

Senhoriagem e repressão: os ritmos monetários da América Latina*

Eliana A. Cardoso**

*"Se a inflação fosse um cavalo, eu a teria domado."
(General João Figueiredo, presidente do Brasil de 1979 a 1985)*

Este artigo estuda o fenômeno inflacionário latino-americano pela perspectiva do orçamento do governo e do equilíbrio externo. Depois de uma breve revisão do paradigma clássico e de suas críticas, desenvolve-se um modelo que expande a restrição orçamentária, típica dos modelos de senhoriagem, de forma a incluir a restrição do balanço de pagamentos e uma função de demanda de moeda que depende da taxa de juros. A expansão do modelo de moeda-bens do monetarismo através da introdução do mercado financeiro e da dívida externa dá ao modelo maior realismo e permite a consideração da dinâmica da inflação com base no comportamento das taxas de juros. O modelo é utilizado para simular as experiências inflacionárias recentes dos países latino-americanos e para comparar os programas de estabilização ortodoxo e heterodoxo.

1. Introdução; 2. Paradigma; 3. Modelo; 4. Racionamento do crédito externo; 5. Fuga da moeda e dolarização; 6. Choques de oferta; 7. Desinflação: ortodoxia; 8. Monetarismo global; 9. Heterodoxia; 10. Conclusões.

1. Introdução

Estabilidade de preços na América Latina é acontecimento raro. Elevadas quando comparadas com a inflação nos países industrializados, as taxas de inflação na América Latina divergem substancialmente do ponto de vista histórico. Mas elas cresceram significativamente em todos os países latino-americanos durante o início dos anos 80.

A tabela 1 divide os países latino-americanos (exceto Cuba e Nicarágua) em três grupos. Os países com inflação alta têm experimentado taxas médias anuais de inflação superiores a 30% durante os últimos 25 anos. Todos os países desse grupo estão situados abaixo da linha do equador. Em 1987, o México esteve se preparando para atravessar a linha divisória.

Este trabalho examina o fenômeno inflacionário pela perspectiva do orçamento e do equilíbrio externo. Ele começa com uma breve revisão do paradigma clássico e de suas críticas e, a seguir, apresenta um modelo que é utilizado para

*Agradeço a Elhanan Helpman e Daniel Dantas, pelas úteis discussões, e, especialmente, a Rudi Dornbusch, pelas sugestões e comentários.

**Da Fletcher School, Tufts University (Medford, Mass., EUA).

R. Bras. Econ.	Rio de Janeiro	v. 42	nº 4	p. 371-94	out./dez. 1988
----------------	----------------	-------	------	-----------	----------------

Tabela 1
 Percentagem anual das taxas de inflação na América Latina
 (1960-85)

Discriminação	1960-9	1970-9	1980-5
Países com inflação alta			
Argentina	22,9	132,8	335,5
Bolívia	6,3	15,9	2.251,5
Brasil	45,8	30,5	142,0
Chile	25,1	174,0	23,8
Peru	9,8	26,5	97,3
Uruguai	50,1	59,3	48,9
Média ponderada ¹	36,6	53,7	224,0
Países com inflação média			
Colômbia	11,2	19,3	23,1
Costa Rica	2,0	10,4	34,2
Equador	4,2	11,9	25,6
México	2,7	14,7	56,4
Paraguai	4,3	11,1	17,0
Média ponderada ¹	4,7	15,3	45,1
Países com inflação baixa			
República Dominicana	1,3	9,2	16,9
El Salvador	0,4	9,4	15,2
Guatemala	0,5	8,9	8,2
Haiti	2,2	9,2	10,6
Honduras	1,9	6,6	8,8
Panamá	1,0	6,0	5,0
Venezuela	1,1	6,6	12,9
Média ponderada ¹	1,1	7,9	11,9

Fonte: IMF. *International financial statistics*.

¹ Pesos iguais à participação da população de cada país em seu grupo.

avaliar as experiências dos países latino-americanos e para comparar duas escolas alternativas de pensamento: a ortodoxia e a heterodoxia.

2. Paradigma

O paradigma clássico das inflações altas e prolongadas se baseia na hipótese de déficits orçamentários financiados por criação de moeda. O mecanismo deste paradigma é descrito a seguir. O montante da receita que o governo pode conseguir imprimindo moeda depende de quão rápido o governo aumenta a base monetária, assim como de quanta moeda os agentes desejam manter em seu poder. À medida que o crescimento da moeda aumenta, a receita proveniente da senhoriação aumenta, juntamente com a inflação. Mas à medida que a inflação sobe, as pessoas economizam em encaixes reais, pois a manutenção desses torna-se mais e mais onerosa. Dessa forma, a senhoriação cresce menos que proporcional-

mente à aceleração no crescimento da moeda e da inflação. Se o déficit a ser financiado é muito grande, a inflação se torna tão alta que nenhuma aceleração no crescimento da moeda pode produzir um aumento na senhoriagem real.

Quanta receita um governo na América Latina obtém da impressão de moeda? Podemos explicar a inflação na América Latina pelo uso do modelo anterior?

Muitos economistas têm observado que os déficits orçamentários na América Latina não mostram uma correlação forte e positiva com a taxa de inflação, concluindo que o orçamento não é a origem da pressão inflacionária na América Latina. Na maioria dos países latino-americanos, a relação existente entre senhoriagem (como participação no PIB) e inflação não é clara, como pode ser visto na tabela 2. Desta forma, os modelos de senhoriagem têm sido postos de lado por um grande número de economistas.

Tabela 2
Senhoriagem e inflação
(países selecionados)

Ano	Argentina		Brasil		Chile		México	
	$\Delta H/\text{PIB}$	π	$\Delta H/\text{PIB}$	π	$\Delta H/\text{PIB}$	π	$\Delta H/\text{PIB}$	π
1978	4,2	175,5	2,0	38,7	3,4	40,1	3,6	17,5
1979	3,2	159,5	3,3	52,7	2,5	33,4	4,3	18,2
1980	3,0	100,8	2,0	82,8	2,4	35,1	4,9	26,4
1981	2,5	104,5	2,0	105,6	-0,7	19,7	5,5	27,9
1982	3,9	164,8	2,1	97,8	-1,7	9,9	10,9	58,9
1983	5,5	343,8	2,0	142,1	0,7	27,3	6,7	101,8
1984	5,1	626,7	2,7	197,0	0,8	19,9	5,8	65,5
1985	4,3	672,1	2,7	226,9	1,0	30,7	1,8	57,7
1986	2,6	90,1	3,6	145,2	n.d.	19,5	1,8	86,2

Fonte: FMI. *International financial statistics*.

Obs.: Senhoriagem (ΔH) é o aumento da base monetária (H) definida como linha 14 na *International financial statistics* do FMI, exceto para a Argentina, onde é a linha 14a. π é a taxa anual de inflação dos preços ao consumidor, linha 64.

Essa posição tem gerado diferentes reações. Bruno e Fischer (1986), por exemplo, observam que todos os modelos de senhoriagem são caracterizados por múltiplos equilíbrios. O mesmo déficit orçamentário pode ser financiado em diferentes níveis de inflação. Desta forma, argumentam, a aceleração da inflação mesmo em presença de senhoriagem constante pode ser explicada pelo deslocamento de um equilíbrio com baixa inflação para um equilíbrio com alta inflação.

Helpman e Leiderman (1987) mostram que essa explicação é inconsistente com a evidência empírica. Eles oferecem uma interpretação alternativa que se baseia na observação de que os países em processo de inflação têm frequentemente seguido políticas macroeconômicas insustentáveis no longo prazo. Como resultado, as expectativas com relação a uma futura mudança de política altera a relação entre o déficit orçamentário e a inflação. Especificamente, países onde se

espera que a inflação suba experimentam um aumento da inflação muito antes que as políticas inflacionárias aconteçam.

Esse trabalho desenvolve uma estória bem mais simples. Combinamos o balanço de pagamentos e a restrição orçamentária, e descrevemos a demanda por encaixes reais como uma função da taxa de juros de mercado. A dinâmica da inflação se baseia de maneira crítica no comportamento da taxa de juros. Isso é suficiente para simular a história recente das altas inflações na América Latina.

Anexo 1

A restrição orçamentária

A restrição orçamentária do governo é definida como:

$$(G_t - T_t) + i_t^* E_t D_{t-1} \equiv (K_t - K_{t-1}) + E_t (D_t - D_{t-1}) \quad (A1)$$

onde:

$G_t - T_t \equiv$ déficit orçamentário primário

$i_t^* E_t D_{t-1} \equiv$ pagamento de juros da dívida externa; E é a taxa de câmbio

$D_t - D_{t-1} \equiv$ empréstimos externos

$K_t - K_{t-1} \equiv$ criação de crédito interno, igual à mudança na base monetária (H) menos a mudança nas reservas externas (F):

$$K_t - K_{t-1} \equiv (H_t - H_{t-1}) - E_t (F_t - F_{t-1}) \quad (A2)$$

Considere agora o balanço de pagamentos sob a suposição de que apenas o governo contrai empréstimos externos:

$$F_t - F_{t-1} = NX_t - i_t^* D_{t-1} + (D_t - D_{t-1}) \quad (A3)$$

onde $NX_t \equiv$ conta corrente, excluídos os juros.

Substituímos (A2) e (A3) em (A1) e usamos a definição da taxa de inflação

$$\pi_t \equiv (P_t / P_{t-1}) - 1,$$

para obter (4), onde R = taxa real de câmbio:

$$\begin{aligned} (G_t - T_t) / P_t + R_t NX_t &= (H_t - H_{t-1}) / P_t = \\ &= [(H_t / P_t) - (H_{t-1} / P_{t-1})] + [(H_{t-1} / P_{t-1}) (\pi_t / 1 + \pi_t)] \end{aligned} \quad (A4)$$

Dividindo ambos os lados de (A4) por y_t e definindo

$$(G_t - T_t) / P_t y_t = g, \quad R_t NX_t / y_t = n, \quad H_t / P_t y_t = h_t,$$

obtemos a equação (1) do texto.

Na seção 3 descrevemos o modelo e caracterizamos estados estacionários. Nas seções seguintes usamos o modelo com o intuito de simular a trajetória da inflação dos encaixes reais em resposta a diferentes choques. A seguir, comparamos essas trajetórias teóricas com o comportamento observado da inflação e dos encaixes reais, em resposta a choques similares na Argentina, Bolívia, Brasil, Chile e México (o anexo 2 descreve os dados).

Anexo 2

Dados

- Fontes de dados

FMI. *International Financial statistics*, para todas as figuras; Banco Central do Brasil, para a figura 16; Banco Central da República Argentina, para a figura 17.

- Descrição de dados

Taxas de inflação

Figuras 4, 6, 8, 9, 10 e 11: média, durante o trimestre, da taxa de inflação mensal do IPC (linha 64).

Figuras 13 e 14: taxa de inflação mensal do IPC (linha 64).

Índice da base monetária real

Figura 4 ($1982.1 = 1$): reserva monetária real ajustada sazonalmente no final do trimestre (linha 14 deflacionada pela linha 64).

Figura 6 ($1977.1 = 1$): média, durante o trimestre, da base monetária real, no final do mês, ajustada sazonalmente (linha 14 deflacionada pela linha 64).

Figura 8 ($1977.1 = 1$): média, durante o trimestre, da reserva monetária real no final do mês, ajustada sazonalmente (linha 14 deflacionada pela linha 64).

Figuras 9 e 10 ($1971.1 = 1$): média, durante o trimestre, da reserva monetária real, ajustada sazonalmente no final do mês (linha 14 deflacionada pela linha 64).

Figura 11 ($1975.1 = 1$): média, durante o trimestre, da reserva monetária real, ajustada sazonalmente no final do mês (linha 14 deflacionada pela linha 64).

Figura 13 ($1986.11 = 1$): reserva monetária no final do mês (base monetária na *Conjuntura Econômica*), deflacionada pela linha 64.

Figura 14 ($1982.9 = 1$): base monetária no final do mês, deflacionada pela linha 64.

3. Modelo

O modelo de moeda-bens do monetarismo é inapropriado para as economias latino-americanas, porque deixa de lado mudanças nos déficits não-financiados por criação de moeda. Esse modelo prevê que a senhoriação conduz o sistema. Mas a experiência latino-americana, ao contrário, deve ser interpretada à luz da realidade institucional dos mercados financeiros e da dívida externa.

Existe ainda outra razão por que é necessário um modelo mais completo para lidar com a inflação: é a dinâmica da inflação. Preços completamente flexíveis implicam (feitos os ajustamentos adequados em relação ao crescimento da renda real) a igualdade entre a senhoriação e o imposto inflacionário sobre a base monetária, a qualquer tempo. Entretanto, a observação empírica para a América Latina descarta esta possibilidade. Um aumento na inflação aumenta o imposto inflacionário, mas também aumenta a velocidade de circulação da moeda e reduz a senhoriação.

Quando se descarta a total flexibilidade de preços, diferentes hipóteses sobre a dinâmica de preços podem tornar desinteressantes os modelos de senhoriação, porque se supõe que os detentores de moeda criam níveis de desequilíbrio nos encaixes reais sob controle das autoridades monetárias. Para evitar este comportamento irracional é necessária a introdução do mercado financeiro no modelo. O modelo de senhoriação desenvolvido neste item faz exatamente isso.

Considere uma economia onde a conta corrente é financiada por empréstimos comerciais ou mudanças nas reservas externas. Todo o empréstimo externo é contraído pelo setor público. O governo financia o déficit orçamentário tomando empréstimos no exterior e criando moeda. O anexo 1 mostra como combinar a restrição orçamentária do governo e a equação do balanço de pagamentos a fim de obter uma equação para o comportamento da base monetária real:

$$h_t - h_{t-1} = (g + n) - h_{t-1} \pi_t / (1 + \pi_t) \quad (1)$$

onde h denota a razão entre a base monetária real e a renda; π é a inflação; g é a participação dos componentes internos do déficit orçamentário no produto e n é a participação no produto da conta corrente, excluídos os juros.¹ No caso especial onde, depois de uma década de empréstimos contraídos pelo governo, existe racionamento de crédito externo, a conta corrente, excluídos os juros, se iguala ao pagamento de juros relativos à dívida externa do setor público. Nesse caso especial, a expressão $n + g$ representa o déficit total do governo.

A taxa nominal de juros se ajusta de modo a sempre equilibrar o mercado monetário. Supondo uma equação de demanda de moeda como a em Mundell (1965), podemos escrever:

$$i_t = (1 - \alpha h_t) / \beta h_t \quad (2)$$

A próxima questão se refere à dinâmica da inflação. Suponhamos que a inflação cresce sempre que o nível da taxa real de juros, $i_t - \pi_t$, que equilibra os mercados monetário e de bens, está abaixo da taxa real de juros de pleno emprego, r :

$$\pi_t - \pi_{t-1} = \gamma [r(g, n) - (i_t - \pi_t)] \quad (3)$$

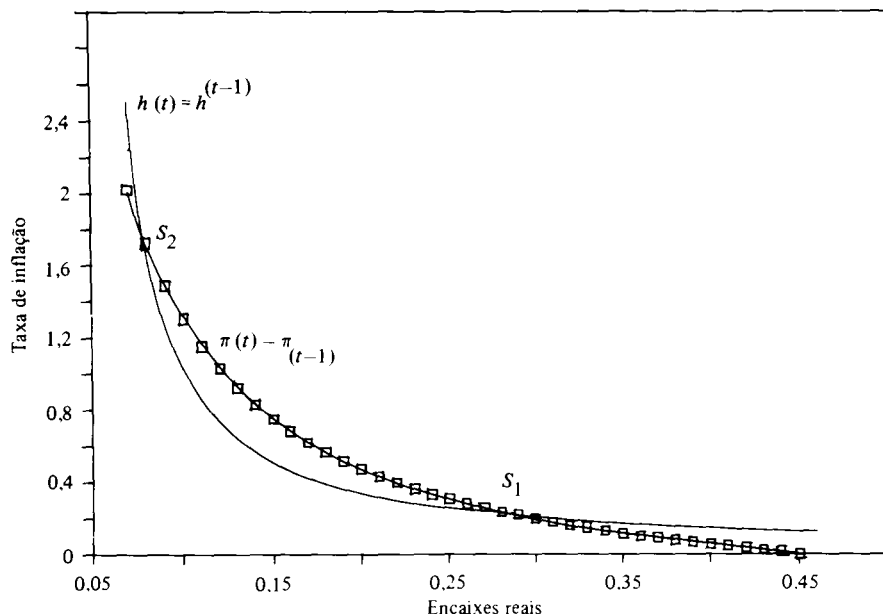
Substituindo (2) em (3), podemos representar o modelo como na figura 1a. A curva $h_t = h_{t-1}$ mostra a restrição orçamentária no estado estacionário. A

¹ Supomos que os responsáveis pela política econômica ajustem gastos e tributos e, desta forma, escolham g . Supomos também que eles escolham a taxa nominal de câmbio e sua taxa de desvalorização. Dado que existe inércia inflacionária, eles na verdade ajustam a taxa real de desvalorização e, desta forma, escolhem n . Naturalmente, a moeda é endógena.

curva $\pi_t = \pi_{t-1}$ mostra a inflação do estado estacionário, isto é, a relação de pleno emprego entre inflação e encaixes reais. Existem dois equilíbrios.

A figura 1b mostra um caso de maior déficit orçamentário (e desta forma, também, de maior taxa real de juros de pleno emprego) em relação à figura 1a. O maior déficit orçamentário em 1b deslocou a curva que representa a restrição orçamentária para a direita, em relação à sua posição na figura 1a. O aumento nos gastos do governo requer maior taxa real de juros de pleno emprego, deslocando, deste modo, para a esquerda em relação a sua posição na figura 1a, a curva que representa a inflação no estado estacionário na figura 1b.

Figura 1a
 $g = 0,5$; $r = 0,3$; $\alpha = 2$; $\beta = 6$



Um outro grande aumento no déficit orçamentário irá eliminar qualquer cruzamento das duas curvas, impossibilitando a existência de uma solução de equilíbrio para o modelo.

Os equilíbrios com alta inflação são instáveis (pontos S_2 e S_2' , figura 1a. e 1b). Se a economia está num equilíbrio de alta inflação, qualquer distúrbio fará com que a inflação se movimente em direção a uma trajetória explosiva.

A natureza da trajetória temporal na vizinhança do equilíbrio com baixa inflação, em ambas as figuras, é a de oscilações; como no modelo *cob web*. A baixa inflação de equilíbrio na figura 1a (ponto S_1) é localmente estável, mas globalmente instável. A baixa inflação de equilíbrio na figura 1b (S_1') é tanto localmente quanto globalmente estável.

A figura 2 mostra como a economia se movimenta de um equilíbrio inicial, S , com um déficit orçamentário relativamente pequeno, para um novo, S' , com

Figura 1b
 $g = 0,06$; $r = 0,035$; $\alpha = 2$; $\beta = 6$

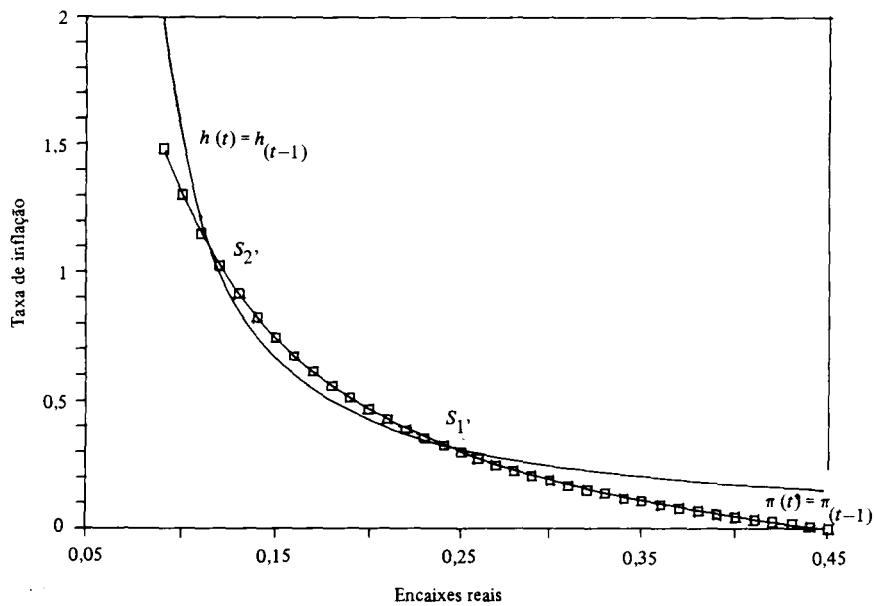
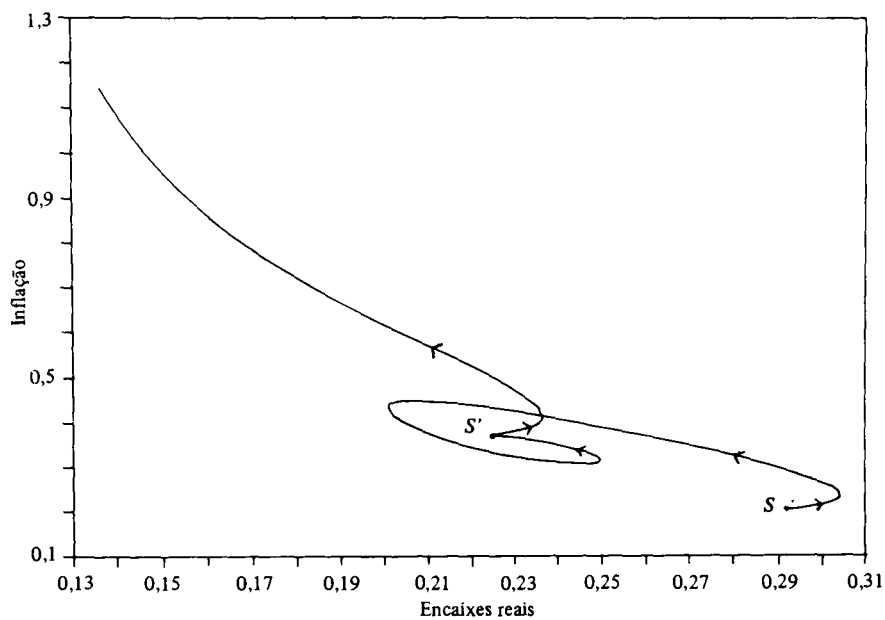


Figura 2



déficit orçamentário e taxa de juros maiores. Com o aumento do déficit orçamentário, a economia se desloca, com oscilações, para o equilíbrio com maior inflação, desde que o novo equilíbrio seja estável. À medida que a moeda aumenta, as taxas nominal e real de juros caem, estimulando a atividade e empurrando para cima a taxa de inflação. Gradualmente, a inflação se iguala à taxa de crescimento da moeda, e então a supera, reduzindo os encaixes reais e aumentando a taxa real de juros.

Dado que existe um limite para o orçamento que pode ser financiado por senhoriação, aumentos futuros no déficit podem resultar numa trajetória explosiva, como mostra a figura 2.

4. Racionamento do crédito externo

Uma rápida inspeção nas equações (1) e (3) torna evidente que um aumento no superávit da conta corrente, excluídos os juros, tem o mesmo impacto e a mesma dinâmica de um aumento no déficit orçamentário anteriormente mostrado.

Considere a recente história econômica da América Latina. Durante os últimos 30 anos, a inflação tem estado claramente ligada ao equilíbrio externo. Déficits em conta corrente facilmente financiados levam à inflação baixa. Entretanto, uma crise na balança de pagamentos, causando uma interrupção na entrada de capitais, significa um salto imediato da taxa de inflação. Isto contrasta fortemente com a visão convencional da inflação ligada simplesmente ao financiamento do déficit orçamentário. A ligação existe; todavia, é mais complexa do que normalmente se supõe.

Enquanto o crédito externo é disponível, a América Latina apresenta rápido crescimento e inflação relativamente baixa. A história da inflação nos anos 80 começa com um governo que tem uma grande dívida externa e subitamente é privado das entradas de capitais externos de que ele necessita para o financiamento dos pagamentos dos juros e dos déficits comerciais. Agora, superávits comerciais terão que produzir os recursos cambiais necessários.

A resposta do governo ao serviço compulsório da dívida tem sido, em parte, o aumento dos tributos e a redução das despesas. Mas também tem sido a compra de divisas do setor privado pelo aumento da dívida interna ou emissão de moeda. Observe que o impacto inflacionário de um superávit comercial não surge necessariamente de um aumento nas reservas externas. Se o superávit comercial é usado no pagamento de juros da dívida do governo e não é contrabalançado por um aumento na tributação, ele irá aumentar a criação de moeda. Não é por acidente que Argentina, Brasil e Bolívia experimentaram uma extraordinária inflação após o choque da dívida em 1982.

Observe também que, para se produzir o superávit comercial, deprecia-se a taxa de câmbio. São bem conhecidas as consequências inflacionárias de uma desvalorização, através do seu impacto sobre os custos dos bens intermediários e finais importados. Mas as desvalorizações também têm um importante impacto sobre o custo interno do serviço da dívida externa. A maior parte da dívida latino-americana é pública. A necessidade da desvalorização com o intuito de ganhar competitividade implica que o serviço da dívida medido em moeda nacional aumenta, e, desta forma, o déficit público medido nessa moeda também aumenta. Isso, por sua vez, aumenta a necessidade de criação de moeda e, assim, a infla-

ção. Nosso modelo capta esse efeito como um aumento da razão entre o superávit comercial real e o produto, em resposta a uma desvalorização real.²

A mais simples ilustração de uma economia se esforçando para servir a dívida por intermédio da geração de superávits comerciais, e desta forma sofrendo um aumento de inflação apesar dos esforços no sentido de cortar o orçamento, é a mostrada adiante, na figura 8, para a economia mexicana após 1983. A situação se torna facilmente complicada quando se considera que as pessoas irão modificar o seu comportamento nessas circunstâncias.

5. Fuga da moeda e dolarização

Considere a possibilidade da demanda por encaixes reais não ser estável, mas mudar através do tempo, à medida que as pessoas encontram novas maneiras de evitar a manutenção de encaixes reais em suas carteiras de ativos. Em termos do nosso modelo, essa reação pode ser expressa por sucessivos aumentos do parâmetro α na equação de demanda de moeda. A consequência é ilustrada na figura 3.

Considere um país, como o México ou a Bolívia, onde a receita do governo depende muito dos tributos sobre a exportação. Um choque nos termos de troca reduz a receita advinda desses tributos. Na presença de racionamento de crédito, as importações terão que diminuir, acompanhando as exportações, e a balança comercial poderá se manter inalterada. Entretanto, se os gastos do governo não forem reduzidos à medida que a arrecadação tributária cair, o déficit orçamentário aumentará. A percepção que as pessoas têm de um aumento da inflação e da depreciação irá levar à dolarização, que pode ser expressa por aumentos em α , como na figura 3. A combinação de crescentes déficits orçamentários e dolarização pode empurrar a economia para uma explosão inflacionária.

O impacto da queda dos termos de troca e da dolarização é qualitativamente diferente em países com baixas taxas de inflação e naqueles onde estas taxas são altas. Em países com baixas taxas de inflação, a participação da base monetária no produto é grande, em comparação a países há muito tempo acostumados com a inflação e que já foram parcialmente desmonetizados. Nos países em que há tradicionalmente altas inflações, um colapso dos termos de troca e a fuga da moeda podem facilmente levar à hiperinflação. Essas observações nos ajudam a entender algumas das diferenças existentes entre o processo inflacionário no México e na Bolívia.

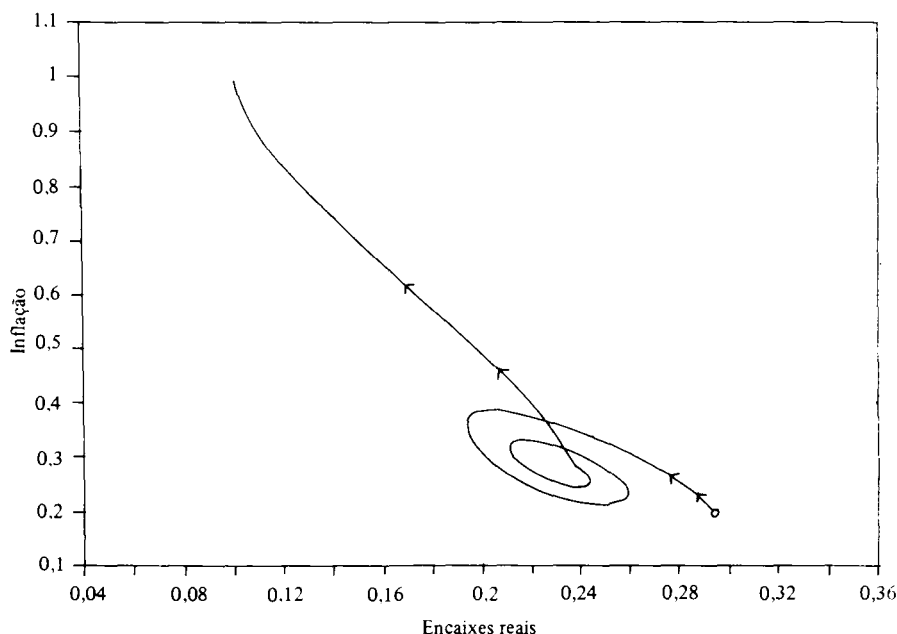
5.1 Bolívia

Entre 1971 e 1978, a Bolívia experimentou uma relativa estabilidade. Foi conseguida alguma prosperidade econômica, graças aos termos de troca favoráveis, assim como a grandes empréstimos contraídos junto a bancos internacionais

²O anexo 1 mostra participação do produto da conta corrente sem juros: $n = R_t NX_t / (R_t Y_t)$, onde R é a taxa real de câmbio. A influência da desvalorização real na criação de moeda tem duas origens: seu efeito no valor real do superávit e o superávit aumentado.

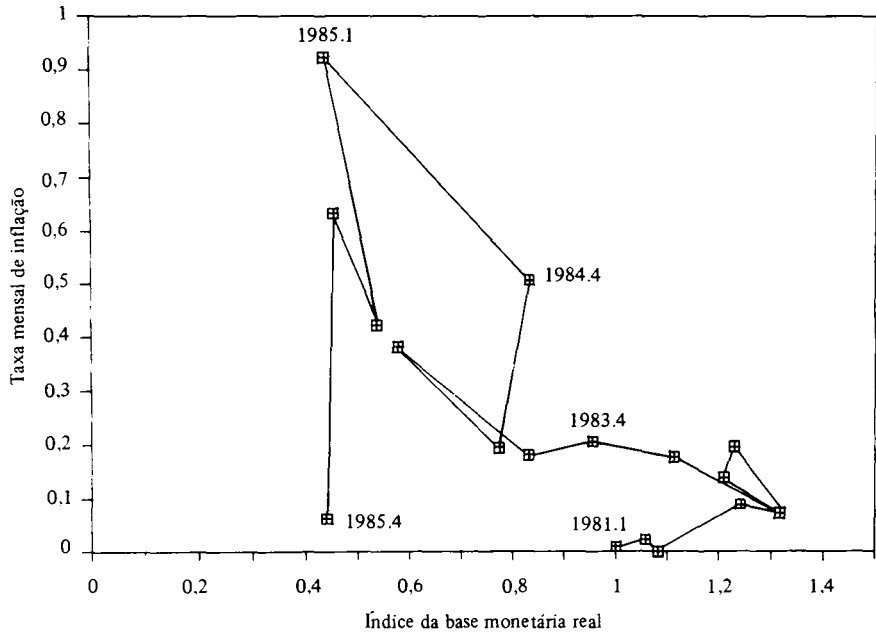
(Sachs, 1987). No fim desse período, as altas taxas de juros internacionais, a queda dos preços das *commodities* e o racionamento do crédito externo colocaram um fim no tranqüilo crescimento econômico e contribuíram para a instabilidade política. No final de 1980, o acesso da Bolívia ao mercado de capitais internacional foi bloqueado, ao mesmo tempo em que o Banco Mundial e o FMI cortaram seus empréstimos.

Figura 3
Dolarização



Em 1982, a inflação boliviana atingia 300% ao ano. O governo queria satisfazer as demandas sociais, e também tinha que fazer face ao aumento no serviço da dívida, ocasionado pelas taxas de juros internacionais mais altas. Todavia, ele não dispunha da base necessária para elevar a receita tributária, e os empréstimos internacionais tinham estancado. Desta forma, o déficit foi coberto por um aumento na criação de moeda. A decolagem da hiperinflação seguiu-se pouco depois do aumento da senhoriagem, como mostrado na figura 4. Os grandes déficits, que não podiam ser financiados por empréstimos externos depois de 1980, levaram a uma inflação crescente, causada pela impressão de moeda. A inflação, então, aumentou o déficit, como resultado de uma queda na arrecadação tributária real, causada por defasagens entre o fato gerador dos tributos e as suas efetivas arrecadações. Foram efetuados cortes nas despesas com o investimento público e também no serviço da dívida externa. No pico da hiperinflação, a dívida externa não estava mais sendo honrada. Mas então, o sistema tributário já havia entrado em colapso.

Figura 4
Bolívia
(1981.1–1985.4)



6. Choques de oferta

Um choque inflacionário,³ como ilustrado na figura 5, complica ainda mais a dinâmica da inflação. Observe que um choque de oferta tem efeitos apenas temporários, uma vez que os determinantes fundamentais do equilíbrio continuam inalterados. Mas, dependendo da inércia inflacionária, o retorno ao equilíbrio pode ser longo e custoso.

Considere, por exemplo, o caso do Brasil entre 1977 e 1986. A figura 6 mostra inflação e encaixes reais crescentes entre 1977 e 1979. A inflação aumentava à medida que crescentes déficits orçamentários e empréstimos externos eram usados para financiar grandes investimentos de substituição de importações. Após 1979, os comportamentos da expansão monetária e da velocidade não são suficientes para explicar a dinâmica da inflação no Brasil. Existe pouca dúvida de que, do lado da demanda, grandes déficits orçamentários sustentaram o processo inflacionário. Entretanto, dar-lhes mais do que uma participação acomodadora significaria subestimar a importante contribuição feita pelo lado da oferta à inflação e pelo mecanismo de propagação desta última.

No começo dos anos 80, o crescimento da moeda ficou atrás da inflação de 1980 até o final de 1984. A inflação parecia ter vida própria. Um monetarista

³Um choque inflacionário pode ser explicitado no modelo pela adição do termo u_t à equação (3), com $u_t > 0$ no período em que o choque inflacionário acontece e $u_t = 0$ em todos os outros períodos.

Figura 5
Um choque inflacionário

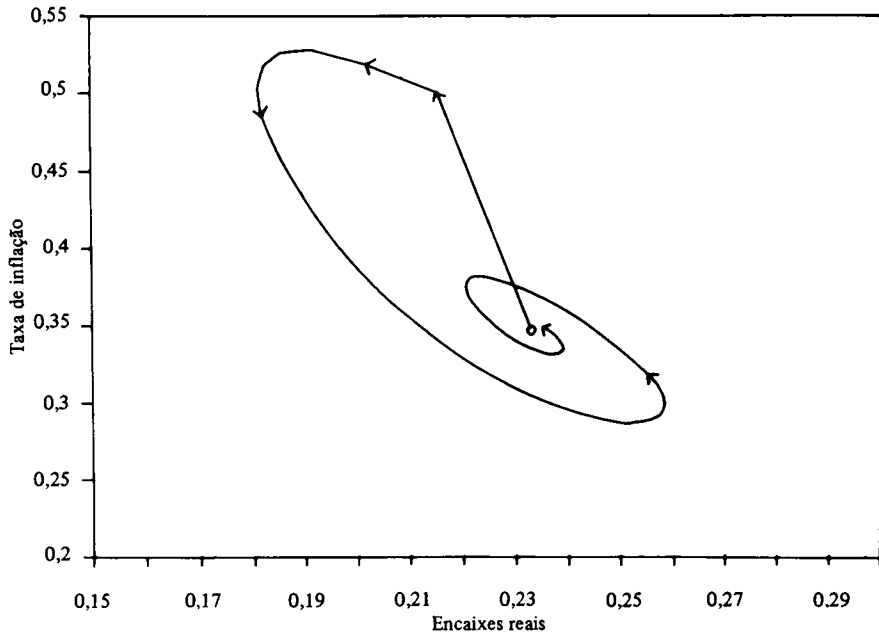
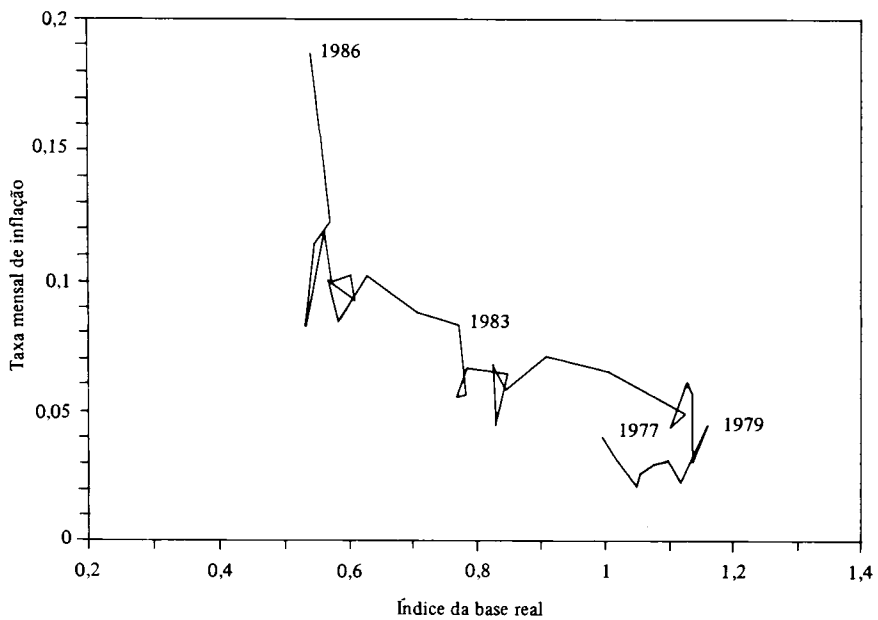


Figura 6
Brasil
(1977.1-1986.1)



militante poderia argumentar que a inflação acelerou em virtude da expectativa de um crescimento monetário mais rápido no futuro, apesar de o crescimento da moeda na época estar relativamente mais lento do que a taxa de inflação. Essa expectativa poderia ter sido alimentada pela rápida acumulação da dívida, assim como pela perspectiva de aumento no pagamento de juros. Entretanto, os fatos parecem mais consistentes com a visão de que os choques de oferta, a inflação inercial e os crescentes superávits comerciais tiveram uma importante participação no mecanismo da inflação no Brasil.

Uma grande variedade de fatos contribuiu para a aceleração da inflação: duas grandes desvalorizações em 1979 e 1983, aumentos reais de preços e de taxas de juros, administrados pelo governo a fim de corrigir defasagens em relação à inflação passada, e cortes nos subsídios ao petróleo e ao trigo. Todas essas pressões inflacionárias foram agravadas pela quebra de safra em 1983. Somando-se a isso a indexação de salários, títulos e taxa de câmbio, não surpreende a facilidade com que os choques inflacionários se propagaram, levando a taxas anuais de inflação de 200%.

A política monetária restritiva de 1982 e 1983, combinada com choques adversos e ajustamentos na velocidade, resultou em altas taxas reais de juros, recessão e desemprego. A taxa de inflação, todavia, estava em ascensão. Agindo contra as restrições fiscal e monetária, havia a necessidade de criar superávits comerciais, com o intuito de financiar o pagamento de juros da dívida externa.

A seguir, vamos examinar o processo de estabilização ortodoxo.

7. Desinflação: ortodoxia

Na seção 3, foram mostrados os efeitos inflacionários de sucessivos aumentos dos déficits públicos. De forma análoga, em resposta a cortes no déficit público, a inflação realmente cai; contudo, o processo de ajustamento é lento e custoso.

A figura 7 ilustra o efeito de um aperto monetário.⁴ A inflação cai em resposta ao aumento da taxa real de juros. Entretanto, uma vez que o orçamento não foi cortado, os determinantes fundamentais do equilíbrio continuam inalterados e a economia retorna a altas taxas de inflação.

Os programas de desinflação na América Latina têm combinado tradicionalmente cortes no orçamento com apertos monetários, como se vê no próximo conjunto de figuras.

A figura 8 mostra a inflação crescendo lentamente no México durante o final da década de 70, com os déficits orçamentários de Portillo. Apesar de as receitas provenientes das exportações de petróleo terem aumentado 12 vezes de 1977 até 1981, os gastos do governo cresceram tremendamente, numa tentativa de acelerar o desenvolvimento econômico, enquanto as receitas públicas ficaram para trás. A fim de moderar a inflação, aumentos nos preços e tarifas de bens e serviços fornecidos pelo setor público foram adiados, e os aumentos do déficit público foram financiados por empréstimos externos.

⁴Um aperto monetário neste modelo é interpretado como sucessivas vendas de ativos públicos ao setor privado. Essas vendas reduzem a taxa de crescimento da oferta de moeda abaixo da taxa de inflação durante o tempo em que elas acontecem, como ilustrado na figura 7.

Figura 7
Aperto monetário

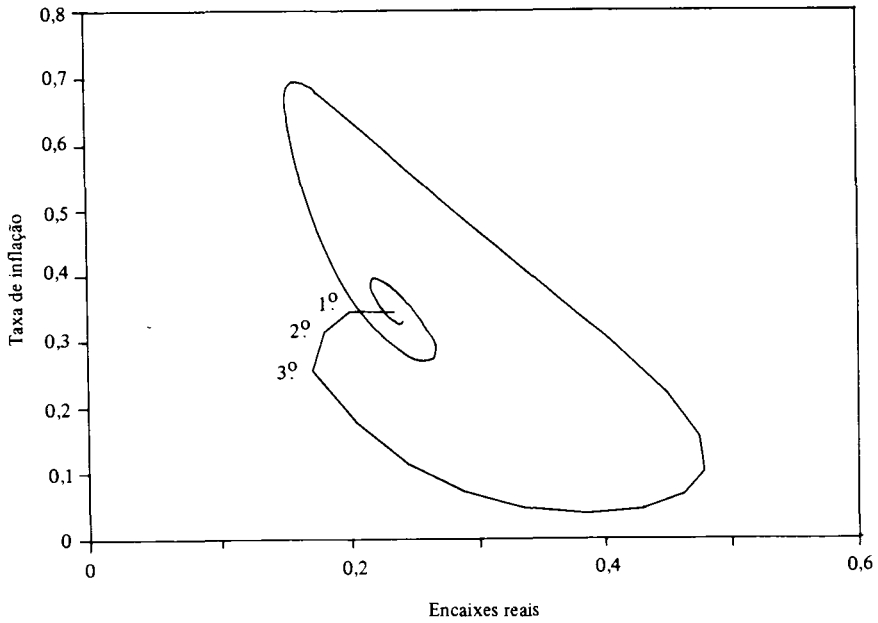
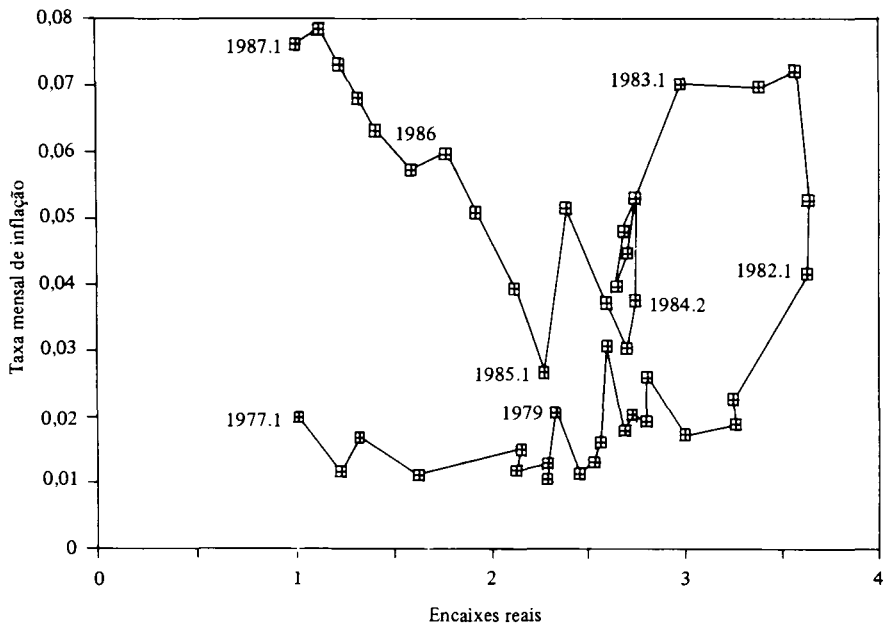


Figura 8
México
(1977.1–1987.1)



Os efeitos da recessão internacional no começo dos anos 80, assim como a queda das receitas provenientes do petróleo e o aumento do serviço da dívida externa, tiveram um impacto importante sobre a economia mexicana. Os déficits em conta corrente e a contínua deterioração do balanço de pagamentos, apesar das desvalorizações de 1981 e 1982, provocaram a expectativa de que a gradual depreciação da taxa de câmbio iria ser insuficiente para corrigir os desequilíbrios na conta corrente. Como resultado, a fuga de capitais atingiu níveis inusitados. Sua magnitude e a resultante perda de reservas internacionais finalmente convenceram o governo a impor controles cambiais, fechar o mercado do mexodólar e nacionalizar o sistema bancário.

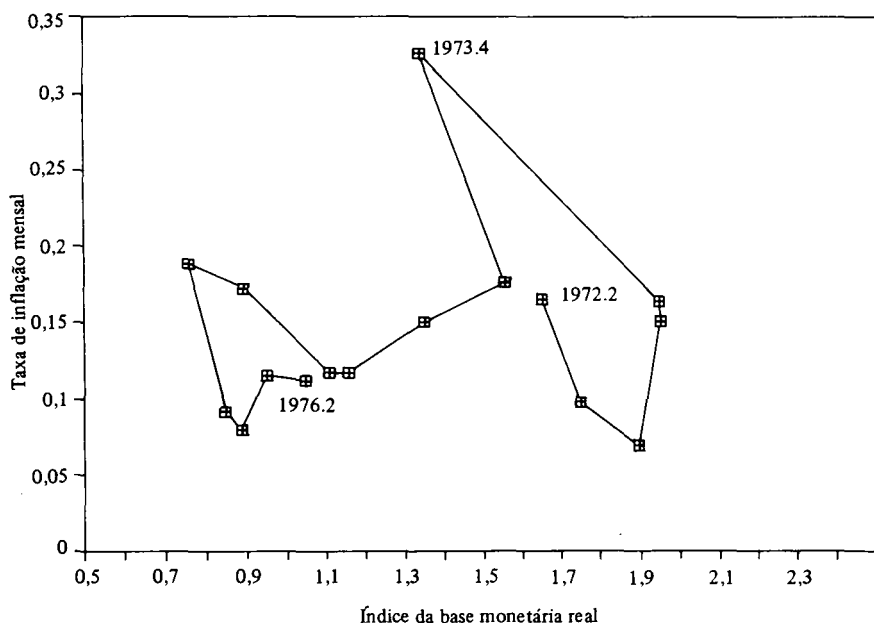
A estabilização veio no final de 1982, com apertos monetários e cortes no déficit orçamentário. A taxa real de juros subiu e o desemprego aumentou. O ponto crítico do programa era uma redução no déficit público, de 17,6% do PIB em 1982 para 8,5% em 1983. Os custos do ajustamento foram grandes: aproximadamente 750.000 empregos foram perdidos.

No final de 1983, tinha desaparecido a maior parte dos temores quanto a um desastre financeiro existentes um ano antes. Grandes superávits na balança comercial e na conta corrente foram gerados e a dívida externa renegociada. O México estava pronto para entrar na fase da inflação causada por superávits na conta corrente, excluídos os juros.

7.1 Chile

A figura 9 mostra como o Chile saiu de um processo inflacionário nos anos Allende para o programa de estabilização de meados da década de 70. Impossibi-

Figura 9
Chile
(1972.2-1976.2)



litado de financiar seus programas via tributos, o programa Allende os financiou via expansão monetária. Apesar de o controle de preços ter conseguido reprimir a inflação durante algum tempo, em agosto de 1973 ela já tinha atingido 300% ao ano. As medidas de política econômica tomadas pela junta militar no último trimestre de 1973 resultaram numa hiperinflação. Todos os preços foram liberados, a taxa de câmbio foi desvalorizada, os salários controlados e tanto a política fiscal quanto a monetária tornaram-se restritivas. Ao serem liberados, os preços saltaram, e a economia saiu da escassez de bens para a escassez de moeda. A taxa real de juros subiu, o desemprego disparou e a inflação arrefeceu à medida que a recessão se instalou.

A fim de não perder a desinflação conseguida em 1974, a política fiscal se tornou mais restritiva na metade de 1975. O déficit fiscal foi diminuído para 3% do PIB, o PIB chileno caiu cerca de 13% e a inflação foi apenas parcialmente reduzida. Tanto sofrimento para conseguir tão pouco finalmente convenceu os responsáveis pela política econômica de que a resposta era o monetarismo global.

8. Monetarismo global

Os programas de estabilização do final dos anos setenta foram crescentemente calcados na sobrevalorização cambial, a fim de conseguir a desinflação. O objetivo era facilmente atingido, em virtude ao grande fluxo de capitais externos durante esse período. A ortodoxia dominante transformou-se no monetarismo global de Harry Johnson e Robert Mundell, no qual uma taxa de câmbio fixa é vista como um veículo básico da desinflação, enquanto a disciplina fiscal impede o solapamento do programa. Além disso, o objetivo dos responsáveis pela política econômica era liberar os mercados. Como previu a teoria, a taxa de inflação no Chile convergiu para os níveis internacionais. Entretanto, a sobrevalorização fez-se enorme, assim como o déficit em conta corrente. A entrada de capitais estancou e a fuga de capitais passou a ser a ordem do dia. A política teve de ser revertida e a inflação voltou a subir.

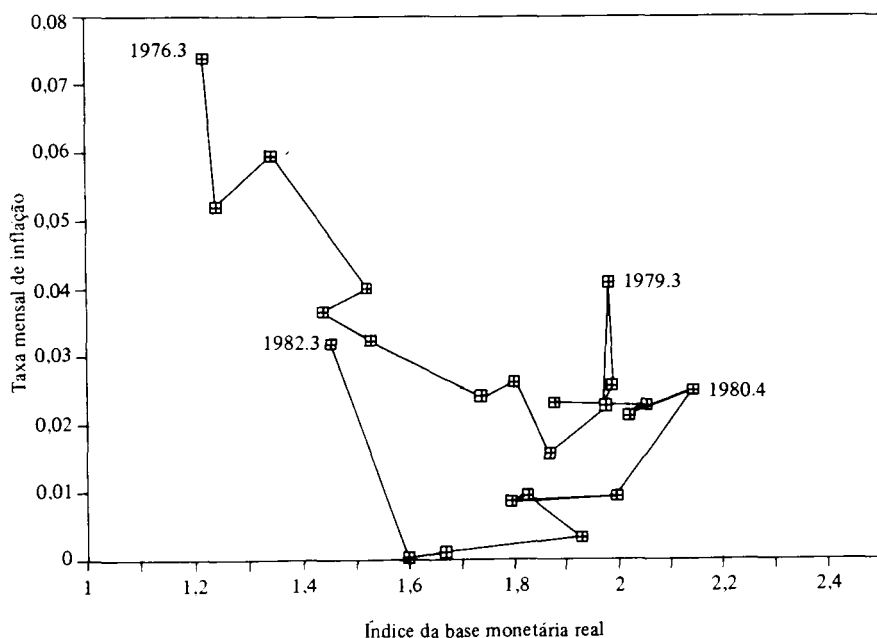
Um congelamento da taxa de câmbio, juntamente com um pacote fiscal que a torne sustentável no longo prazo, faz com que a inflação diminua aos níveis internacionais. Todavia, desde que haja inércia inflacionária, e outros preços não estejam congelados, a sobrevalorização acontecerá e a dívida acumular-se-á. No novo estado de equilíbrio, superávits comerciais terão que ser gerados para servir a dívida. Se a dívida for pública, a consolidação do orçamento interno não será suficiente. O governo terá que produzir um superávit no déficit primário a fim de financiar o pagamento de juros, evitando, desta forma, as pressões inflacionárias advindas dos superávits comerciais.

Suponha que a consolidação fiscal não produza um superávit suficiente no déficit orçamentário primário, de maneira a contrabalançar o superávit na conta corrente, excluídos os juros, no novo equilíbrio. Nesse caso, a sobrevalorização temporária irá reduzir a inflação apenas no curto prazo. Taxas de inflação mais altas ficarão sempre à espreita.

Ramos (1986) oferece uma excelente descrição dos altos e baixos da experiência neoconservadora na Argentina, no Chile e no Uruguai. O processo de estabilização no Chile, com a ajuda da sobrevalorização no final dos anos 70, é ilustrado na figura 10. Observe como a inflação cai e os encaixes reais aumentam entre 1976 e 1980. Em 1980, o superávit do setor público excedeu 3% do PIB, a

receita advinda da senhoriagem foi negativa e a inflação continuou a baixar. Mas, por volta de 1982, o desequilíbrio externo forçou uma reversão na política da taxa de câmbio. Uma vez que a sobrevalorização teve de ser corrigida, a inflação voltou a subir.

Figura 10
Chile
(1976.3-1982.3)

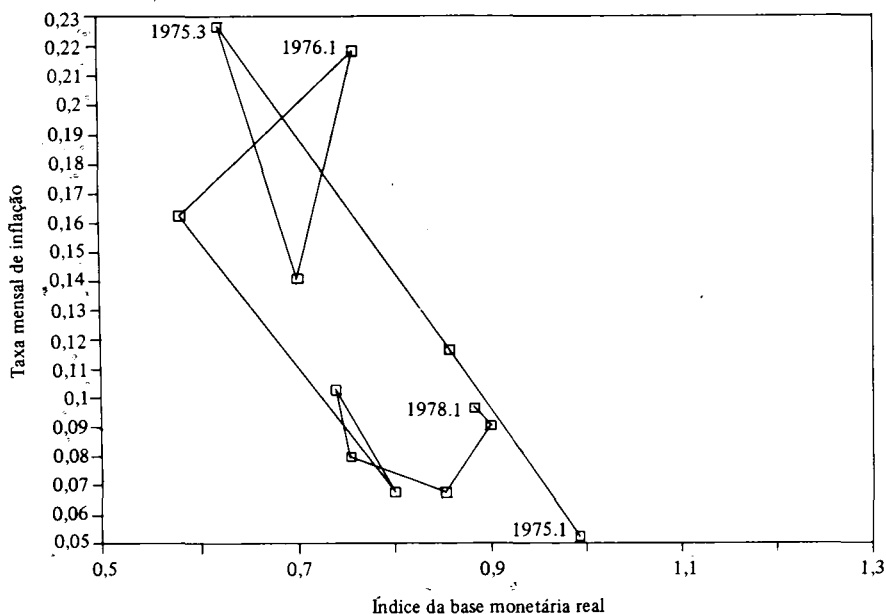


8.1 Argentina

A figura 11 mostra a inflação na Argentina subindo até o final do governo peronista, em meados de 1975. No começo de 1976, os militares mais uma vez tomaram o poder. Martinez de Hoz foi responsável pela equipe econômica por cinco anos. A primeira fase do programa de desinflação, ilustrado na figura 11, se calçou no controle de salários. Ao mesmo tempo, o déficit fiscal foi gradualmente reduzido. Essas políticas trouxeram resultados favoráveis no *front* da inflação.

Em dezembro de 1978, um novo programa de estabilização de preços foi instituído e uma nova redução da inflação foi conseguida às custas de uma forte sobrevalorização. Em 1981, a sobrevalorização precipitou uma grande fuga de capitais e um aumento da dívida externa. O colapso da taxa de câmbio trouxe um novo recrudescimento da inflação, que os sucessores de Martinez de Hoz não conseguiram conter em virtude da deterioração dos termos de troca, do racionamento do crédito externo e do enfraquecimento econômico provocado pela guerra das Malvinas.

Figura 11
Argentina
(1975.1-1978.1)



9. Heterodoxia

Em 1985-86, a Argentina e o Brasil introduziram programas de estabilização cujas principais facetas eram o uso do controle de preços e salários e uma taxa fixa de câmbio. Apesar da consolidação fiscal não ser atingida em qualquer dos casos, ela era parte do programa inicial. A combinação da correção fiscal com política de rendas se tornou conhecida como programa "heterodoxo", em oposição aos pacotes convencionais do FMI que enfatizam política monetária rígida e correção fiscal como os instrumentos exclusivos de estabilização.

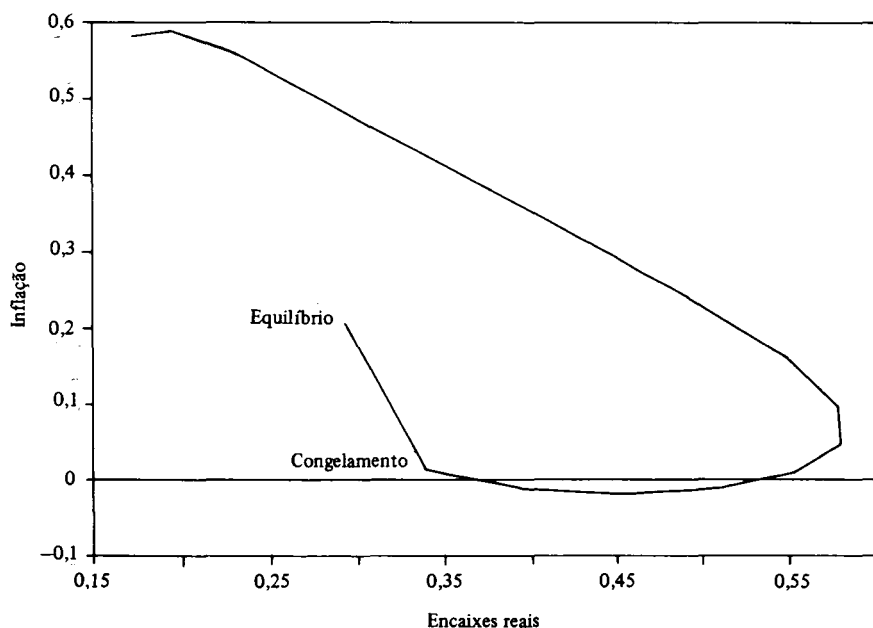
Dornbusch e Simonsen (1987) explicam duas importantes diferenças existentes entre os programas heterodoxos e os programas do FMI. A primeira é que a heterodoxia reconhece que a disciplina da demanda agregada não é suficiente para a estabilidade e que o importante papel desempenhado pela inércia inflacionária requer o uso de uma política de rendas a fim de parar a inflação. Sem dúvida, o controle de preços irá levar ao desabastecimento, a menos que haja uma recessão. Esse custo parece pequeno quando comparado ao aumento do desemprego nos processos ortodoxos de estabilização.

Outra importante diferença é que, enquanto o FMI prescreve restrição monetária, o programa heterodoxo inclui a monetização, com o intuito de evitar o aumento da taxa real de juros. Quando a estabilidade de preços acontece, a demanda por encaixes reais aumenta. A taxa real de juros se torna fortemente positiva, a menos que o governo promova uma substancial monetização. Todavia, é difícil saber quanto é suficiente. Um critério é o nível da taxa real de juros; o

outro, o comportamento dos agregados monetários. É difícil acertar o nível apropriado dos encaixes reais porque, no período inflacionário, há desenvolvimentos financeiros que, pelo menos parcialmente, destroem as ligações existentes entre taxas de juros e encaixes reais. Ser muito conservador é problemático, porque altas taxas reais de juros na presença de uma grande dívida pública criam um problema fiscal.

No nosso modelo, a heterodoxia funciona, desde que a consolidação fiscal aconteça e a economia não tenha que produzir superávits comerciais maiores do que aqueles consistentes com uma melhora no orçamento e taxas de inflação reduzidas. A mudança nos fundamentos propiciará um novo equilíbrio com taxas de inflação menores. O congelamento de preços combinado com remonetização evitará o penoso ajustamento por ciclos. O programa, entretanto, será fadado ao fracasso caso os fundamentos não sejam mudados: um congelamento de preços reduzirá a inflação temporariamente, mas, com sua suspensão, a inflação ressurgirá à medida que a economia retorne ao seu equilíbrio prévio, como mostrado na figura 12.

Figura 12

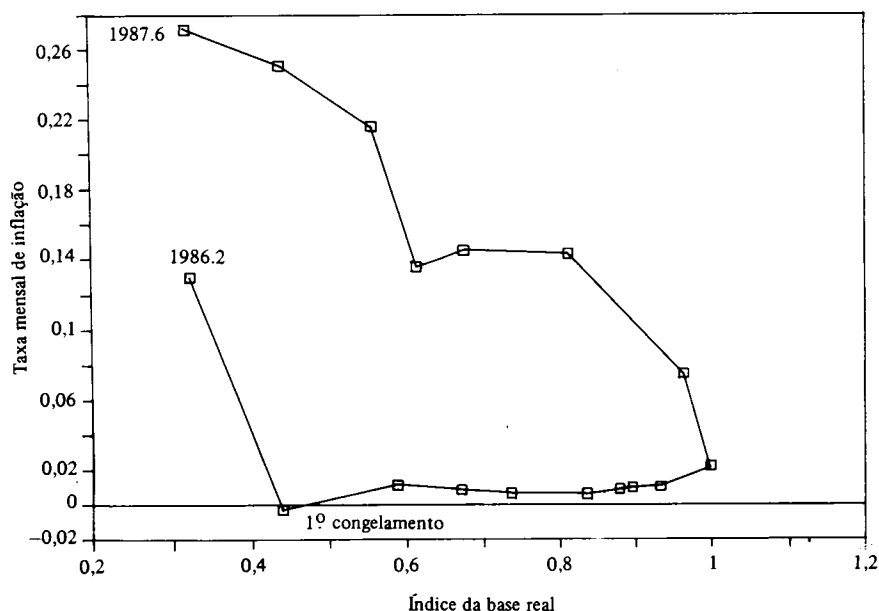


O grande mérito dos programas heterodoxos é que eles proporcionam um período durante o qual a estabilidade dos preços pode ser alcançada sem recessão. Desta forma, eles proporcionam o apoio político para a implementação das reformas fiscais necessárias. Essa oportunidade foi perdida no Brasil e na Argentina. A lua-de-mel inicial com o congelamento foi confundida com sucesso, e a consolidação fiscal foi evitada. Desta forma, os programas se perderam.

9.1 O Plano Cruzado

Preferimos concentrar-nos no plano brasileiro, por ser visto como o exemplo mais óbvio do fracasso dos programas heterodoxos para acabar com a inflação. Quando o Plano Cruzado foi anunciado em fevereiro de 1986, já haviam sido discutidos no Brasil, por mais de um ano, planos de estabilização de inflações englobando a dificuldade crítica da inércia. As experiências anteriores na Argentina e em Israel já estavam à mão. Os responsáveis pela política econômica acreditavam que os choques inflacionários passados haviam sido perpetuados no ciclo vicioso criado pela indexação, e que o congelamento de preços, taxa de câmbio e salários iria criar uma ruptura com o passado, permitindo à economia livrar-se da inflação inercial.

Figura 13
Brasil
(1986.2-1987.6)

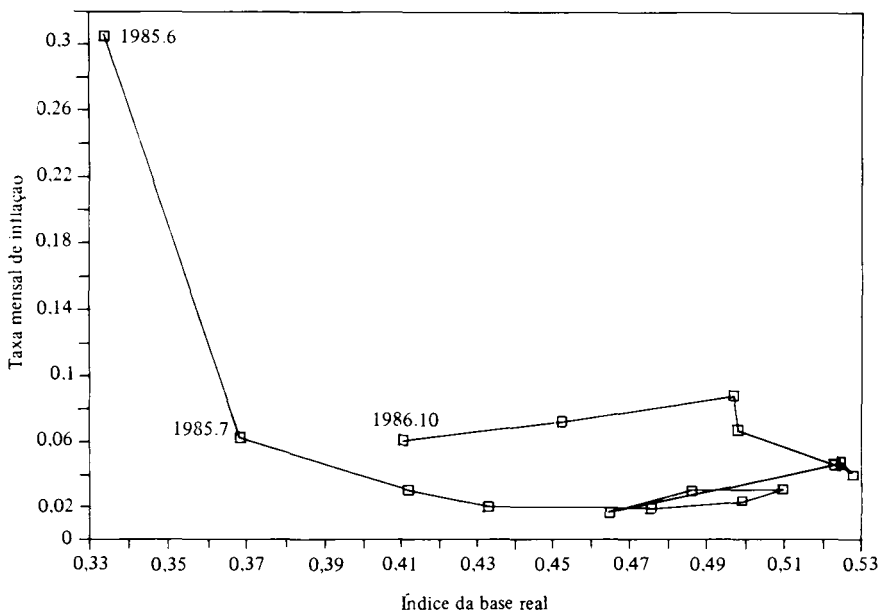


O principal obstáculo ao congelamento de preços e salários era a ausência de sincronização nos reajustamentos dos preços. Em 1986, o contrato salarial típico tinha validade por seis meses, com categorias salariais diferentes tendo seus salários revisados em diferentes épocas. Os contratos de aluguel tinham validade por um ano ou seis meses. Os títulos do governo eram reajustados mensalmente. O simples congelamento de salários e preços num determinado dia favorecia os assalariados e empresários que tivessem seus preços reajustados imediatamente antes, e puniria drasticamente aqueles que deveriam ser reajustados no próximo dia. Com o intuito de evitar esse problema, o congelamento salarial deveria ser feito de tal forma que os salários na moeda antiga fossem convertidos em nova moeda, devolvendo a todos os seus níveis médios reais. Esse era o ponto central do novo programa, cuja *performance* é mostrada na figura 13. Ela se aproxima

muito da trajetória seguida pela inflação e pelos encaixes reais na figura 12, obtida pela simulação de congelamento de preços durante um período no nosso modelo.

Entre fevereiro e junho, a inflação acumulada foi zero. Encorajado por forte apoio popular ao congelamento de preços, o ministro da Fazenda Dilson Funaro elevou o controle ao *status* de um fetiche nacional. Deixou-se que o orçamento deteriorasse dramaticamente. É verdade que o déficit orçamentário não precisa ser estritamente zerado para que uma reforma monetária seja bem-sucedida. É possível financiar um pequeno déficit de maneira não-inflacionária, dependendo da taxa de crescimento do produto, da trajetória futura da receita tributária real e da taxa real de juros. Se o crescimento do produto é alto e a taxa real de juros é irrelevante, existe espaço para pequenos déficits. Entretanto, após o final do Plano Cruzado ficou claro que o déficit público no Brasil era grande demais para

Figura 14
Argentina
(1985.6–1987.10)



ser sustentado sem uma aceleração dos preços. A política monetária foi também muito frouxa. A produção industrial cresceu cerca de 12% nos primeiros seis meses do programa em relação ao mesmo período um ano antes. Sem uma consolidação fiscal, a desinflação não é viável. Com uma explosão de consumo, ela não dura muito tempo, sendo este um ponto que o Plano Cruzado demonstrou claramente.

A figura 14 mostra que o Plano Austral, na Argentina, tendo combinado um congelamento mais moderado de preços com mais austeridade, foi mais bem-sucedido em atingir a desinflação do que o Plano Cruzado. Todavia, tanto quanto no caso do plano brasileiro, uma vez que grandes superávits comerciais têm

que ser gerados para servir a dívida externa, não se consegue a desinflação sem cortes substanciais no orçamento.

10. Conclusões

Qualquer análise dos processos de inflação dos anos 80 é incompleta sem uma referência à arriscada política de ajustamento via dívida externa do final da década de 70. Tendo atingido a América Latina em 1982, a crise da dívida continua crescendo. Ano após ano, com o intuito de obter a volta dos empréstimos voluntários, a América Latina tem transferido mais de 4% do seu PIB ao exterior. Na ausência de um programa de reciclagem da dívida, os países latino-americanos têm de escolher entre o pagamento dos juros com a aceitação da estagflação, ou a suspensão dos pagamentos.⁵ Quando o Brasil e o Peru escolheram a segunda estrada, sofreram consequências desastrosas. Será que as coisas estariam melhores com mais austeridade? Aqueles que escolheram a estrada da austeridade ficaram iguais ou piores, forçados a cortar o investimento e ao mesmo tempo a lutar contra a inflação e a instabilidade social. Os anos 80 podem ser considerados uma década desperdiçada: a renda real *per capita* na América Latina é hoje menor do que há 10 anos, os salários reais caíram e há, por toda a parte, um crescente desemprego.

Escolhemos enfatizar os problemas da consolidação fiscal na presença de uma grande dívida pública, porque o tamanho da dívida e a disponibilidade de moeda externa têm um papel central nos programas de desinflação bem-sucedidos *versus* os malsucedidos. A posição do setor público na América Latina está hoje terrivelmente comprometida pela necessidade de extrair recursos do setor privado para o serviço da dívida externa. Os programas de estabilização dos anos 80 falharam em obter uma consolidação orçamentária através da redução das dívidas externa e interna. Na ausência de um enfoque integrado, os programas heterodoxos empurraram a economia para uma situação clássica de financiamento inflacionário. Como obter a consolidação fiscal continua sendo o grande problema a ser encarado. Aumentar a tributação com o intuito de servir à dívida é uma decisão política invendável. Isto é especialmente verdade em economias acostumadas a uma longa tradição inflacionária e onde os conflitos distributivos inevitavelmente levam a fortes pressões sobre o orçamento. Mas agora o processo já foi longe demais e existe um crescente descontentamento acerca da inflação. Hoje, a dívida pública e a inflação são as principais ameaças à democracia na América Latina.

Abstract

This paper looks at inflation from the point of view of the budget and external balance. It briefly reviews the classical paradigm and its criticism. It sets out a model that combines the balance of payments and the budget constraint, and describes the demand for real cash balances as a function of the money market interest rate. Inflation dynamics relies critically on the behavior of the interest rate. First, the model is used to simulate the path of inflation and real cash

⁵ Um programa de reciclagem da dívida externa é discutido em Cardoso e Dornbusch (1988).

balances in response to different shocks. Then, those theoretical paths are compared with the observed behavior of inflation and real cash balances in response to similar shocks in Argentina, Bolivia, Brazil, Chile and Mexico. The model is also used to evaluate two alternative stabilization programs: the IMF program and the heterodox program.

Referências bibliográficas

- Bruno, Michael & Fischer, Stanley. The inflationary process: shocks and accommodation. In: Ben-Porah, Yoram, ed. *The Israeli economy: maturing through crises*. Cambridge, Harvard University Press, 1986.
- Cardoso, Eliana & Dornbusch, Rudiger. *Brazilian debt crises: past and present*. Cambridge, MIT, 1988. mimeogr.
- Dornbusch, Rudiger & Simonsen, Mario Henrique. *Inflation stabilization with incomes policy support*. New York, Group of Thirty, 1987.
- Helpman, Elhanan & Leiderman, Leonardo. *Stabilization in high inflation countries: analytical foundations and recent experience*. Tel Aviv, Tel Aviv University, 1987. mimeogr.
- Mundell, Robert. Growth, stability and inflationary finance. *Journal of Political Economy*, 73:97-109, 1965.
- Ramos, Joseph. *Neoconservative economics in the southern cone of Latin America, 1973-1983*. Baltimore, The Johns Hopkins University Press, 1986.
- Sachs, Jeffrey. *The Bolivian hyperinflation and stabilization*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1987. (Working paper, 2073).