

Inflação no Brasil — observações qualitativas

Carlos Geraldo Langoni *

Uma análise da situação brasileira no que diz respeito à inflação revela alguns pontos fundamentais que devem ser levados em consideração ao lado de projeções meramente quantitativas.

1. Houve, ao longo do tempo, uma mudança gradual na *natureza* do processo inflacionário, que passou de uma inflação “fiscal” nos idos de 64 para uma inflação de “crédito” atualmente.
2. Na inflação fiscal, a principal fonte de expansão monetária era o deficit do setor público. Com a inflação de crédito, como o próprio nome revela, a base monetária está associada diretamente à expansão do crédito ao setor produtivo, seja o externo (operações 63 e 4131) ou o crédito doméstico (governo e bancos comerciais).
3. Entre 1964 e 1970, a técnica gradualista de combate à inflação consistia fundamentalmente em trocar deficits do setor público por expansão

* Diretor da Escola de Pós-Graduação em Economia (EPGE) da Fundação Getúlio Vargas.

do crédito ao setor privado e ganhar na troca, em termos de taxa de inflação. A conciliação entre queda na taxa de inflação e expansão do produto real residia justamente no aumento substancial do volume de crédito em *termos reais* à disposição do setor privado.

4. Na medida, porém, em que o deficit do setor público ia sendo eliminado, não havia mais as possibilidades lucrativas de troca em termos de queda da inflação. Na realidade, a partir de 1972 o comportamento superavitário do setor público tem um *efeito deflacionário* sobre a economia.

5. Eliminado, portanto, o deficit do setor público, aumentava a sensibilidade do ritmo de crescimento da economia em relação às variações na expansão monetária, pela sua relação direta com o volume de crédito à disposição do setor produtivo.

6. A execução de política monetária se tornava ainda mais complexa pelo fato de uma parcela crescente de expansão de crédito (e, portanto, de expansão monetária) estar associada aos empréstimos externos que, num certo sentido, estão fora do controle direto das autoridades monetárias.

7. De fato, a exagerada expansão monetária de 1973 (cerca de 43%) foi provocada por um ritmo crescente de entrada líquida de recursos externos absolutamente não-previstos em termos de orçamento monetário.

8. A importância crescente da componente externa da base monetária revelou a fraqueza de nossos controles monetários, particularmente no que diz respeito ao *open market*, cujo volume de títulos em circulação é ainda pequeno face à quantidade de moeda, impedindo que possa ser utilizado como instrumento corretivo adequado.

9. Como consequência, foi necessária a utilização de instrumentos discricionários como a elevação sucessiva dos prazos de ingresso de capitais externos, que chegou a atingir em 1973 cerca de 10 anos.

10. A vulnerabilidade do sistema monetário é ainda maior quando se trata de eliminar excesso de liquidez. No segundo trimestre de 1974 e no primeiro trimestre de 1975, uma redução não-prevista na entrada líquida de recursos externos levou a uma diminuição no nível de liquidez real do sistema abaixo daquilo que era desejável em termos do objetivo do crescimento econômico. Estas oscilações na liquidez real do sistema foram caracterizadas como o resultado de uma política de *stop and go*. Na

verdade elas não podem ser interpretadas como o resultado de uma política deliberada, mas sim como reflexo de falhas mais profundas na estrutura do sistema monetário e do próprio mercado de capitais, as quais premiam o endividamento, tornando assim o setor privado extremamente vulnerável às crises de liquidez.

11. Estas falhas mais profundas podem ser caracterizadas como:

- a) um mercado de capitais que deu até agora ênfase excessiva a ativos financeiros *vis-à-vis equities* (o Prof. Bulhões tem corretamente apontado este fato essencial) ;
- b) uma estrutura de incentivos em que não há um estímulo claro e exclusivo para as aplicações de prazo mais longo e, particularmente, para ações de empresas novas;
- c) a pouca maturidade de nosso mercado de títulos públicos, apesar do extraordinário desenvolvimento dos últimos anos.

12. Todos estes fatos ajudam a compreender as maiores dificuldades que tem sido encontradas para evitar os efeitos negativos da desaceleração da inflação sobre o comportamento do produto real da economia. Neste sentido, o Brasil volta a participar do quadro normal que prevalece em outras economias, nas quais a desaceleração da inflação está sempre associada em maior ou menor dose a uma redução no ritmo de atividade. O desenvolvimento do mercado de ações, permitindo reduzir a proporção de débitos de curto prazo no *cash-flow* das empresas passa a ser, portanto, um elemento-chave na própria estratégia de combate gradualista de inflação.

A curto prazo há razões para maior otimismo no que diz respeito à capacidade de controle do nível de liquidez real por parte das autoridades monetárias. A criação do fundo de refinanciamento compensatório (empréstimos do Banco Central aos bancos comerciais a taxas favorecidas), por exemplo, já funciona como válvula compensatória para variações não-previstas na entrada líquida de recursos externos.

A manutenção de uma taxa lentamente declinante de inflação pode, pelo menos em tese, ser feita agora com menores custos em termos do comportamento do produto real, ainda que, pelas razões anteriormente expostas, não se repita a *performance* de 1968/73, para o que também contribui a nova conjuntura externa.