

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ

FACULDADE DE ECONOMIA,  
ADMINISTRAÇÃO, ATUARIAIS E  
CONTABILIDADE - FEAAC,

DEPARTAMENTO DE TEORIA ECONÔMICA-DTE

*INFLAÇÃO E POLÍTICA ECONÔMICA:  
UM ENFOQUE MONETARISTA*

*Marcelo Wohlsein Coelho*

Monografia submetida à  
Coordenação do Curso de  
Graduação em Economia, como  
requisito parcial para obtenção  
do título de Bacharel em  
Ciências Econômicas.

Fortaleza/Ceará  
1994.1

BSFEAC

**INFLAÇÃO E POLÍTICA ECONÔMICA:  
UM ENFOQUE MONETARISTA**

**Marcelo Wohlsein Coelho**  
**Bacharelado**

*Monografia aprovada em 08 de julho de 1994*

---

*Prof. Pichai Chumvichitra*  
*Orientador*

---

*Prof. Herton Ellery Araujo*  
*Banca Examinadora*

---

*Prof. Sérgio V. Bezerra Nogueira*  
*Banca Examinadora*

BSFEAC

Ao

PROFESSOR PICHAI CHUMVICHITRA  
pelas orientações recebidas, indispensáveis à  
realização deste trabalho.

# ÍNDICE

BSFEAC

	Página
INTRODUÇÃO .....	1
I - O MODELO QUANTITATIVISTA	4
1 - A Equação de Fisher	4
2 - A Equação de Cambridge	7
3 - Friedman e a Revisão da Teoria Quantitativa Clássica	9
II - INFLAÇÃO E POLÍTICA DE ESTABILIZAÇÃO - UM ENFOQUE MONETARISTA	13
1 - Política Econômica: Realidade x Teoria	13
2 - A Inflação e suas Causas	14
3 - Política Monetária e suas Variáveis	17
3.1 <i>ALGUMAS INOVAÇÕES SOBRE OS ATRIBUTOS DA             MOEDA DENTRO DO MODELO QUANTITATIVO             CLÁSSICO</i>	17
3.2 <i>POLÍTICA MONETÁRIA E SUAS VARIÁVEIS</i>	18
3.2.2.1 A Oferta Monetária	21
3.2.2.2 Taxa de Depósitos Compulsórios	22
3.2.2.3 Subsídios Creditícios	22
3.2.2.4 Títulos do Governo	23
3.2.2.5 Taxa de Juros	24
4. Ajuste Econômico e Inflação Esperada - A Questão das Expectativas	28
5. Ajuste de Preços e Política Fiscal	32
III - O PROCESSO INFLACIONÁRIO NA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DA DÉCADA DE 80	33

1 - A Crise Econômica e suas Causas	33
2 - A Política Monetária do Início da Década de 80 e a Dificuldade de Controle da Oferta Monetária	35
3 - O Governo Sarney e a Nova República	36
3.1 - <i>A CRISE DE TRANSMISSÃO DE GOVERNO E A           INSTABILIDADE POLÍTICO-ECONÔMICA</i>	36
3.2 - <i>O DESCONTROLE DO DÉFICIT PÚBLICO E A           CRISE DE FINANCIAMENTO</i>	37
3.3 - <i>OS PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO E SEU CARÁTER           "HETERODOXO" DE COMBATE À INFLAÇÃO</i>	42
3.4 - <i>TEORIA E PRÁTICA</i>	43
4 - A Política Econômica do Governo Fernando Collor	45
5 - A URV e o Plano FHC - 2 - A Última Cartada do Governo Itamar Franco	48
CONCLUSÃO	50
BIBLIOGRAFIA	53

## INTRODUÇÃO

A inflação é, nos dias atuais, mais do que nunca, um processo generalizado que, de uma forma discreta ou acentuada, faz parte do dia a dia de grande parte das nações, sejam estas desenvolvidas ou em desenvolvimento. O surto inflacionário baseado na elevação contínua do nível geral de preços é um fenômeno que, por si só, desestabiliza a estrutura econômica e política de um país, principalmente no caso de economias pouco desenvolvidas.

Não é de se estranhar que já no início deste século e após as grandes guerras, houve uma grande preocupação por parte dos economistas em analisar as causas e consequências deste processo para, a partir disto, determinar as possíveis terapias para o problema. Porém, o que se observa é uma grande discrepância entre esses estudiosos no que se refere à determinação causal e às políticas econômicas a serem adotadas no combate à inflação. Alguns admitem como causa fatores estruturais, outros, correlacionam o problema à questões conjunturais.

Apesar da grande diversidade de idéias e modelos que procuram explicar o processo inflacionário, este trabalho visa analisar, de um modo geral, o desenvolvimento de apenas uma destas correntes - a Escola Monetarista Clássica e Revisacionista. Não se tem, portanto, o intuito de mostrar alguma supremacia em relação às outras teorias, nem o objetivo de elegê-la *única* no que se refere à análise e resolução do problema. Na verdade, o que se pretende com este estudo, a partir da determinação das causas do processo inflacionário, é demonstrar a importância e primazia das políticas monetárias no combate à inflação e suas principais variáveis ou instrumentos utilizados dentro de um programa de estabilização da economia.

Neste contexto, procura-se analisar o caso brasileiro a partir da década de 80 e o comportamento de políticas de cunho monetário, baseadas

principalmente no controle da oferta de moeda, ou seja, o efeito e consequências da utilização dessas variáveis monetárias em um país subdesenvolvido, sujeito a altas taxas inflacionárias.

O primeiro capítulo procura descrever a nível histórico, o desenvolvimento dos principais modelos de caráter monetarista. Não tanto pelo aspecto demonstrativo matemático, mas sim através da análise de suas hipóteses e da interpretação dada às variáveis econômicas. A partir do modelo de Fisher procura-se desenvolver um pouco das idéias que norteiam esta corrente, passando-se por Marshall e alcançando a teoria revisacionista de Friedman.

É a partir dos ensaios de Friedman que a teoria monetarista volta a ocupar uma posição de destaque perante estudiosos e governos. Motivo de discórdia e arduamente criticada por alguns, não deixou de nortear as idéias de muitos governos no que se refere à adoção de uma política econômica eficiente.

O segundo capítulo analisa e interpreta as variáveis monetárias mais utilizadas, tais como: taxa de redesconto e taxa de juros. Procura também introduzir alguns conceitos necessários ao pleno entendimento dos instrumentos monetários, dando principal atenção à idéia de base monetária e meios de pagamento.

Por fim, o terceiro capítulo aborda o desenvolvimento e agravamento do processo inflacionário no cenário brasileiro. Partindo da determinação de suas causas, procura-se estudar as medidas adotadas pelo Estado no combate à inflação e a consequência destas políticas para a estabilidade do país e do próprio governo. Procura-se priorizar as políticas econômicas adotadas durante os três últimos governos: Sarney, Collor e Itamar Franco. Mostra-se ainda, o conflito de idéias entre governo, estudiosos e técnicos ou, mais precisamente, o

conflito entre monetaristas, estruturalistas e novos clássicos no que se refere à priorização de políticas baseadas no controle da oferta monetária em oposição a medidas de controle do déficit público ou vice-versa. De qualquer forma, independente da relevância dada a uma ou outra política dentro do contexto brasileiro atual, seria difícil imaginar um programa de estabilização que não atendesse, em maior ou menor grau, a estes dois problemas.



## I - O MODELO QUANTITATIVISTA

### 1. A EQUAÇÃO DE FISHER

Em seu livro *The Purchasing Power of Money* (1911)<sup>1</sup>, o economista e professor da Universidade de Yale, Irving Fisher, apresenta sua versão da teoria quantitativa da moeda, sintetizada na conhecida equação das trocas ou equação do câmbio:

$$M \cdot V = P \cdot Y$$

massa monetária (M) . velocidade de circulação da moeda (V)

=

índice geral de preços (P) . volume de todos os bens e serviços transacionados na economia (Y)

O conceito de velocidade de circulação da moeda, apesar de controvertido, de modo geral, dá a idéia do número de vezes que uma unidade monetária muda de mãos em determinado período. A nível macroeconômico é geralmente calculado dividindo-se o PNB nominal pelo estoque de moeda, que é formado pelo montante de dinheiro em circulação mais os depósitos à vista (M1). No caso da equação de trocas, hipoteticamente admi-se que V seja estável ou constante, a fim de o modelo não tornar-se indeterminado.

O estoque de moeda ou massa monetária (M) é conceituado como sendo estoque nominal de moeda, que neste caso, dentro da série de meios de pagamentos, é restrito a M1. Pelas suas próprias características, os componentes de M1 apresentam liquidez imediata.

O volume de bens e serviços transacionados (Y), pode ser entendido como sendo o nível de produção física da economia. No caso do modelo de

---

<sup>1</sup>FISCHER, I. Purchasing Power of Money, A. M. Kelley, New York, 1963.

Fisher, no curto prazo este nível é constante, indicando uma situação de pleno emprego (produção).

Devemos entender que só a análise particular das entidades que formam a equação das trocas não nos é suficiente para um perfeito conhecimento do modelo. Uma análise dentro destas bases só levaria a encontrar simples identidade contábil entre as partes. Só a partir de um estudo mais preciso, levando em consideração as hipóteses que o determinam, é que pode-se realmente absorver o conteúdo teórico do modelo.

Como hipóteses básicas deve admitir que:

- a oferta de moeda varia devido a um fator exógeno qualquer. O aumento ou diminuição da oferta monetária é passível de ser controlada pelas autoridades monetárias;
- a função demanda por moeda real é estável, daí ter-se a velocidade de circulação da moeda ( $V$ ) com constante. Dentro deste enfoque a moeda tem como característica básica a neutralidade, sendo o principal determinante de sua demanda a renda real ou riqueza;
- no longo-prazo, nem variações na massa monetária ( $M$ ), nem no índice de preços ( $P$ ), afetam o nível de produção global ( $Y$ ). O nível de produção depende das condições técnicas e o nível de preços está relacionado unicamente à evolução da massa monetária.

Apesar de hipoteticamente admitir-se  $V$  como sendo constante, deve-se entender que *a estabilidade de  $Y$  e  $V$  no modelo não implica constância dessas variáveis, mas sim trajetória estável e não sujeita a flutuações erráticas, a menos de intervenções danosas do governo através do controle de preços, excesso de gastos, subsídios generosos e políticas ineficientes de*

*emprego. Esta é a crença básica que permeia a visão monetarista dos processos inflacionários<sup>2</sup>.*

A partir do pressuposto que Y e V refletem movimentos estáveis das forças automáticas dos mercados livres, as variações no estoque nominal de moeda ou massa monetária (M), determinados pela política econômica, refletem nos movimentos do índice geral de preços. Ou seja, quanto maior o fluxo monetário ou menor o volume de mercadorias e serviços, mais altos os preços, e vice-versa.

---

<sup>2</sup>SILVA, Adroado Moura da. As Teorias Causais do Processo Inflacionário. Revista de Economia Política, vol. 1, nº 3: 67-75 jul/set, SP, 1981.

## 2. A EQUAÇÃO DE CAMBRIDGE

Principal representante da Universidade de Cambridge, Alfred Marshall, na década de XX apresenta sua versão da teoria quantitativa da moeda, ficando mais conhecida como equação de Cambridge.

Com conclusões semelhantes às fornecidas pela equação de trocas de Fisher, trabalha com a hipótese de preços flexíveis, onde determinada variação no volume dos meios de pagamentos deverá originar um acréscimo proporcional no montante de dispêndios. A expansão monetária tem como efeito básico a elevação do nível de preços; e a inflação é um fenômeno essencialmente monetário.

Algebricamente temos:

$$M^d = K P Y$$

no equilíbrio,

$$M^d = M^s = M$$

\* M = estoque nominal de moeda

A constante *marshalliana* K é o inverso da velocidade renda da moeda ( $K=1/V_y$  e  $V_y$ =velocidade-renda da moeda). Partindo-se do pressuposto que y é constante no curto-prazo, e que V também é constante, K é constante.

A oferta de moeda  $M^s$  é de caráter exógeno, logo os determinantes da demanda por moeda  $M^d$  independem da oferta. A demanda por moeda, no caso do modelo de Fisher, está restrita ao suprimento das necessidades de transação dentro da economia. Já no modelo de Marshall, a moeda ~~também~~ apresenta-se como estoque de valor. O dinheiro é um bem ativo onde sua retenção implica em determinado custo, em detrimento à aquisição de outros bens. Sua retenção está diretamente relacionada à necessidade de encaixes de segurança, haja vista a existência de defasagens entre os recebimentos e os pagamentos. A demanda

por moeda é proporcional à renda real e a curto-prazo não afeta o setor real da economia. A moeda para fins especulativos não faz parte das premissas do modelo.

A utilização de logaritmo e derivação (em relação ao tempo) na equação de Cambridge implica em:

$$\dot{P} = \dot{M} - \dot{K} - \dot{Y}, \text{ para } \dot{K} = 0 \text{ temos}$$

$$\dot{P} = \dot{M} - \dot{Y}$$

Ou seja, a economia é passível de alcançar um estado estável, desde que a taxa de crescimento da moeda aumente de forma igual à taxa do produto real.

Finalizando com as palavras da economista Vivian Fustenau, que em seu artigo *Inflação: Monetarista e Estruturalistas*<sup>3</sup>, esclarece que: *O corolário da equação quantitativa de equilíbrio é a interpretação da inflação como resultado do crescimento excessivo dos meios de pagamento em relação ao produto real, ... e a partir desta equação os monetaristas estabelecem, automaticamente, que o Governo Federal, emitindo dinheiro é o responsável pela inflação. Ou seja, o Governo cria, ao emitir, um excesso de oferta de moeda, gerando um aumento da demanda de bens e serviços. Esta demanda não podendo ser satisfeita, dada certa rigidez da oferta de produtos, ocasionará um aumento de preços, restabelecendo o equilíbrio da equação de trocas em outro nível de preços.*

Em termos algébricos, num primeiro momento  $M^s = KPY$ , com a influência do governo na oferta monetária, via emissão de moeda, passa-se a uma nova situação em que  $M_1^s > KPY$ , para  $M_1^s > M^s$ . Como os preços são perfeitamente flexíveis, tem-se a proporcionalidade entre o nível geral de preços e  $M_1^s$ , chegando a uma nova situação de equilíbrio em que  $M_1^s = KP_1Y$ .

<sup>3</sup>Ensaio FEE, Porto Alegre, 6(2): 79-102, 1985.

### 3. FRIEDMAN E A REVISÃO DA TEORIA QUANTITATIVA CLÁSSICA

Com a publicação em 1956 do ensaio *A Teoria Quantitativa da Moeda - Uma Recolocação*<sup>4</sup>, Milton Friedman procura adaptar o monetarismo clássico à nova realidade econômica. Dentro do aspecto doutrinário da questão, Friedman ressalta que:

- *a teoria quantitativa é em primeira estância uma teoria da demanda de moeda ...*
- *para as unidades últimas detentoras de riqueza da economia, a moeda é um tipo de ativo, uma maneira de reter riqueza ...*
- *... a demanda de moeda (ou de qualquer outro ativo particular) depende de três conjuntos principais de fatores: a) a riqueza total a ser retida sob várias formas - o análogo à restrição orçamentária; b) o preço e retorno desta forma de riqueza e das formas alternativas; c) gostos e preferências das unidades prioritárias de riqueza ...*<sup>5</sup>.

Deve-se observar na argumentação de Friedman que a moeda agora faz parte de um grupo de ativos. Ou seja, é um entre vários ativos alternativos. Para tanto, menciona cinco formas diferentes nas quais a riqueza pode ser mantida: moeda, títulos, ações, ativos fixos e capital humano. Sua função demanda de moeda pode ser expressa como sendo:

*equação 1*

$$M = g(P, r_b, r_e, (1/p)(dP/dt), w, Y, u)$$

<sup>4</sup>Friedman, M. *The Quantity Theory of Money - A Restatement*, ed. Studies in the Quantitaty Theory of Money, Chicago: The U. of Chicago Press, 1956.

<sup>5</sup>Ibid, pp 4.

onde,

$M$  = quantidade nominal de moeda

$P$  = nível de preços

$r_b$  = taxa de juros sobre títulos

$r_e$  = taxa de juros sobre ações

$(1/p)(dP/dt)$  = taxa de variação proporcional dos preços

(taxa negativa de retorno sobre encaixes de moeda)

$w$  = relação entre riqueza não humana e humana<sup>(\*)</sup>

$Y$  = renda monetária

$u$  = variáveis que se espera que afetem gostos e preferências<sup>(\*\*)</sup>

(\*) a parte, devemos entender *riqueza humana* como a capacidade produtiva de cada possuidor de riqueza. A *riqueza não humana* é aquela que implica em posse material, podendo ser mantida sob várias formas.

(\*\*) a variável  $u$  está relacionada a serviços, mais exatamente à utilidade proporcionada por estes serviços ..., tais como: mudança de tecnologia, preferências, ...

A partir da equação base (eq. 1), Friedman admite que a função é homogênea de grau 1 em  $P$  e  $Y$  e reescreve a equação para a forma:

$$M/P = f(r_b, r_e, (1/p)(dP/dt), w, Y/P, u)$$

Alternativamente, poderia-se dividir a equação base (eq. 1) por  $Y$ , obtendo-se:

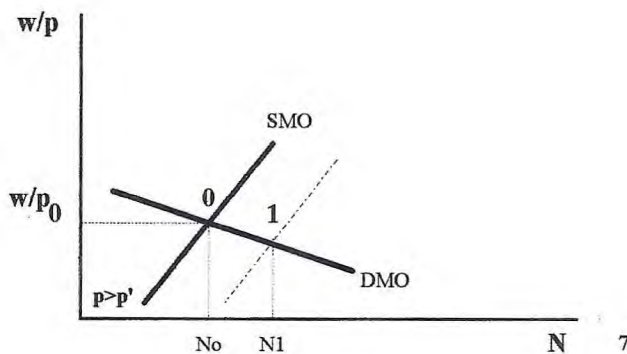
$$Y = v(r_b, r_e, (1/p)(dP/dt), w, Y/P, u).M$$

$v$  = velocidade-renda da moeda

Friedman, a partir da introdução do conceito de expectativas dentro do modelo e de estudos complementares quanto ao comportamento da curva de Phillips, procura dar respostas ao que mais incomodava os economistas da época - a estagflação. Ou seja, a ocorrência de altas taxas de inflação paralelamente a uma situação de desemprego na economia.

A resposta a este dilema é dada a partir *da internalização das expectativas na estrutura analítica do mercado de trabalho e da recuperação da análise desse mercado através do conceito de salário real, agora modificado para salário real esperado, ... procurando mostrar que as variações das taxas de desemprego decorrentes de uma política econômica ativa não resultam de uma variação na demanda efetiva, mas sim do fato de os trabalhadores terem por algum tempo uma expectativa equivocada de elevação dos preços*<sup>6</sup>.

Graficamente, teríamos:



SMO = curva de oferta de mão-de-obra

DMO = curva de demanda de mão-de-obra

<sup>6</sup>Kandir, A. *A Dinâmica da Inflação*, Ed. Nobel, SP, 1989, p. 39-44.

<sup>7</sup>Ibid, pp. 42.



$w/p$  = salário real

$N$  = nível de emprego

$p$  = preços

$p'$  = previsão da taxa de variação dos preços

Imagine uma situação inicial de equilíbrio em que  $p = p'$  (para uma correta previsão dos preços por parte dos trabalhadores) e  $N_0 = w/p_0$ . Num novo momento em que  $p > p'$  indicando uma previsão incorreta por parte dos trabalhadores, subestimando a variação dos preços; ocorrerá o deslocamento de SMO para baixo provocando uma expansão do emprego de  $N_0$  para  $N_1$ . Em determinado tempo os trabalhadores vão se aperceber de seu erro quanto à estimação dos preços, provocando uma redução em oferta de mão-de-obra e restabelecendo o nível de emprego inicial  $N_1$ .

Dentro da visão aceleracionista da curva de Phillips, Friedman argumenta que ao longo do tempo, em virtude de trabalhadores e firmas se acostumarem com os níveis de inflação, passando a esperar taxas contínuas, ocorrerá o deslocamento ascendente da curva. Já no início dos anos 60, em virtude da inequidade de seus resultados, Friedman previu a *morte* da curva de Phillips.

## II - INFLAÇÃO E POLÍTICA DE ESTABILIZAÇÃO - UM ENFOQUE MONETARISTA

### 1. POLÍTICA ECONÔMICA: REALIDADE x TEORIA

Por trás de todo o conjunto de medidas ou políticas econômicas empreendidas pelo governo federal no combate ao movimento contínuo e ascendente do nível geral de preços, definido por processo inflacionário ou simplesmente inflação, deve-se encontrar um modelo teórico a partir do qual estas políticas se desenvolvem. A eficácia desta ou de determinada política deriva da própria capacidade do modelo de interpretar a realidade, estando esta capacidade relacionada ao número de variáveis determinadas no modelo e as restrições impostas a estas.

O que se percebe na prática em muitos dos casos é a dificuldade e a própria falência destas políticas em alcançar suas metas. Como obstáculo ao sucesso pode-se relacionar fatores ligados as defasagens de tempo existentes entre os períodos de planejamento - execução - resultado destas políticas, à própria incerteza quanto aos seus resultados e a receptividade destas pelos vários setores da economia de um modo geral.

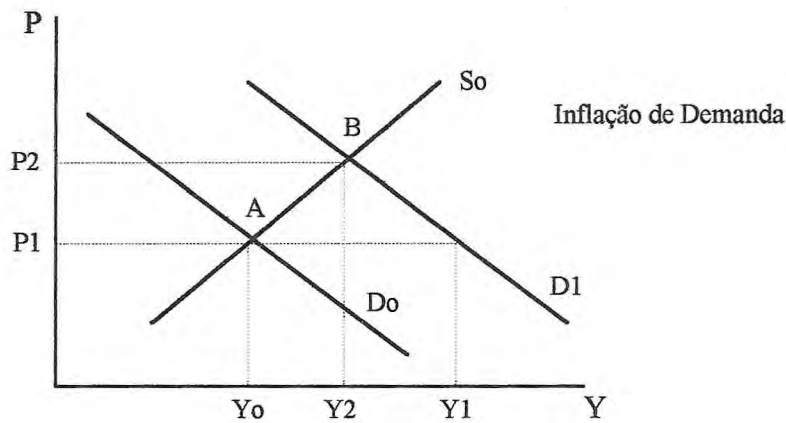
## 2. A INFLAÇÃO E SUAS CAUSAS

Existe grande controvérsia em torno de qual seriam as principais causas ou fatores geradores do processo inflacionário. Dentro da ótica monetarista sua origem estaria relacionada à expansão dos meios de pagamentos, sendo em sua essência um fenômeno monetário.

O aumento dos preços estaria relacionado ou seria efeito do excesso de demanda agregada. Este processo sendo mais conhecido por inflação de demanda (demand pull), pode ser melhor definido como sendo o processo inflacionário em que os meios de pagamentos crescem além da capacidade de expansão da economia, refletindo no aumento dos preços. Isto quer dizer que determinada elevação no poder de compra dos consumidores, provocando com isto o *aquecimento* da demanda, implicaria em certa pressão sobre o setor produtivo da economia e o nível de preços, haja vista os produtores de bens e serviços não poderem responder de imediato a este excesso de demanda. Em primeira mão este processo invoca a idéia de pleno-emprego dos recursos, onde a economia, estando funcionando dentro de seu limite ou próxima a um ponto de pleno-emprego, inviabiliza qualquer ação do setor produtivo no intuito de responder ao aumento da demanda. À nível microeconômico pode-se dizer que as indústrias estão operando dentro da capacidade-limite de suas plantas de produção e onde o estoque de capital fixo é praticamente nulo. A mudança ou ampliação da estrutura produtiva à curto-prazo é praticamente impossível.

Não deve-se excluir a possibilidade da ocorrência de inflação de demanda paralelamente a uma situação de ociosidade dos recursos, onde a economia esteja trabalhando abaixo do nível de pleno-emprego. Isto é possível a partir do momento que se leva em consideração que nem todos os setores alcançarão o pleno-emprego ao mesmo tempo, e neste caso, o excesso de

demanda refletiria primeiro sobre os setores próximos a um ponto de pleno-emprego, e onde, em primeira instância, teríamos os aumentos nos preços. Seria este um caso típico de *inflação de pontos de estrangulamento*.



Sendo,

D = demanda agregada

S = oferta agregada

P = nível geral de preços

Y = renda da economia

Conforme pode-se perceber no gráfico, o excesso de demanda pressionará a oferta e os preços, implicando em um deslocamento ascendente ao longo da curva de oferta S, e um novo ponto de equilíbrio em B. O equilíbrio em B é dado a um novo nível de preços  $P_2$  ( $P_2 > P_1$ ) e uma nova demanda regulada por  $Y_2$  ( $Y_2 < Y_1$ ).

O que se está levando em conta, realmente, não são os fatores ligados ao aumento da renda nacional, que, por exemplo, podem estar relacionados a aumentos na oferta monetária ou nos gastos governamentais, mas sim às variações na demanda e sua influência sobre a oferta e preços. Este aumento nominal da demanda depende realmente de uma aumento dos meios de

pagamentos, e só através da existência de mais moeda na economia que a pressão sobre os preços se efetivará.

Sendo a inflação um fenômeno monetário, os monetaristas entendem que são as políticas de cunho monetário a principal arma de combate ao surto de inflacionário. São estas políticas de caráter basicamente contracionista, baseadas no controle da expansão dos meios de pagamentos, o instrumento necessário ao combate da inflação originada no excesso de demanda.

### 3. POLÍTICA MONETÁRIA E SUAS VARIÁVEIS

#### 3.1 *ALGUMAS INOVAÇÕES SOBRE OS ATRIBUTOS DA MOEDA DENTRO DO MODELO QUANTITATIVO CLÁSSICO*

A moeda, a partir da introdução de novos conceitos e hipóteses no modelo quantitativista clássico, passa dentro da revisão de Friedman e outros monetaristas, a adquirir características por demais diferentes daquelas propostas pelos monetaristas do começo desse século. Deixa de ser vista sob o ângulo do atributo que contém (liquidez imediata), passando a ser uma forma alternativa de se manter riqueza (Friedman admite cinco formas: moeda, títulos, ações, bens físicos e capital humano) e adquirindo a característica de bem econômico. Sua demanda (por moeda) será determinada pela riqueza total da economia (humana e não-humana) e pela taxa de retorno esperada desta e de outros bens.

A própria neutralidade da moeda é colocada em jogo, a partir do momento em que se relaxa a visão dicotômica adotada em relação ao setor real e monetário. Ou seja, variações na oferta monetária ao invés de apenas afetar as variáveis monetária (nível de preço, renda monetária, ...), passam a influenciar o comportamento das variáveis reais da economia, tais como: taxa de juros, salário real etc.

Simons ainda contradiz a teoria quantitativista clássica ao arbitrar sobre questões ligadas à velocidade de circulação da moeda (constante dentro do modelo clássico). Para Simons, uma característica básica da vida econômica é o *perigo de alterações*

*fortes do lado da velocidade, alternâncias extremas de entesouramento e desentesouramento*<sup>8</sup>. A argumentação de Simons entra em choque não só com a teoria clássica, mas com a própria alusão revisacionista de M. Friedman, pois para este ... *O teórico quantitativista não precisa afirmar, e geralmente não o faz, que ... a velocidade de circulação da moeda deve ser encarada como uma constante numérica ao longo do tempo. Pois a estabilidade que ele espera é uma relação funcional entre a quantidade de moeda demandada e as variáveis que a determinam ...*<sup>9</sup>.

### 3.2 POLÍTICA MONETÁRIA: CONCEITOS, VARIÁVEIS E EFEITOS

O conceito de Política Monetária está relacionado a variações na base e oferta monetária. Como base monetária entende-se o conjunto formado pelos meios de pagamentos criados pelas autoridades monetárias ( $M_1 + M_2$ ) e os encaixes nos bancos comerciais. Com relação à oferta monetária, os monetaristas advogam em favor da contratação da oferta, sendo *as emissões monetárias o centro nervoso de todas as inflações ... e um ponto vital no qual podem ser atacadas*<sup>10</sup>. Friedman ainda proclama uma taxa de crescimento constante para a oferta monetária. Esta afirmação está relacionada à aceitação do pressuposto de que a instabilidade na oferta monetária seria a causa maior do desequilíbrio econômico. Para Friedman o governo federal seria o

---

<sup>8</sup>Simons, *Rules versus Authorities in Monetary Policy*, 1965, 00. 64 e 65.

<sup>9</sup>FRIEDMAN, M. *Studies in the Quantity Theory of Money*, pp. 3-21.

<sup>10</sup>Informe da Missão do FMI iniciada no Chile, Agosto de 1950.

responsável pelo processo inflacionário em virtude de o Banco Central não procurar manter o crescimento da oferta monetária em níveis estáveis (constante).

### **3.2.1 O MULTIPLICADOR DA BASE MONETÁRIA**

O multiplicador da base monetária descreve a relação entre a base e as variações da oferta monetária. A oferta monetária é composta pelo dinheiro em circulação na economia mais os depósitos à vista existentes nos bancos. O controle desta oferta pelo Banco Central é feito através da venda e compra de obrigações junto aos bancos, ou seja, via operações de mercado aberto. A venda de obrigações no mercado aberto tem como efeito direto a diminuição da base monetária. Em contra-partida, no caso de uma compra ocorreria o aumento da base monetária. Esta relação existente entre base e oferta monetária se deve a dois fatores: a) a necessidade de se manter reservas compulsórias, ou seja, os bancos são obrigados a ter uma determinada proporção de seus depósitos à vista mantidos como reserva no Banco Central; b) a própria estrutura da demanda por dinheiro, haja vista grande parte das pessoas preferirem ficar com parte de seu dinheiro em caixa.

Algebricamente, tem-se:  $M = DI + D$  como sendo a oferta monetária e  $M_B = DI + RE$  como bases monetária (para  $DI =$  dinheiro,  $D =$  depósitos à vista e  $RE =$  reservas). A partir da demonstração destas entidades (base e oferta monetária), pode-se



deduzir a relação entre as partes e procurar determinar o multiplicador da base monetária.

Como:

$$M = DI + D$$

$$M_B = DI + RE$$

$$DI = cD$$

$$RE = rD, \text{ tem-se que}$$

$$M = DI + D = cD + D = (1 + c)D,$$

$$M_B = DI + RE = cD + rD = (c + r)D.$$

Dividindo-se M por  $M_B$ ,

$$\frac{M}{M_B} = \frac{1 + c}{r + c} \quad \text{MULTIPLICADOR DA BASE MONETÁRIA}$$

$$r = \frac{RE}{D}$$

$$c = \frac{DI}{D}$$

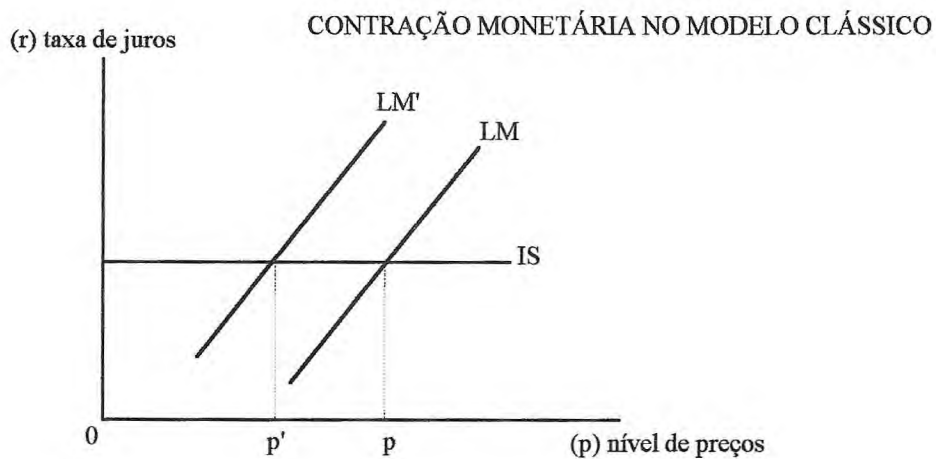
### 3.2.2 AS VARIÁVEIS MONETÁRIAS

A ação do governo no combate ao processo inflacionário, dentro de uma perspectiva monetária, está relacionada ao manuseio de variáveis baseadas no controle da: emissão de moeda, taxa de juros, taxa de depósito compulsório; e ainda no

controle dos subsídios creditícios, títulos do governo e empréstimos do Setor Financeiro.

### 3.2.2.1 A OFERTA MONETÁRIA:

A contração da oferta monetária, conforme já foi mencionado antes, procura através da redução da demanda agregada influenciar o nível de preços de forma a pressioná-lo para baixo. O efeito desta contração da oferta em relação às demais variáveis em questão está diretamente relacionado à aceitação, ou não, da hipótese de neutralidade da moeda. No modelo clássico, variações na oferta monetária afetam unicamente os níveis de preço e renda da economia, deixando as demais variáveis tais como a taxa de juros, intactas. Logo, para este modelo a curva de IS é horizontal, o produto total e sua composição não são afetados pela contração monetária.



**3.2.2.2 TAXA DE DEPÓSITOS COMPULSÓRIOS:**

O aumento, por parte do Banco Central, da taxa de depósitos compulsório tem como objetivo maior reduzir a criação de meios de pagamentos na economia. Como os bancos são obrigados a depositar determinado percentual de moeda no Banco Central, uma elevação desta taxa compulsória implicaria aos bancos limitar as aplicações de depósitos à vista em empréstimos e títulos, reduzindo assim a criação de meios de pagamentos na economia.

**3.2.2.3 SUBSÍDIOS CREDITÍCIOS:**

Pelo lado da política monetária, a diminuição ou corte de subsídios por parte do governo federal objetiva controlar o aumento do déficit público. Estes déficits provocados pelos subsídios tendem a serem cobertos por novas emissões de papel-moeda, aumento de impostos e o lançamento de uma maior quantidade de títulos da dívida pública no mercado (ampliando com isto a dívida interna).

Como já foi visto, a emissão desenfreada de moeda e falta de controle da oferta monetária entram em choque com a idéia monetarista de crescimento constante e estável da oferta monetária.

#### 3.2.2.4 TÍTULOS DO GOVERNO:

A utilização de títulos da dívida pública como instrumento de política monetária, com a finalidade de financiar o déficit do orçamento público e antecipar receitas, deve já de início ser tratado com certa cautela. Na verdade, o que se deve analisar é a inconveniência ou não da utilização destes títulos como instrumento de política não inflacionária para financiar o déficit do governo. É possível que a emissão ou lançamento de novos títulos no mercado implique em um custo menor do que a emissão de papel-moeda ou a organização e estruturação de nova fonte de arrecadação. Mas apresenta o inconveniente de, em virtude de ser um ativo financeiro de risco quase nulo ou próximo a zero, adquirir o atributo de uma quase-moeda de curso forçado e por isso mesmo competindo de forma desigual com os títulos privados, que geralmente apresentam risco elevado. Ou seja, é fenômeno da *moeda forte* expurgando a *moeda fraca*.

Simonsen admite que *o déficit pode ser financiado pela expansão não inflacionária da base monetária*; ou seja ... *sem efeito inflacionário via colocação de títulos da dívida pública, desde que essa colocação não contraia a demanda por moeda*<sup>11</sup>. Mas, no longo-prazo, o aumento da dívida pública provocará a expansão dos juros inerentes a esta dívida e o financiamento não inflacionário tende a tornar o déficit crescente no tempo.

---

<sup>11</sup>SIMONSEN, Mário Henrique e CYSNE, Rubens Pena; Macroeconomia, Ao Livro Técnico, Rio de Janeiro, pg 51-56, 1989.

Em economias com altas taxas de inflação tem-se, proporcionalmente ao crescimento das taxas inflacionárias, índices cada vez menores de arrecadação tributária real, tornando o déficit função crescente da taxa de inflação. Este fato é explicado pela defasagem de tempo existente entre o fato gerador e a coleta de impostos, em contra-partida a um ajuste rápido das despesas públicas em relação à inflação. Ou seja, as despesas públicas se ajustam mais rapidamente às taxas de inflação, do que às receitas públicas.

A crítica monetarista com relação às políticas de caráter Keynesiano, baseia-se na premissa que déficits primários, sustentados pela colocação no mercado de títulos públicos, mais a rolagem do principal e juros da dívida, superendividam o país, freando suas possibilidades de crescimento.

Ou seja, é arriscado iniciar um processo de endividamento do setor público, pois em primeira mão, um déficit primário pode parecer sustentável quando levado em consideração os valores da taxa de crescimento do produto real e a taxa real de juros. Mas, no longo-prazo sua manutenção poderá se tornar insustentável, a partir do momento que o crescimento da relação dívida/produto influa na elevação da taxa de juros e no declínio do crescimento do produto real.

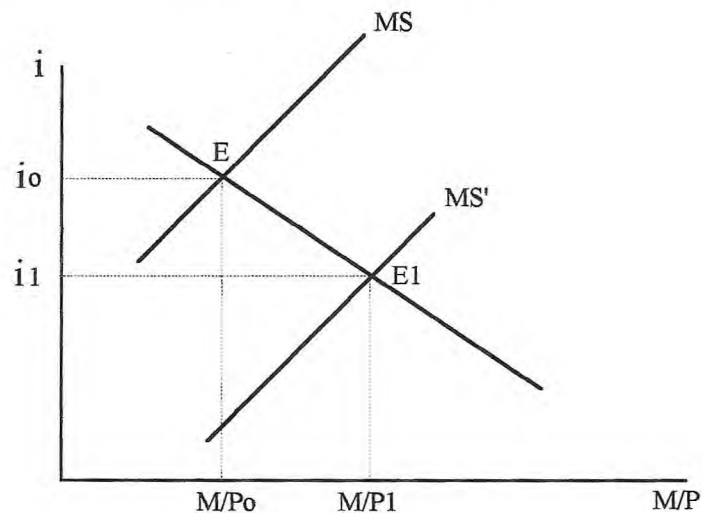
#### 3.2.2.5 TAXA DE JUROS:

Longe de uma concepção monetarista clássica, a não neutralidade da moeda implica em uma relação de efeitos entre a

oferta monetária e a taxa de juros, bem como de outras variáveis do setor real da economia.

O controle da base monetária por parte do governo implica em efeitos diretos sobre a taxa de juros. Uma aumento no estoque monetário, via base monetária, reflete diretamente sobre as taxas de juros pressionando estas para baixo.

#### EFEITOS DE UM AUMENTO NA BASE MONETÁRIA SOBRE A TAXA DE JUROS



$i$  = taxa de juros

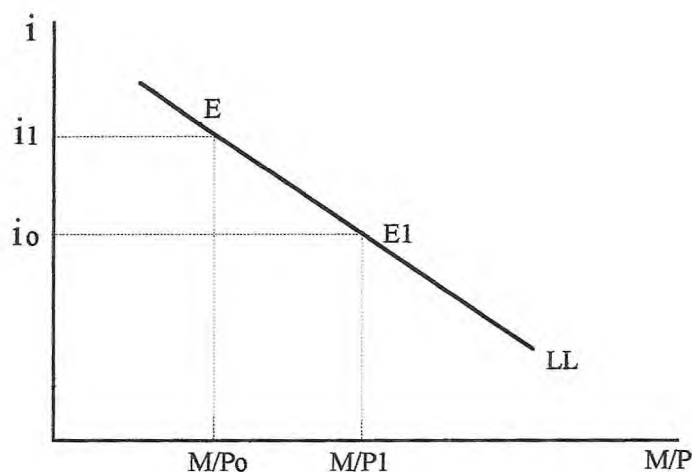
$M/P$  = balanço real

LL = demanda real por moeda

MS = oferta monetária

Conforme demonstra o gráfico, através da expansão da base monetária consegue-se aumentar o estoque de moeda, reduzindo-se com isto o nível das taxas de juros. Ou seja, o novo equilíbrio em E1 é alcançado através do aumento da base ( $M/P \rightarrow$

M/P1), implicando em uma nova curva de oferta monetária MS'.  
Para esta nova situação a taxa de juros se ajusta em  $i_1$  ( $i_1 > i_0$ ).



Os monetaristas colocam em questão as tentativas de estabilização da taxa de juros por parte do governo federal. Para estes, esta tentativa tende a seguir políticas inflacionárias. O ideal seria que o governo permitisse uma maior flutuação por parte das taxas de juros e concentrasse sua política monetária no uso de ativos monetários (controle de estoque monetário  $M1 + M2$ ). A existência de uma taxa constante de crescimento da moeda fluiría no sentido de facilitar a aproximação da economia de uma situação estável.

Friedman critica o Bacen (norte-americano) quanto à tentativa de tentar determinar as taxas de juros como base para a conduta da política monetária. Em primeiro lugar, taxas nominais não devem ser utilizadas como guia para a política monetária, mas sim as taxas de juros reais. À esta crítica está ligada a discussão desenvolvida no parágrafo anterior, que enfatiza que o controle de taxas de juros nominais como guia de políticas

monetárias, podem ser de caráter desestabilizante para a economia.

Como o comportamento do estoque monetário depende também da estabilidade da função demanda por moeda, Benjamin Friedman, conhecido crítico monetarista, advoga que, por causa de deslocamentos na demanda por moeda, o estoque monetário não é um guia perfeito para a condução da política monetária<sup>12</sup>. Apesar de concluir que o comportamento das taxas de juros nominais também não é bom guia para estas políticas, não descarta a análise do comportamento das taxas de juros e do estoque monetário na condução da política monetária.

---

<sup>12</sup>Argumento demonstrado em Benjamin M. Friedman; "Targets, Instruments, and Indicators of Monetary Policy", *Jornal of Monetary Economics*, outubro, 1975, pp. 9-11.



#### 4. AJUSTE ECONÔMICO E INFLAÇÃO ESPERADA - A QUESTÃO DAS EXPECTATIVAS

Um grande avanço imposto por Friedman a teoria monetarista clássica trata da questão das expectativas dos agentes econômicos. Em 1967, apresenta perante a Associação Econômica Americana sua controvertida teoria, em que adapta à representação estática de W. H. Phillips a taxa esperada de inflação ( $n^e$ ), dando origem a versão aceleracionista da curva de Phillips ou, curva de Phillips expandida pelas expectativas.

Em sua versão original, a curva de Phillips demonstra empiricamente que a taxa de inflação está relacionada positivamente com os desvios do PNB real em relação ao PNB potencial. Em outras palavras, temos que a redução do desemprego implica na elevação dos salários monetários e, portanto, em inflação. Em contra-partida, uma política de combate à inflação (redução dos salários monetários), implicaria em aumento da taxa de desemprego.

##### *EQUAÇÃO DE PHILLIPS*

$$n = f \left( \frac{Y - 1 - Y^*}{Y^*} \right)$$

$n$  = taxa de inflação

$Y$  = PNB real no período anterior

$Y^*$  = PNB potencial

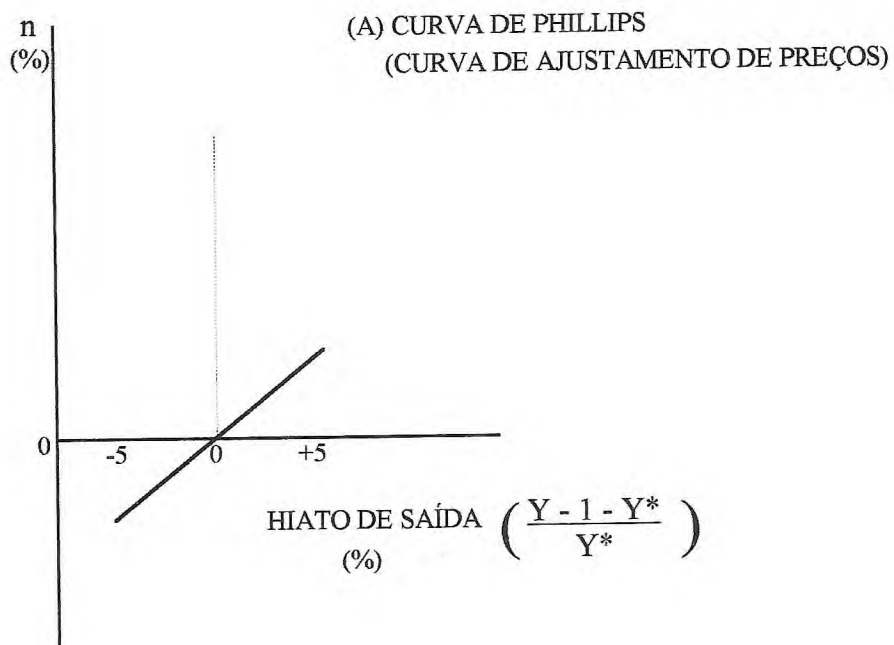
Friedman e Phelps observam que, ao contrário do exposto na relação de Phillips, não seria a taxa de crescimento dos salários que seria função da taxa de desemprego, mas sim a taxa esperada de crescimento dos salários reais. Daí

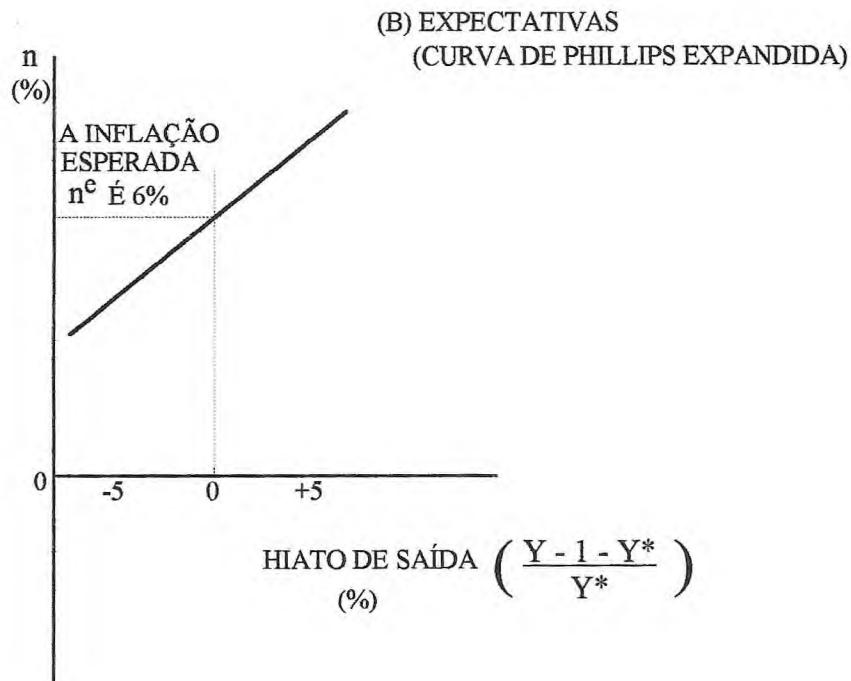
parte a necessidade de implantar a taxa esperada de inflação  $n^e$  na curva original.

**EQUAÇÃO DE PHILLIPS EXPANDIDA PELAS EXPECTATIVAS**

$$n = n^e + f \left( \frac{Y - 1 - Y^*}{Y^*} \right)$$

$n^e$  = inflação esperada





No caso (A), quanto mais elevado estiver o PNB em relação ao potencial, maior será a taxa de inflação.

No caso (B), quanto mais alta for a taxa de inflação esperada, mais alta será a inflação efetiva. Neste caso, a taxa de inflação esperada implica na elevação da curva.

Para Friedman, a inflação esperada ( $n^e$ ) é determinada a partir de expectativas baseadas na inflação passada. A teoria aceleracionista mostra *que para sustentar indefinidamente um desvio positivo do produto, seria necessário manter a taxa efetiva de inflação sempre acima da taxa de inflação esperada. Isto não costuma ser factível, pois os agentes econômicos não se deixam enganar com tanta facilidade. A longo-prazo é de se prever que as duas taxas coincidam, e que, portanto, o desvio do produto tenda a zero*<sup>13</sup>.

<sup>13</sup>SIMONSEN, M. Henrique e CYSNE, R. Penha; Macroeconomia, Ao Livro Técnico, Rio de Janeiro, 1989.

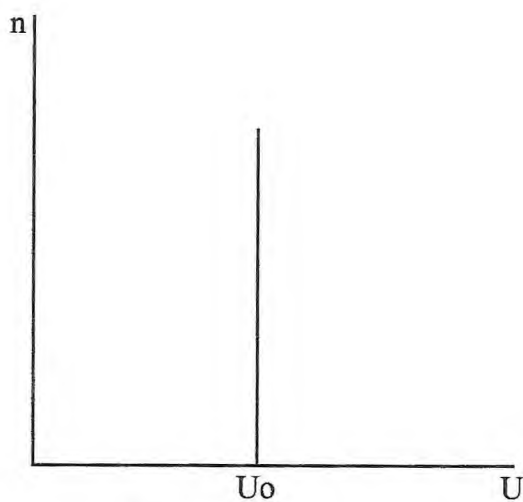
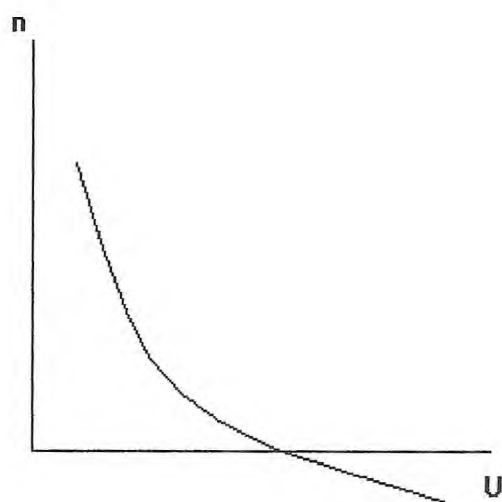
$$n = F(h)$$

**TEORIA TRADICIONAL**

Para Friedman, no curto prazo *ao supor dada a taxa de inflação esperada  $n^e$ , estabelece uma relação decrescente entre a inflação e a taxa de desemprego ... mas no longo prazo,  $n = n^e$  ... tornando a curva de Phillips vertical*<sup>14</sup>.

$$n - n^e = F(h)$$

**TEORIA ACELERACIONISTA**



U = taxa de desemprego

U<sub>0</sub> = taxa natural de desemprego

---

<sup>14</sup>Ibidem

## 5. AJUSTE DE PREÇOS E POLÍTICA FISCAL

Friedman não deixa, mesmo em segundo plano, de ressaltar a importância da política fiscal, principalmente no que se refere à determinação do tamanho do governo na economia. Ele é opositor do governo *grande* e favorável ao corte de impostos a fim de reduzir os gastos públicos. Para ele, os gastos do governo aumentam para igualarem-se às receitas disponíveis.

Segundo Friedman, a política fiscal não exerce grandes efeitos sobre a economia, a não ser na medida em que altera o comportamento da moeda. Ressalta que:

*Para ter um impacto significativo sobre a economia, um aumento nos impostos deve de alguma forma afetar a política monetária - a quantidade da moeda e sua taxa de crescimento ...*

*O nível de impostos é importante - porque ele afeta os recursos que usamos através do governo e os que usamos como pessoas. Não é importante como um dispositivo sensível e poderoso para controlar o curso de curto prazo da renda e dos preços<sup>15</sup>.*

---

<sup>15</sup>FRIEDMAN, Milton. Higher Taxes? No, Newsweek, 23 de janeiro de 1967.

### III - O PROCESSO INFLACIONÁRIO NA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DA DÉCADA DE 80

#### 1. A CRISE ECONÔMICA E SUAS CAUSAS

Entre o final da década de 70 e o início dos anos 80, paralelamente a uma acentuada redução das taxas de crescimento do produto, começa a se perceber na economia brasileira, uma sensível aceleração do processo inflacionário. Em meio a problemas com o balanço de pagamentos e ao recrudescimento da dívida externa, o país passa a apresentar também elevados níveis de desemprego. Apesar de, estruturalmente, a crise econômica ter suas raízes nos problemas decorrentes da súbita elevação dos preços do barril de petróleo no mercado internacional a partir de 1973, e na consequente alta das taxas de juros, não se pode associar o processo inflacionário brasileiro unicamente a estes fatores.

Além de estar relacionado a essas questões, o surto inflacionário está ligado à própria conjuntura do país e às políticas econômicas adotadas pelo governo. Independentemente de outros fatores, o país deveria possuir um banco central sólido e independente, capaz de manter a estabilidade da moeda. A existência de intensas pressões ligadas principalmente a persistentes expectativas inflacionárias dentro de um contexto de altas taxas de juros, é um dos fatores que privilegiou a desregulação econômica e o crescimento da inflação.

Para Paul Volker, ex-presidente do Federal Reserve norte-americano de 1979 a 1987, *é uma visão simplista imaginar que a política monetária, mesmo aplicada com inteligência, pode resolver todos os problemas ...* Mas, apesar de todas as outras possíveis variáveis que possam afetar a economia, ...

*não existe outro caminho que não seja o de impôr limites ao aumento global do dinheiro e do crédito*<sup>16</sup>.

A contrário do que pensam os estruturalistas, não se pode justificar a inflação unicamente como decorrente de fatores especiais, tais como a elevação dos preços do petróleo e o crescimento das reservas internacionais. Nem se pode achar razoável, aceitar determinado processo inflacionário em troca de um possível aumento do emprego e crescimento econômico. O erro neste tipo de argumentação está em não se levar em conta que a inflação pode rapidamente alcançar níveis inaceitáveis, e que a política adotada pelo banco central neste caso, dificilmente conseguirá conter a recessão. Para Volker, o mais importante é priorizar a adoção de medidas de combate à inflação. Como sugestão, ele cita:

- *Adotar medidas que reduzam o perigo de inflação, sendo objetivo primacial manter a estabilidade da moeda;*
- *Admitir claramente que a autoridade monetária não pode estar a serviço de interesses de todas as partes, com pena de provocar risco e confusão;*
- *A estrutura bancária deve inspirar confiança e não depender de apoio oficial;*
- *Deixar claramente estabelecido que existem câmbios inadequados para a atividade bancária devido ao risco do conflito de interesses;*
- *Estabelecer bancos centrais sólidos, independentes, dotados de suficiente autonomia, libertos das pressões políticas*<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup>Palestra ministrada no auditório da Conferência por Jacobson, Washington, DC, 1990.

<sup>17</sup>Boletim Del FMI, n° 20, volume 19.

## 2. A POLÍTICA MONETÁRIA DO INÍCIO DA DÉCADA DE 80 E A DIFICULDADE DE CONTROLE DA OFERTA MONETÁRIA

A política monetária adotada pelo governo no início dos anos 80 com o intuito de conter o surto inflacionário era baseada principalmente no controle da oferta monetária a partir de medidas de caráter nitidamente contracionista no que se refere à moeda e ao crédito.

A dificuldade maior por parte do governo em controlar a oferta monetária, afora outros fatores, estava relacionada à própria constituição da autoridade monetária, que, ao invés de centralizada, era formada por duas entidades independentes: Banco Central e Banco do Brasil. A descentralização deste controle e a atuação do Banco do Brasil no que se refere à oferta de crédito ao setor público e privado, comprometia o controle monetário da economia. Outro fato comprometedor seria a forma de utilização dos mecanismos de recolhimento compulsório, ou seja, o descontrole das taxas de redesconto, permitindo sua manipulação por parte dos bancos privados e em consequência inibindo a eficácia das políticas monetárias.

A utilização de títulos em *open market* por parte do governo, como opção de instrumento de política monetária também foi prejudicada. A partir do instante que esses títulos se destinavam, cada vez mais, a suprir o déficit governamental, a pressão da emissão e venda de novos títulos refletia, de um modo geral, na elevação das taxas de juros.

Logo, a ineficiência da política monetária adotada seria diretamente influenciada pela própria capacidade da autoridade monetária em controlar a oferta monetária e pelo caráter dualista em sua composição.



### 3. O GOVERNO SARNEY E A NOVA REPÚBLICA

#### 3.1 *A CRISE DE TRANSMISSÃO DE GOVERNO E A INSTABILIDADE POLÍTICO-ECONÔMICA*

O crescimento do déficit público na década de 80 e sua efetiva cobertura via empréstimos e emissões de títulos favoreceu indiretamente a elevação das taxas de juros no mercado. Já em 1985 o que se observou foi a existência de altas taxas externas de juros, tanto para poupadores de crédito quanto para tomadores, comprometendo a retomada do crescimento econômico.

Apesar do consenso entre especialistas da época em que o problema maior estaria realmente nos níveis elevados das taxas de juros, havia certa discrepância quanto às possíveis medidas de combate ao processo. Certos economistas pregaram a necessidade de reduzir as taxas através de emissões, já outros sugeriram uma atuação firme no controle do déficit público.

Uma maior emissão de moeda reduziria as taxas de juros de curto prazo, mas não perderia sua característica de baixa artificial e, em contra-partida, tal medida aliviadora fortaleceria a inflação, obrigando o governo em dado momento a restringir novamente a oferta da moeda.

Optando por uma política de controle do déficit público como medida única, o governo esbarraria na existência de fatores institucionais que coibiriam e retardariam o efeito de tais medidas.

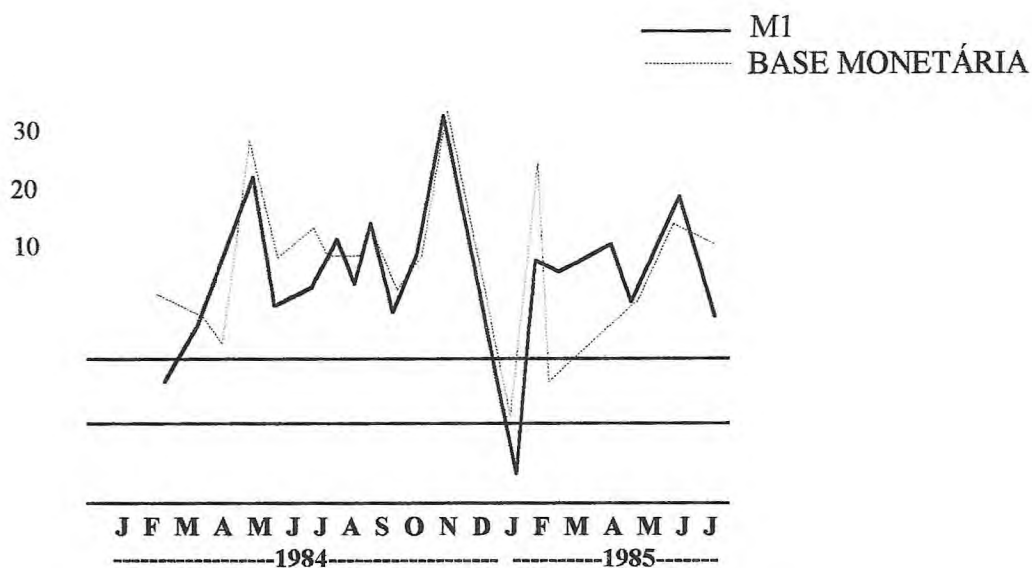
Faltava ao governo uma política econômica eficiente que promovesse, paralelamente a uma administração mais dinâmica da

máquina governamental, um controle mais rígido da oferta monetária. Comprometendo ainda mais a situação existiam pressões externas por parte dos bancos credores e FMI no que se refere ao pagamento da dívida e seus serviços, além da dificuldade para se conseguir novos créditos. Pelo âmbito interno, existia a chamada *ciranda econômica* movida por altas taxas de juros e cujo principal culpado era o próprio governo, e ironicamente a principal vítima.

### 3.2 O DESCONTROLE DO DÉFICIT PÚBLICO E A CRISE DE FINANCIAMENTO

Quando o governo Sarney assumiu, deparou-se de imediato com uma crise geral de expectativas, insuflando um processo altamente especulativo, originado não só pela situação de troca de governos, mas principalmente pelas expectativas em torno de uma futura política de combate à inflação.

De início, o governo deteve-se em medidas de curto prazo tentando manter as taxas de expansão monetária ( $M_1$  e base monetária) em níveis moderados. Embora nos primeiros meses de governo se tenha obtido certo êxito no controle da expansão monetária, a própria política de colocação de títulos públicos voltada para o financiamento do déficit colocava em jogo esta estabilidade. O perigo maior seria que a manutenção do déficit promovesse o descontrole e levasse a violentas expansões monetárias.

M<sub>1</sub>, BASE MONETÁRIA E IGPI - DI - VARIAÇÕES PERCENTUAIS MENSAIS

Fonte: Revista Conjuntura Econômica, Agosto/85, pág. 31.

A necessidade de financiamento do setor público, cujo déficit de *caixa* alcançava Cr\$ 5,8 trilhões já no mês de junho, forçou o governo a promover a emissão de grande quantidade de moeda, paralelamente a uma expressiva colocação de títulos públicos federais no mercado. Em números reais, este financiamento se deu pela expansão de Cr\$ 2,4 trilhões no saldo da balança monetária e pela colocação líquida de títulos no valor de Cr\$ 3,3 trilhões. A sustentação do déficit público via financiamento interno implicou na elevação da dívida mobiliária para cerca de Cr\$ 205,5 trilhões, apresentando com isto um percentual de crescimento bem superior ao da inflação no mesmo período.

O consenso geral entre economistas e tecnocratas era de que o governo excedia na utilização de medidas monetárias,

baseadas em expansões exageradas da oferta de moeda e títulos públicos. Como enfrentar esta armadilha da política monetária? A situação econômica complexa por que passava a nação parecia indicar não só a necessidade de um controle monetário rígido por parte das autoridades monetárias, bem como a necessidade de uma política fiscal mais austera. De qualquer forma, havia urgência em conter o déficit público, sob pena de seu descontrole implicar em uma elevação drástica das taxas de lucros e níveis de inflação.

No término dos primeiros 8 meses de governo, o déficit de *caixa* já atingia um patamar de Cr\$ 51,0 trilhões em igual período de 1984, revelando uma evolução de 276,9%. A expansão da oferta de títulos pelo governo implicou na elevação do saldo da dívida mobiliária interna federal para algo em torno de Cr\$ 322,6 trilhões, apresentando uma expansão nominal de 349,7% em 12 meses e real de 43,8%. A emissão ostensiva de moeda e títulos, na falta de um programa de estabilização, era o principal mecanismo utilizado pelo governo com vistas à acomodação do déficit público, retardando soluções mais drásticas para o problema e contribuindo para o aumento da dívida e das taxas de juros; que *em uma economia indexada, transmite-se via preços para todo o sistema, propagando-se e realimentando a inflação futura*<sup>18</sup>.

Na tabela 1 é interessante observar os progressivos incrementos nos percentuais inerentes à relação Dívida/PIB, que já em outubro de 1985, chegam a alcançar um patamar de 20,6%. Ou seja, o que se percebe quanto aos fatos é que a manutenção da

---

<sup>18</sup>FRANÇA, Paulo. Revista Conjuntura Econômica, dez/85, pag. 28.

dívida e seus serviços passa a apresentar níveis por demais preocupantes de comprometimento do produto interno bruto.

Já na tabela 2, pode-se perceber que a dívida pública mobiliária interna, já nos primeiros 8 meses de governo, sofre um aumento de quase Cr\$ 190,0 trilhões, em relação ao período antecedente.

Tabela 1 - Dívida pública mobiliária interna federal - títulos em poder do mercado e extramercado - saldos em Cr\$ bilhões

Final de período	ORTN		LTN		Total		PIB	Relação dívida/ PIB(%)
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%		
	1	2	3	4	5=1+3	6		
1980	447	-	173	-	620	-	13.164	4,7
1981	1.370	206,5	779	350,3	2.619	249,8	25.632	8,5
1982	4.153	503,1	713	- 8,5	4.866	124,3	50.815	9,6
1983	9.151	120,3	371	- 47,9	9.522	95,7	120.268	7,9
1984	51.251	460,0	2.213	496,2	53.464	461,5	386.967	13,8
1985(out.)	186.062	386,0	31.199	1.463,1	217.261	439,4	1.056.226	20,6

# BSFEAC

Tabela 2 - Dívida pública mobiliária interna federal - saldos em Cr\$ bilhões

Final de período	ORTN			LTNI			Total		
	BCB*	Público	Total	BCB	Público	Total	BCB	Público	Total
1984-Mar.	17.489	12529	30.018	3754	226	3.980	21.243	12.755	33.998
Jun.	24.596	18.918	43.514	3.250	200	3.450	27.846	19.118	46.964
Set.	27.848	32.069	59.917	3.131	1.159	4.290	30.979	33.228	64.207
Dez.	33.526	51.251	84.777	3.287	2.213	5.500	36.813	53.464	90.277
1985-Mar.	48.895	78.283	127.178	4.981	869	5.850	53.876	79.152	133.058
Jun.	65.562	115.289	180.851	10.250	14.400	24.650	75.812	129.689	205.501
Set.	76.075	163.165	239.240	24.948	23.852	48.800	101.023	187.017	288.040
Dez.	82.299	186.062	268.361	23.001	31.199	54.200	105.300	217.261	322.561

\* Inclui OTN. Fonte: Banco Central do Brasil

### 3.3 OS PLANOS ECONÔMICOS DE ESTABILIZAÇÃO E SEU CARÁTER *HETERODOXO* DE COMBATE À INFLAÇÃO

Embora bem recebidas pela população, as medidas econômicas adotadas pela equipe de governo, de caráter nitidamente *heterodoxo*, não conseguiram deter por muito tempo o avanço da crise econômica. Sua política de controle de preços e salários, promovida de forma por demais artificial, forçou de maneira drástica o comportamento das forças de mercado. O congelamento dos preços deu margem a um aumento excessivo da demanda, desembocando em uma profunda crise de oferta e posterior explosão de preços.

O caráter passageiro destas medidas impôs ao governo sucessivos fracassos econômicos, gerando inclusive certa incredulidade por parte da população com relação aos planos que se seguiram. Com a implantação do Plano Verão, de aspecto similar aos anteriores no que se refere a sua base *heterodoxa*, o governo procurou privilegiar algumas medidas de cunho tradicional (ortodoxo), baseadas principalmente no controle da oferta monetária. Desde o início tentou-se manter as taxas de juros em patamares elevados, procurando desmotivar qualquer excesso de demanda no curto prazo. Também a nível de política monetária, o governo extinguiu a OTN (Obrigações do Tesouro Nacional), objetivando desta maneira retardar o processo de realimentação inflacionária.

Por outro aspecto, o plano também propôs o fim do reajuste automático dos salários através da variação da URP,

procurando com isso motivar as negociações diretas entre trabalhadores e empresários. Dando continuidade ao planejado, centralizou as operações de crédito e adotou uma política de rolagem da dívida e possível suspensão de seus serviços junto aos credores estrangeiros. Outra medida articulada com o intuito de reduzir o déficit público foi o controle da massa salarial dos servidores públicos (de acordo com receita líquida), e a inicialização de um processo de demissões e redução da *máquina* pública, baseado no fechamento de órgãos e ministérios, e na privatização de estatais.

### 3.4 TEORIA E PRÁTICA

Embora procurou-se conter o surto inflacionário, principalmente através de políticas que promovessem a desindexação de preços e salários, o governo não deixou de levar em conta as possíveis pressões inflacionárias oriundas de expectativas de longo prazo. Só através da retração da demanda (privada e pública) é que se poderia pensar em reverter as expectativas e conter o processo de aceleração inflacionária. Daí a necessidade da manutenção de altas taxas de juros e da redução do crédito, paralelamente ao corte das despesas governamentais.

Mesmo mantendo estas taxas em níveis elevados e procurando desindexar a economia, o Plano Verão não logrou êxito no combate às expectativas inflacionárias, alimentadas em boa parte pelo fracasso das experiências anteriores e pelos ataques especulativos. As taxas elevadas de empréstimos e do *overnight*,



apesar de frearem o consumo, e até certo ponto conterem a alta indiscriminada dos preços, pesaram contra o próprio governo, na medida em que também impulsionaram o crescimento da dívida interna.

No que se refere à política monetária adotada, o Banco Central não realizou um controle rígido das emissões. Com a estabilidade os preços também dependiam desse controle absoluto e da própria estabilidade da oferta monetária, coadjuvado com um mercado de câmbio livre e bem administrado. O governo sentiu dificuldades em alcançar seu objetivo maior de controlar o avanço do processo inflacionário.

## 4. A POLÍTICA ECONÔMICA NO GOVERNO FERNANDO COLLOR

No âmbito monetário, o primeiro semestre de 1990 (a partir de 15 de março) foi marcado por uma extensa reforma econômica, implicando em grandes alterações no portfólio dos agentes econômicos, mas não alterando o modo de atuação do Banco Central junto ao sistema financeiro.

Com a edição do Plano Collor e a retenção de ativos pelo Banco Central, houve uma grande contração no estoque de meios de pagamentos, principalmente em relação a M4 (em torno de 55,5% em termos reais). Com a queda da inflação, parte dos depósitos em poupança foram convertidos em bens de consumo, paralelamente a aumentos rápidos na demanda por moeda. O temor em torno destas políticas, que forçavam a baixa da inflação de forma rápida e artificial, estava justamente na possibilidade de um retorno quase imediato às elevadas taxas inflacionárias observadas antes da adoção dessas medidas.

Apesar de, até certo ponto, o plano econômico estar amparado por um conjunto de medidas teoricamente corretas, baseadas em uma política monetária restritiva e numa política fiscal austera, como seus antecessores, fraquejou no combate a inflação e a retomada do crescimento econômico. Na verdade a forte queda observada na atividade econômica, com reflexos nos níveis de renda e emprego, marcou 1990 como um ano de péssimo desempenho econômico. O Produto Interno Bruto teve uma queda superior à 4%, paralelamente a uma inflação mensal que beirava a casa dos 20%.

A volta de índices elevados de inflação obrigou o governo a lançar mão de um novo conjunto de medidas econômicas. Batizado de Plano Collor 2, utilizou-se amplamente dos instrumentos de política monetária como forma de regular a atividade bancária e o mercado financeiro. Com o intuito de buscar uma maior estabilidade no nível de reservas bancárias, dividiu as instituições financeiras (para fins de recolhimento compulsório) em dois grupos. Também proibiu a participação de pessoas físicas e jurídicas não financeiras nas operações de mercado, ficando este acessível somente às instituições do sistema financeiro e aos Fundos de Aplicação Financeira. Tal medida tinha como princípio aumentar os prazos dos ativos financeiros e restaurar os instrumentos de regulação da liquidez implícitos nas operações de mercado aberto. Ao mesmo tempo, foram extintos os indicadores de base utilizados para a remuneração das operações financeiras (BTN e BTNf), passando essas a se guiarem pelas, recentemente criadas, taxas referências de juros: TR e TRD. Inicialmente a TR foi fixada pelo Banco Central em 5%, mas já para o mês de março, seu valor já alcançava a casa dos 8,5%.

A substituição do *overnight* pelo Fundo de Aplicação Financeira (FAF) permitiu ao governo aumentar o tempo de posse da moeda, haja vista estas operações de curto prazo passarem a *depende*r de um prazo estipulado para a liberação líquida dos recursos, sob pena de pesadas alíquotas de recolhimento de IOF. Esta medida permitiu ao governo *aumentar* sua capacidade de fazer política monetária, dando ao Banco Central a chance de ganhar mais tempo para promover ajustes no nível das taxas de juros.

O controle sobre a oferta de moeda mantido pelo Banco Central possibilitou a redução dos níveis de crescimento de M1 (conforme média

dos últimos 12 meses - vide tabela 9), bem como a contração da base monetária em mais de 19% para o mês de janeiro de 91, em contrapartida a uma expansão de 19,1% observada no mesmo período do ano anterior.

TABELA 9 - INDICADORES DE POLÍTICA MONETÁRIA

Final de Período	Liquidez Real		Variação na Liquidez Real		Variação da Taxa de Crescimento da Oferta de moeda	
	Mês	12 meses	Mês	12 meses	Mês	12 meses
1990- Nov	1,2	56,2	14,1	13,4	18,6	- 538,4
Dez	18,7	45,4	19,9	- 10,8	23,1	- 892,2
1991 - Jan	- 30,0	49,1	- 48,7	3,7	- 56,7	- 643,6

Nota: a) Liquidez real =  $(N/d)$  no mês;  $N = M1$  e  $d = INPC$

b) Var. na liq. real = diferença entre as taxas de liquidez real dos meses  $n$  e  $n-1$ ;

c) Var. na oferta de moeda = diferença entre as taxas de expansão de  $M1$  nos meses  $n$  e  $n-1$ .

Fonte: Revista Conjuntura Econômica, março/1991, pag. 26.

No período subsequente que se segue, o governo procurou manter a política de taxas de juros elevadas. Os altos níveis de liquidez da economia, atrelado aos rendimentos elevados das aplicações de curtíssimo prazo, repercutiu no aumento dos meios de pagamentos ( $M1$ ) em 8,2% para o período. Este aumento expressivo dos níveis de liquidez, além de ter sua origem relacionada a essas elevadas taxas internas, está relacionado também ao grande influxo monetário advindo do setor externo da economia.

## 5. A URV E O PLANO FHC - 2 - A ÚLTIMA CARTADA DO GOVERNO ITAMAR FRANCO

A instabilidade política observada nos últimos meses do governo Collor, paralelamente a um total descompasso das medidas econômicas, parecem, de um modo geral, continuar na administração Itamar Franco.

A expansão recorde de 80% na base monetária no mês de dezembro de 1993 e a dificuldade do Banco Central em administrar uma política efetiva de controle de juros dão a idéia de a que ponto chegou o descontrole econômico. Esta expansão expressiva da base monetária tem inquestionável importância na aceleração da inflação, visto que um aumento na liquidez, sem a devida elevação na produção, implica sobre forte pressão sobre o nível de preços. Para dificultar ainda mais, nem a manutenção de altas taxas de juros vem oferecendo segurança ao Banco Central, em virtude de os juros internos estarem atraindo o capital estrangeiro especulativo, gerando com isso, um forte impacto sobre a base monetária. Existe portanto a necessidade por parte da equipe de governo, de reexaminar a atuação e eficiência dos instrumentos de controle de fluxos de capitais e mecanismos tributários, sob pena de dificultar ainda mais a prática de políticas ativas de controle dos juros.

A fim de reverter a situação caótica pela qual passa a economia, o governo Itamar Franco lançou mão do que talvez seja sua última cartada à nível de política de estabilização - o Plano FHC - 2. Na verdade, praticamente o único conjunto ordenado de medidas econômicas a ser notado neste governo.

A partir da aprovação da MP 434 pelo Legislativo, que converte salários em URV (Unidade Real de Valor) pela média, o governo deu o

primeiro passo em direção ao seu objetivo maior de *ancorar* a moeda, a partir de um processo de *dolarização fraca* da economia.

Se pelo aspecto positivo o plano não destrói o sistema de preços da economia (como no caso do congelamento) nem gera inflação reprimida, por outro lado, questiona-se o congelamento de salários e as possíveis perdas salariais. Apesar de a desindexação dos preços não ocorrer de forma espontânea, ao contrário dos planos anteriores, a fase de artificialismo é breve, estando ligada à própria duração da URV.

O sucesso do plano depende da possibilidade de se manter uma taxa de câmbio estável, de se evitar a emissão de moeda para fins de financiamento do setor público e da necessidade de se manter o equilíbrio fiscal e a disciplina monetária. A dúvida que paira no ar é se este processo de dolarização seguido da introdução de uma nova moeda com paridade cambial fixa, conseguirá manter o Real estável, sob pena de retroceder às formas anteriores de indexação e colocar o sucesso do plano FHC - 2 em jogo.

## CONCLUSÃO

A generalização do processo inflacionário a partir da década de 70, em particular nas nações menos desenvolvidas, levou um grande número de estudiosos a analisar o problema, desenvolvendo novas teorias e revisando antigos modelos. Mesmo assim, apesar do esforço voltado para a questão, ainda não se criou uma terapia que seja capaz de erradicar o fenômeno inflacionário. É justamente nas economias mais jovens, como o Brasil, que este fato torna-se mais visível.

Foi na América, e em particular no Brasil, onde o problema inflacionário se apresenta de forma crônica, que começaram a surgir estudos de economistas ligados à corrente estruturalista e à CEPAL, objetivando buscar soluções para a questão dentro do contexto dessas economias em desenvolvimento. A partir do pressuposto de que os modelos desenvolvidos nas nações mais avançadas eram baseados em fatores conjunturais que não se adaptam à realidade político-econômica vigente no terceiro mundo, armaram uma crítica ferrenha contra estas teorias e em particular contra a teoria monetarista.

Negligenciando muitas das terapias em vigência, os estruturalistas advogam em favor do controle rígido de preços e salários, partindo de políticas econômicas baseadas na intensa participação do Estado na regulação da atividade econômica e *choques* de caráter heterodoxo, calcados em instrumentos por demais artificiais. Por isso mesmo, contrários à idéia monetarista de mercado *livre* de intervenções do Estado e políticas econômicas baseadas numa ação gradualista dos instrumentos monetários.

Passados já alguns anos desde as primeiras experiências heterodoxas no país (Plano Cruzado, Bresser, ...) percebe-se que a crítica imposta por estes economistas à teoria monetarista e à utilização de novos instrumentos de combate à inflação, se de alguma forma contribuiu para o avanço teórico da

ciência, em pouco contribuiu para a solução do processo inflacionário no caso brasileiro. Na verdade, o que se conseguiu, à nível prático, foi o controle momentâneo e esporádico dos níveis de inflação, baseado em fatores artificiais. Após estes períodos de *relativa tranquilidade econômica*, observa-se quase sempre, grandes desequilíbrios e tumultos político-econômicos.

Após estas experiências, percebe-se a necessidade de melhor utilizar e priorizar os instrumentos monetários tão discutidos na teoria monetarista. Também não se pode esquecer a necessidade básica de se manter um banco central sólido e independente de interesses particulares ou pressões políticas. Somente a partir de medidas baseadas no controle e estabilidade da oferta monetária, poderá se pensar em alcançar uma situação de equilíbrio para nossa economia.

A lição que fica é a de que não se deve abusar de atitudes radicais e que o consenso entre idéias divergentes pode ser benéfico e promover avanços para a solução da questão inflacionária. Ou seja, a adoção de políticas econômicas compostas de medidas sérias baseadas tanto no controle da oferta monetária, quanto do déficit público, devem ser a base de qualquer medida de estabilização. Também é justo pensar em uma atitude moderada por parte do governo no que se refere às medidas intervencionistas adotadas. É lógico que numa economia conturbada como a brasileira, caracterizada por falta de identidade, a livre movimentação das forças de mercado pode ser prejudicial, haja vista exercido por monopólios e conglomerados estrangeiros. A intervenção do Estado é justa, desde que de forma ponderada.

Por fim, a partir do que se observa nos dias atuais, em nações politicamente desreguladas como o Brasil, não se pode creditar toda culpa dos infortúnios a técnicas e economistas (monetaristas, estruturalistas ou outros), visto que da teoria à prática há um longo caminho a ser percorrido e, às vezes,



uma boa medida, à parte os problemas sofridos pelo tempo de maturação e efetivação, muitas vezes é distorcida por interesses particulares de classes poderosas e equívocos dentro do próprio governo.

## BIBLIOGRAFIA

1. ACKLEY, Gardner. Macroeconomic Theory, New York, 1961.
2. BRANSON, Willian H. Macroeconomia, Harbra, São Paulo, 1978.
3. DORNBUSCH, R e Fischer, S. Macroeconomia, 5ª edição, Mc Graw Hill do Brasil, São Paulo, 1989.
4. DORNBUSCH, R e Fischer, S. Macroeconomia, 2ª edição, Mc Graw Hill do Brasil, São Paulo, 1982.
5. FISCHER, I. Purchasing Power of Money, New York, 1963.
6. FRIEDMAN, M. "The Role of Monetary Policy" in American Economic Review, 58 (March), 1968.
7. GOMES, G.M. Monetaristas, Neoestruturalistas e a Inflação Brasileira em 1985, Seminário de Economia Brasileira, ANPEC, Brasília, 1985.
8. HALL, Robert E. e TAYLOR, John B. Macroeconomia: Teoria, Desempenho e Política, Campus, Rio de Janeiro, 1989.
9. KANDIR, A. A Dinâmica da Inflação: Uma Análise das Relações entre Inflação, Fragilidade Financeira do Setor Público, Expectativas e Margens de Lucro, Nobel, São Paulo, 1989.
10. KENNEDY, Peter. Introdução à Macroeconomia, Saraiva, São Paulo, 1979.
11. Revista Conjuntura Econômica, janeiro/85 - maio/94, São Paulo.
12. Revista de Economia Política, Vol. 1, nº 3, julho-setembro/1981.
13. SANDRONI, Paulo. Dicionário de Economia, 3ª edição, Nova Cultura, São Paulo, 1989.
14. SIMONSEN, M. H. Inflação: Gradualismo x Tratamento de Choque, APEC, Rio de Janeiro, 1970.
15. SIMONSEN, M. H. Macroeconomia, vol. 1, 5ª edição, APEC, Rio de Janeiro, 1976.

16. SIMONSEN, M. H. e CYSNE, R. P. Macroeconomia, Rio de Janeiro, 1989.
17. SIMONSEN, M. H. A Teoria da Inflação e a Controvérsia sobre a Indexação, Atibaia, 1979.
18. PANTKIN, Don. A Tradição de Chicago, A Teoria Quantitativa e Friedman, vol. 2, nº 3, Ed. Multiplic, 1981.
19. CHUMVICHITRA, Pichai e CARVALHO, W. B. Moeda e Inflação: Uma Resenha das Teorias Monetárias, CAEN, Fortaleza, 1992.