seu papel na recente inflação, contudo, não deveria ser exagerado, em vista do fato de que as raízes do nosso problema atual, como vimos, se encontram na década de 60.

3. Observações finais

A aceleração da inflação mundial é, ao mesmo tempo, causa e efeito da crise do sistema monetário internacional. O problema da reforma monetária internacional tem estado entre nós, de forma aguda, pelo menos há cinco ou seis anos. Planejar um sistema que seja menos propenso à inflação do que demonstrou ser o dos anos 60 e 70 é uma das principais tarefas da reforma. O controle da atual inflação é um pré-requisito. O principal problema, naturalmente, é que o controle da inflação pode criar um desemprego transitório. Este problema tem sido mesmo enfatizado pelo aumento dos preços do petróleo, porque o desemprego tenderá a ser mais alto — e em consequência a tentação da inflação — do que seria em outra circunstância. O aumento nos preços do petróleo tornou a tarefa da reforma monetária internacional mais difícil, mas também mais urgente do que nunca.

Comentário

Antonio Carlos Lemgruber

O trabalho do Prof. Alexander Swoboda é extremamente interessante e devo frisar que concordo plenamente com a sua explicação monetária de longo prazo para esta inflação mundial, que teve início na segunda metade da década de 60. Devo confessar, porém, que senti falta, no trabalho escrito, de comentários mais detalhados referentes aos efeitos monetários de curto prazo sobre o lado real da economia, ou seja, sobre a produção e o nível de emprego. Acredito que se trata de uma questão importante e gostaria de gastar alguns minutos com este assunto, talvez suplementando o trabalho do Prof. Alexander Swoboda.

Utilizando-se os dados apresentados pelo Prof. Swoboda na tabela 1, para inflação mundial, verifica-se que tivemos: aceleração da inflação mundial em 68, 69 e 70; desaceleração da inflação em 71 e 72; e novo período de aceleração da inflação em 73 e 74. Aparentemente, agora em 1975, a desaceleração está começando a ocorrer novamente.

Por outro lado, se o Prof. Alexander Swoboda tivesse apresentado uma tabela referente ao crescimento do produto real mundial, encontra-

ramos, com certeza, os seguintes resultados: uma minirrecessão em 67, crescimento rápido em 68, recessão econômica no período de 69 e 70; recuperação a partir de 71; e novamente crescimento bastante rápido em 72 e 73; e, finalmente, uma nova recessão em 74 e 75.

Desta maneira, é fácil observar que tivemos, nos últimos anos da economia mundial, praticamente todas as combinações possíveis de inflação e crescimento. Por exemplo: aceleração da inflação e crescimento em 68 e 73; aceleração da inflação e recessão em 69, 70 e 74; desaceleração da inflação e crescimento em 71, 72 e assim por diante. E agora em 1975 temos aparentemente nova desaceleração da inflação e ainda uma recessão.

Será que a teoria econômica ortodoxa consegue explicar todas essas combinações de resultados com relação a preços e produto real? Isto parece ser uma pergunta interessante, porque a impressão do público em geral é que a teoria econômica não consegue explicar tais fenômenos e muitos economistas também têm esta opinião. Eu não concordo com isso. Acredito que a teoria econômica, incluindo, é claro, trabalhos elaborados nos últimos 20 anos, tem algo a dizer sobre o chamado fenômeno da *stagflation*.

Na verdade, já podemos ter alguma luz com relação a este problema utilizando novamente os dados elaborados pelo Prof. Alexander Swoboda, agora com relação à oferta monetária mundial. Nas suas tabelas, podem ser notados claramente três anos de intenso aperto monetário: 1966, 1969 e 1974. Não é coincidência que imediatamente após estes apertos tivéssemos desfavoráveis repercussões sobre variáveis reais — sobre quantidades — resultando nas recessões de 67, 69-70 e 74-75. Também não é coincidência que os preços tenham sido finalmente afetados, apesar de alguma defasagem, resultando em desaceleração da inflação. Da mesma maneira, as violentas acelerações monetárias de 67 e do período 70-73 ajudaram a provocar um *boom* econômico inicial, refletindo favoravelmente sobre as variáveis reais numa fase inicial. Mas eles tiveram como efeito final, com alguma defasagem, é claro, a aceleração da inflação mundial.

É isto justamente o que a teoria econômica sugere: um efeito monetário temporário de curto prazo sobre as variáveis reais e um efeito permanente de longo prazo sobre os preços. Em outras palavras, políticas monetárias do tipo *stop and go* foram responsáveis por estes ciclos econômicos, que culminaram na *stagflation* de 74 e 75. Evidentemente, como indicou o Prof. Alexander Swoboda, a crise do petróleo dificultou mais ainda a situação de 74 e 75. Uma consequência desses modelos cíclicos

cos é que os anos de 1976 e 1977 deverão se caracterizar por recuperação e crescimento da economia mundial, conjugados inicialmente com desaceleração da inflação e, posteriormente, com nova aceleração inflacionária, como consequência da nova aceleração monetária de 1975. Devo dizer que, em certo sentido, movimentos cíclicos semelhantes têm ocorrido no Brasil e, infelizmente, estamos aparentemente entrando na fase difícil do ciclo.

Eu não pretendo descrever aqui a teoria relativa à divisão dos efeitos monetários a curto prazo sobre preços e sobre produto. Devo apenas mencionar que, simplificada, se trata de uma conjugação da chamada "curva de Phillips" com a teoria quantitativa da moeda e com hipóteses sobre formação de expectativas inflacionárias. Esta teoria explica adequadamente o fenômeno da *stagflation*, e posso citar os trabalhos de Phillips, Friedman, Phelps, Sargent, Parkin e Laidler entre outros e, no Brasil, Pastore e Almonacid.

Voltando mais especificamente ao trabalho do Prof. Alexander Swoboda, quero sugerir então que estas considerações que fiz sobre os efeitos monetários de curto prazo ajudam a conciliar ainda mais alguns números apresentados pelo Prof. Swoboda com a sua tese básica de que as taxas mais altas de inflação, no mundo, são basicamente explicadas pelas taxas mais altas de expansão monetária.

Quem observar os dados por ele apresentados na tabela 2 poderá, inicialmente, ficar confuso com o fato de que entre a década de 60 e o período 70-73 a aceleração monetária foi muito maior do que a aceleração inflacionária. Mas isto é perfeitamente explicável pelas teorias que comentei, já que 1971-73 foi um período de intenso crescimento, com taxas muito acima das médias de longo prazo. Em consequência, é natural que a diferença entre a expansão monetária e a inflação seja maior no período 70-73 do que nos períodos anteriores.

Assim, quando falamos em longo prazo para explicação monetária da inflação mundial, temos realmente de considerar pelo menos cinco anos ou até mais. No curto prazo, a relação entre preços e moedas é muito menos precisa, devendo-se então passar a considerar a relação entre moeda e produto ou renda nominal. A divisão deste produto nominal entre preços e produto real vai depender então da chamada "curva de Phillips" e das expectativas inflacionárias.

Este parece ser um bom momento para frisar que o dilema entre inflação e recessão, sugerido pela "curva de Phillips", só existe a curto prazo. É verdade que, para desacelerar a inflação, uma recessão pode ser

causada, em consequência da desaceleração monetária, como ocorreu em 1974 nos países industriais. Mas, como bem lembra o Prof. Alexander Swoboda, isto é apenas temporário e a longo prazo a moeda só afeta os preços. De qualquer maneira, o dilema de curto prazo é muito importante, como se pode observar nas decisões de política econômica em 1974 e 75, e certamente merecia mais atenção por parte do Prof. Alexander Swoboda. Eu voltarei a este ponto mais adiante, quando falar um pouco sobre Brasil.

Passando para outro tópico, gostaria apenas de dizer duas palavras sobre o paradoxo discutido pelo Prof. Alexander Swoboda de que a mais intensa aceleração inflacionária ocorreu justamente em 73-74, quando o mundo adotou taxas flexíveis de câmbio. Como ele mesmo demonstrou, com taxas fixas todos os países estão amarrados a uma mesma taxa de inflação, a qual é, em última análise, causada pela expansão monetária mundial. Já com taxas flexíveis o mesmo não deve acontecer, porque a maior independência para a política monetária leva a uma tendência para maior divergência nas taxas de inflação. Mas o fato é que, apesar da maior divergência que realmente se verificou, a média da inflação de fato se acelerou no período recente de taxas flexíveis.

As explicações dadas pelo Prof. Alexander Swoboda para este paradoxo são plausíveis, mas eu gostaria de sugerir uma outra possibilidade. Simplesmente, pode-se argumentar que o que temos atualmente na economia mundial é um meio-termo entre taxas fixas e flexíveis, uma espécie de “flexibilidade administrada”, que pode vir a ser pior do que qualquer um dos dois extremos, com as desvantagens de ambos e sem as suas vantagens.

Quanto à análise do conferencista sobre o preço do petróleo eu concordo plenamente com ela, principalmente com as observações do professor a respeito de políticas monetárias passivas, que acomodam variações de preços relativos.

No que diz respeito às suas conclusões, devo dizer que um sistema menos inflacionista é certamente um de verdadeiras taxas flexíveis, o qual, pelo menos, permite que os países que não gostam de inflação possam evitá-la. De qualquer maneira, é preciso ainda frisar que o sistema atual, mesmo não sendo perfeito, como já dissemos, foi capaz de absorver o choque do petróleo sem a ocorrência de crises monetárias sérias.

Finalmente, tenho algumas palavras finais sobre a *stagflation* e o Brasil. Claramente, uma recessão mundial como a de 74 e 75 prejudica o volume das exportações brasileiras. Por outro lado, as importações

dependem da renda interna brasileira. Assim, quando o crescimento mundial é nulo ou negativo e a economia brasileira prossegue crescendo rapidamente, como ocorreu em 74, tem-se certamente um grande desequilíbrio na balança comercial. Já os efeitos da inflação mundial sobre a economia brasileira ocorrem por diversos canais, tendendo a melhorar o balanço de pagamentos, mas aumentar a taxa de inflação. Porém, ao contrário do que se pensa, não há muita novidade na análise desses efeitos, já que eles são exatamente iguais aos de uma desvalorização cambial. E, com esta, o Brasil já está familiarizado há muitos anos. A dificuldade recente foi que, principalmente por causa do petróleo, 1974 se caracterizou por grande deterioração na relação de trocas do país, com aumento muito maior nos preços de produtos importados do que nos preços de exportações. Tudo isso ajudou a promover a aceleração inflacionária e o enorme *deficit* na conta corrente do balanço de pagamentos do Brasil em 1974.

Tanto os efeitos da recessão mundial como os da deterioração na relação de trocas podem ser evidentemente contrabalançados pela política de desvalorizações cambiais. Mas há certamente uma limitação a maiores desvalorizações, que são os efeitos inflacionários, o que iria requerer políticas compensatórias restritivas no campo monetário e fiscal. Esta talvez seja a limitação mais importante. Quanto aos efeitos negativos da desvalorização cambial sobre a conta de capital do balanço de pagamentos, eles só ocorrem porque as taxas de juros internas estão controladas. Assim, um relaxamento paralelo nos controles sobre os juros seria certamente útil. Até certo ponto, medidas recentes governamentais parecem sugerir que algumas das políticas que acabo de mencionar já estão sendo adotadas, pelo menos parcialmente.

Há certamente um custo para baixar a inflação e corrigir o balanço de pagamentos ao mesmo tempo, e esse custo é a ocorrência de baixas taxas de crescimento do produto real. Mas esse custo, como já frisamos na discussão do trabalho do Prof. Alexander Swoboda, tem caráter temporário. Certamente, as autoridades farão uma espécie de análise intertemporal de custos e benefícios, para saber se os custos imediatos são compensados pelos benefícios, que só aparecerão no futuro. Aparentemente, pode-se dizer que as autoridades descontam o futuro a taxas de descontos muito altas, preocupando-se mais com custos imediatos do que com benefícios futuros, e preferindo assim o gradualismo ao tratamento de choque. Se o futuro não fosse descontado, a preferência seria certamente o tratamento de choque.

Comentário

Octavio Gouvêa de Bulhões

É expressiva a aceleração das taxas de acréscimo de suprimento monetário, indicada pelo conferencista, no conjunto dos principais países desenvolvidos. A taxa média de aumento de 4%, que prevalecia no período de 1957-1961, passou para 14% no período de 1971-1973. Disse o conferencista que essas percentagens, no Brasil, não têm importância. De fato, para nós, 4%, 14% não significam muito, mas o fato de, na Europa, haverem passado de 4% para 14% é sério, mesmo para o Brasil. A expansão do suprimento monetário causadora de surtos inflacionários, muito bem explicada pelo conferencista, provém da acumulação crescente de reservas, com proporções cada vez maiores de moeda americana. Em 1961, a soma das reservas monetárias indicava US\$ 61 bilhões de cambiais. Em 1973, as reservas sobem para US\$ 187 bilhões, com a participação de US\$ 126 bilhões em cambiais, e em sua maior parte de origem americana.

Com essas informações estatísticas, confirma-se a observação do Prof. Harry Johnson de que grande parte da inflação mundial é originada pela inflação americana. Creio que devo fazer algumas ressalvas a esse respeito. E essas ressalvas são feitas no sentido de corrigir um pouco as críticas e

defender um pouco as autoridades monetárias, porque este assunto, a meu ver, precisa de explicações mais detalhadas. Não vou, portanto, abordar assuntos técnicos da conferência, porque isso o Lemgruber fez com toda precisão e competência. Vou fazer algumas divagações, mas que me parecem procedentes.

Começo por defender um pouco a Bretton-Woods. Está na moda atacar Bretton-Woods; então vou procurar defender. Note-se que, na época, foram apresentados dois projetos: um de origem americana e outro de origem inglesa. O primeiro, um modesto fundo monetário imaginado pelos americanos, relativamente conservador; e outro a *clearing-union* de Keynes, extraordinariamente ambicioso. Nós estamos marchando para a *clearing-union*, e deixando o projeto anterior, mas que era adequado na época. Mas tanto o projeto americano como o inglês tinham o pressuposto de uma moeda internacional. Foi o enorme prestígio do dólar, por ocasião da instalação do Fundo Monetário Internacional, que afastou a preocupação de adotar-se, de início, a moeda internacional. O dólar já era a moeda internacional da época, e ninguém cogitava de substituí-lo.

Os executores da iniciação do Fundo Monetário esqueceram-se, porém, de que, por maior prestígio que disponha uma moeda nacional, ela envolve fraquezas inerentes às inconsistências da política interna de cada país. A consagração do dólar como moeda internacional trouxe sérios embaraços aos próprios Estados Unidos. Durante vários anos, esse país sofreu consecutivamente de um desequilíbrio do balanço de pagamentos, que teria sido facilmente corrigido se o dólar fosse depreciado. Com a depreciação do dólar, haveria menor saída de capitais para os outros países e os americanos não teriam sofrido a avalanche da importação de mercadorias, que sofreram durante vários anos.

Mas, sendo o dólar oficialmente a moeda internacional, a moeda-padrão do mundo, a ninguém ocorria recomendar a sua depreciação. Não se propõe o encurtamento do metro, nem o emagrecimento do quilo. Como os americanos não pudessem desvalorizar oficialmente o que efetivamente estava sendo desvalorizado, recorreram à absurda idéia da revalorização das demais moedas. O dólar, moeda internacional, tornou-se o leito de Procrusto, onde eram esticadas as pernas do marco, do iene, do franco suíço e de várias outras moedas, umas mais resistentes e outras mais fracas.

Com isso, a especulação aumentou consideravelmente, porque além das saídas onde se aguardava a depreciação, passou a haver a belíssima perspectiva da entrada, onde se aguardava a valorização. Nunca vi os especuladores mais contentes, e mais tristes os diretores do Banco Central.

A disciplina das relações das taxas de câmbio entrou em colapso. Passou-se a falar em taxa flexível, como se paridade dos valores fosse sinônimo de flexibilidade obtusa.

Outra observação: qual o motivo do considerável acréscimo do suprimento monetário? Na verdade, há dois decênios que as autoridades monetárias usam com intensidade da expansão de crédito acompanhada da expansão de suprimento da moeda. Mas serão tão distraídas as autoridades monetárias, que não percebam o mal da expansão do crédito? Créditos de 30, 25, 15% de um ano para o outro? Mas é que as autoridades sabem o quanto é penoso deixar as empresas desprovidas de recursos. E, como os governos não percebem que o exagero do imposto de renda enfraquece consideravelmente as empresas, pelo menos as autoridades monetárias procuravam suprir essa deficiência. E se tiverem a paciência de compulsar as contas nacionais, que é uma leitura indigesta mas muito útil, verão que, a partir de 1950, a parcela relativa de dividendos cai mais ou menos de uns 13 ou 14% para zero vírgula e tanto. E a parcela de juros aumenta consideravelmente. Dentro desse panorama, não há autoridade monetária que possa evitar a inflação. Deus guarde as autoridades monetárias e elucide os políticos e os homens do fisco.

Comentário

Alexander Swoboda

Em primeiro lugar, devo dizer que concordo plenamente com a apresentação do Prof. Lemgruber do quadro a curto prazo e, de fato, a situação é muito semelhante ao que ele descreveu. Há algumas pequenas dificuldades em precisar certos pontos estatísticos sobre aquele período — nós tentamos resolvê-los, mas ainda não conseguimos. Eu gostaria apenas de assinalar uma questão. Não acho que nós, “economistas monetários” (e eu detesto o rótulo de “monetaristas”; se sou um “monetarista”, sou também um keynesiano), participamos de um jogo de atacar banqueiros de bancos centrais ou de atacar os Estados Unidos. Penso que devemos ser muito cuidadosos e peço desculpas por cometer deslizes de linguagem algumas vezes.

O fato de se afirmar que a inflação mundial do final da década de 60 e do início dos anos 70 se deve em grande parte à política monetária americana não significa que estejamos culpando os Estados Unidos por todos os males do mundo, nem significa que, sem o sistema existente, a taxa inflacionária internacional seria menor. Isto quer dizer que o sis-

tema funcionou de tal forma que o principal fator determinante da inflação mundial foram os Estados Unidos.

Se houvesse uma taxa cambial flexível, poderia acontecer que a taxa de inflação fosse mais elevada, e é este o meu único ponto de discordância do Prof. Lemgruber — quando ele afirma que uma taxa cambial verdadeiramente flexível certamente causaria menos inflação na economia mundial. Não há nenhuma razão que confirme este ponto de vista. Na verdade, há razões que nos levam a crer que choques monetários podem se cancelar mutuamente de forma mais eficaz sob taxas cambiais fixas. E, se houver algum tipo de política de reação contra choques monetários, o sistema de taxa cambial fixa pode ser o mais adequado.

A muito longo prazo, eu pessoalmente gostaria de ver a economia mundial — ou pelo menos a economia do mundo industrializado — retornar para um sistema de taxas cambiais fixas.

Comentário

Paulo Lyra

A palestra do Prof. Alexander Swoboda — realmente muito interessante — apresenta os dados que permitem compreender a longo prazo o desenrolar da situação mundial e a aceleração inflacionária; e creio que as observações do Prof. Lemgruber enriqueceram bastante o entendimento, em termos desses efeitos de curto prazo da política monetária, as quantidades e os preços, e que têm, obviamente, uma aplicabilidade geral de país para país.

Quanto à conferência do Prof. Alexander Swoboda, propriamente, no seu fecho alude à questão da reforma do sistema monetário internacional e, nas suas observações às palavras dos Profs. Bulhões e Lemgruber, referiu-se ao problema de que a oferta básica da liquidez internacional transcorreu fundamentalmente na dependência dos *deficits* do balanço de pagamento norte-americano. Essa é realmente umas das assimetrias fundamentais do sistema que prevaleceu durante o regime de taxas fixas e que agora se vai ajustando com a maior flexibilidade das taxas. E é exatamente este aspecto, de que a oferta de liquidez internacional dependia essencialmente do *deficit* do balanço americano, que se buscava resolver

com a reforma do sistema monetário internacional através da criação de Direitos Especiais de Saque.

Creio que é oportuno assinalar que durante bastante tempo os *deficits* do balanço de pagamentos americanos foram bem-vindos dentro do sistema, no sentido de que eles foram a fonte da criação da liquidez monetária internacional, necessária à lubrificação da expansão do comércio e das trocas internacionais. Houve, depois de uma certa fase, particularmente a partir das dificuldades causadas pela Guerra do Vietnã e do financiamento inadequado dessa guerra, uma situação inflacionária interna que provocou um excesso de criação monetária, por sua vez responsável por um aumento exagerado da liquidez monetária internacional. Isso mostra que a essência da reforma do sistema monetário internacional reside exatamente em buscar esse resultado, que parece um pouco utópico, de controlar a liquidez monetária internacional.

Essa é, em última análise, a peça básica da reforma que os países do mundo ocidental se propuseram mais recentemente, através das reuniões do Comitê dos 20, que acabaram chegando a um impasse e que continua nesse mesmo estado. A dificuldade da proposição em si mesma, ilustra a dificuldade de se chegar a um acordo sobre essa matéria. Mas, realmente, enquanto não existir um clima de entendimento nas relações internacionais, tal que se permita chegar a um acordo internacional sobre essa matéria, creio que continuaremos a assistir um certo grau de tumulto natural no funcionamento da economia internacional. A essência de todo o exercício, eu repito, é essa tentativa de regular o suprimento da liquidez monetária internacional através da criação do Direito Especial de Saque.

Assinalaria que parecemos estar numa fase bastante crítica nesse esforço de utilização do instrumento — o direito especial de saque — que é uma criação de moeda *ex-nihilo* e que existe desde 1967, data da reunião do Fundo Monetário Internacional aqui no Rio de Janeiro, mas que, obviamente, como instrumento, tem-se aperfeiçoado para ganhar a posição da reserva mais importante no estoque de liquidez internacional de cada país.

Está esse exercício em vias de sofrer uma séria *débauche*, porque toda a essência do exercício até aqui, no sentido de se evitar que a provisão de liquidez fosse feita através do *deficit* do balanço de pagamentos americano, residia, por outro lado, também no propósito de impedir que essa liquidez fosse proporcionada através da elevação dos preços do ouro, porque se considerava que essa era uma forma irracional de prover a

liquidez internacional. Os senhores sabem que o preço do ouro, durante muito tempo, foi mantido a US\$ 35 por onça; passou a US\$ 42 e depois foi mantido assim entre as autoridades monetárias, mas o preço no mercado livre foi liberado, e o *pool* de 68, entre as autoridades, também desapareceu, de modo que passou a existir uma decalagem profunda entre o preço oficial do ouro e o preço do mercado. Agora, se discute na comunidade internacional uma possibilidade de liberação oficial do preço do ouro, que provocará um reconhecimento de fato da liquidez internacional na mão das autoridades em volumes vastíssimos e que jamais foram considerados nos exercícios de criação do direito especial de saque, situação essa que é a própria negação do espírito da reforma do sistema monetário internacional. Essa é uma situação bastante séria e que os países, sobretudo aqueles que sofrerão os efeitos, procuram apontar, mas se defrontam com as realidades das forças que operam no cenário da política internacional de modo geral.

Uma pequena observação a respeito desse eterno debate acadêmico entre taxas inteiramente flexíveis e taxas rígidas. Eu creio que, nessa época em que os governos se preocupam com o preço da carne, o preço do pão e o preço dos ovos, pensar que as autoridades vão aceitar um sistema em que as taxas de câmbio — que são preços essenciais ao funcionamento da economia — sejam conduzidas pelas forças de mercado, é um extremo academicismo e obviamente não tem a menor condição de ser jamais considerado pelas autoridades monetárias, que têm a responsabilidade das decisões da vida econômica de um país. Acredito que seria uma contribuição bastante mais objetiva abandonar este tipo de discussão e partir para uma consideração mais objetiva de taxas com um certo grau de flexibilidade administrada, que realmente se prevê para o futuro, e do qual o Brasil teve uma experiência positiva.

Quanto a certas observações *en passant*, feitas pelo Prof. Lemgruber sobre a situação brasileira, me permitiria alguns comentários, no sentido de aproveitar esta oportunidade. Creio que no exame do problema de relações de trocas no ano passado, é necessário se separar bastante o efeito sobre as relações de troca da elevação dos preços de petróleo e dos demais preços de importação, com relação ao comportamento dos preços de exportação. Segundo os dados que nós temos no Banco Central, se excluirmos o comportamento do preço do petróleo e deixarmos todas as demais mercadorias, não se registra uma deterioração das relações de troca no ano passado. Isso é um elemento factual, que considero passível de maiores pesquisas, inclusive com os próprios técnicos da Fundação Getúlio Vargas.

Quanto ao problema da taxa de juros, que foi mencionado, obviamente para um país importador de capital como é o Brasil, há que preocupar-se sempre com o relacionamento da taxa de juros interna *vis-à-vis* com a taxa de juros praticada nos grandes centros financeiros internacionais, em particular o mercado de eurodólar. E isso é obviamente objeto de um acompanhamento diuturno por parte das autoridades.

No ano passado, creio que se mostrou um bom grau de flexibilidade, ao se ajustar a taxa de juros interna àquela elevação da taxa de eurodólar, que atingiu a certos níveis, numa fase do ano, chegando a ultrapassar 12%, indo por um breve período até 14% e depois caindo. Nessa fase, que obviamente tornou o custo do dinheiro externo superior ao interno, foram tomadas providências. Especificamente, se elevou a taxa de juros interna — os senhores se lembram que a taxa de juros cobrada pelos bancos de investimentos, provedores de recursos que substituem os recursos externos, foi elevada pelas autoridades para 33%. Além disso, criou-se novo instrumento de política econômica, aliás uma atitude bastante útil das autoridades, aproveitando-se de cada uma dessas situações para ir aumentando o arsenal de instrumentos de política econômica. Criou-se também a variação do imposto sobre a remessa de juros para o exterior, 25% da remessa, permitindo que as autoridades reduzam esse valor de modo a compatibilizar o custo externo com o interno, o que foi feito no ano passado, baixando-se de 25% para 5%, a fim de restabelecer a atratividade forte no levantamento de recursos externos, medida também bastante eficiente.

As autoridades monetárias do Brasil, obviamente, se preocupam de uma forma bastante aguda com esse problema das chamadas políticas *stop and go*, que nós temos mais brasileiroamente chamado de “anda-pára”, a fim de que o suprimento de crédito às atividades produtivas se possa fazer de uma forma não-espasmódica e de uma maneira mais continuada. Creio que as solicitações divinas do Dr. Bulhões são muito bem-vindas por parte das autoridades monetárias, e que com a ajuda de Deus vai-se conseguir muito nessa matéria.

Finalmente eu me referiria ao título dessa própria série que é *The World Economic Crisis*. Creio que ele reflete um estado de excitação internacional, e que foi também mencionado na palestra do Prof. Alexander Swoboda. E é interessante para nós, brasileiros, avaliarmos um pouco a razão de uma certa histeria internacional sobre a matéria. Temos tentado uma explicação de por que se gerou uma situação tão crítica, por que os líderes do mundo ocidental da maior responsabilidade, hoje

inclusive alçados à posição de presidência da república, e com grande embasamento técnico, anunciavam o fim do mundo econômico e a implantação do caos.

Creio que existem algumas explicações. Não me estenderei muito, mas é útil fixar alguns pontos. Primeiro, tínhamos uma situação que já se vinha mostrando difícil, como o Prof. Alexander Swoboda mostrou com seus dados, ao longo de um certo tempo e que estava associada nestes últimos anos de 72-73, como o Prof. Lemgruber mencionou, a altíssimas taxas de desenvolvimento em termos reais da economia do mundo ocidental. Isto é: houve uma situação de *boom* praticamente em todos os países. Há bastante tempo não se assistia no mundo ocidental um estado de tanta euforia na economia mundial em todos os países simultaneamente, porque no passado certos climas de euforia ou de progresso rápido em determinados países importantes eram de certa forma amortecidos por situações menos favoráveis em outras áreas.

Havia uma certa compensação que, talvez por esse mecanismo de transmissão referido pelo Prof. Alexander Swoboda, associado a elementos sociológicos de maior pressão salarial e menor resistência às demandas trabalhistas, resultou num *boom* em todos os países do mundo industrial do OCDE.

E, diante de tal situação, que parecia a chegada do paraíso, perde-se de repente esse paraíso através de uma mudança muito rápida. Cremos então que, com o reajuste violento e brusco dos preços do petróleo, a crise veio de uma forma bastante chocante e brutal. Essa mudança de um mundo extremamente favorável e eufórico para um mundo de alto grau de indefinição, criou a atmosfera propícia à geração dessa histeria coletiva.

Por outro lado, essa incerteza que invade os países do mundo industrializado se deve, segundo a nossa tentativa de interpretação, a três elementos. Em primeiro lugar, a prevalência dessa famosa *stagflation*, ou dita de uma forma menos hábil pelo Prof. Burns, nos Estados Unidos: a "inflação latino-americana". Os países do mundo industrial começaram a aprender que, afinal de contas a inflação não é apenas um problema de falta de caráter latino-americano, mas tem alguns outros ingredientes. Esse aparecimento simultâneo, nos países industriais, de inflações jamais assistidas por eles, e que imaginavam nunca apareceriam em suas economias, criou, junto com todos os problemas que provoca, uma inflação não esperada e aguda, um grau de incerteza, de medo do desconhecido. E nós sabemos que uma das mais eficientes fontes geradoras

da incerteza é justamente o medo do desconhecido, o velho problema da terra incógnita.

Em segundo lugar, sobre isso se acumula o problema do financiamento dos *deficits* ligados às compras do petróleo. Como foi dito aqui, os países tenderam, obviamente, a adotar políticas monetárias acomodatórias, a fim de não reduzir drasticamente os níveis de produção, mas permitir que através de financiamentos se materializassem esses *deficits* nos seus balanços em conta corrente. Havia, portanto, o problema de financiar o *deficit* dos balanços correntes. Ora, nós somos velhos, traquejados e habituais importadores de capital e sabemos que não há nada de mais com um *deficit* em conta corrente, sobretudo para nós que somos um país importador de capital. Sabemos disso desde que esse *deficit* seja financiado adequadamente, isto é, o problema não é o *deficit*, mas a forma de seu financiamento. E, necessariamente, dada a maneira pela qual se organiza a economia mundial no dia de hoje, tal *deficit* tem de ser financiado basicamente através da formação de dívidas. É o problema de endividamento externo, já fartamente discutido no Brasil, e que passou a ser um problema novo para os países citados, sobretudo depois que, em alguns centros de maior respeitabilidade, foram elaboradas cifras que mostravam números vastíssimos e crescentes, ao longo do tempo. O problema do endividamento externo passou a constituir uma preocupação. A falta de racionalidade neste assunto, infelizmente, não é monopólio nosso; eles cometeram as mesmas falácias que temos assistido entre nós, e disseram as mesmas impropriedades sobre essa matéria. E isso também criou de novo o defrontamento com um desconhecido.

Finalmente, um elemento bastante evidente, mas obviamente de grande complexidade, que é a mudança na estrutura do poder financeiro do mundo. Porque de repente, uns senhores, que se supunha deveriam viver na areia montando os camelos e de albornoz ao vento, passaram a deter uma parcela substancial das reservas internacionais e controlar o manejo dessas aplicações nos grandes centros internacionais. Isso é: o centro de poder na orientação desses recursos mudou de centros tradicionais — de Londres, de Nova York e talvez de Paris; mudou essa configuração de forças, o que também é um elemento que contribui para a incerteza.

Juntando as peças desse quebra-cabeças complicado, isto é: as condições de mudança rápida e violenta e o fato de que surgiu uma série de problemas novos, geradores de medo do desconhecido (o problema da inflação violenta e disseminada, o problema do financiamento de uma forma quase permanente do *deficit* em conta corrente e o problema

da mudança da estrutura do poder), surge essa imagem do mundo à beira de um abismo.

Sabemos quantas vezes já se disse que o Brasil ia despenhar de um abismo. Mas o Brasil cresceu demais para caber num abismo, e isso faz parte do problema com que se defronta a economia mundial. Nós sabemos, por experiência anterior, que esses assuntos tendem a ir sendo mastigados e deglutidos, e as soluções vão aparecendo. E, nos dias que correm, o noticiário econômico apresenta os primeiros sinais de melhoria quanto à maior abundância de fundos no mercado internacional, e quanto a um otimismo a respeito dos níveis de produção esperados nas economias do mundo ocidental. Já se começa a falar um pouco — o próprio Prof. Lemgruber o mencionou aqui, na conferência de hoje — na perspectiva de uma retomada mais rápida dos níveis de produção no mundo industrial, inclusive com a perspectiva de nova aceleração da inflação. É a promessa de um clima bem melhor que esse em que temos vivido.