

# Considerações sobre a Inflação e a Política Monetária em 1977

Antonio Carlos Lemgruber(\*)

## RESUMO

Neste artigo é feita uma análise da política monetária adotada no Brasil em 1976 e 1977, evidenciando-se que houve pouca severidade no aperto monetário. Esta política explicaria a pequena desaceleração inflacionária e do crescimento do produto em 1977. São consideradas as causas para a ausência do aperto monetário, destacando-se o dilema entre inflação e recessão, bem como o imperfeito controle sobre os agregados monetários. Sugere-se maior flexibilidade nas taxas de câmbio, de redesconto e das LTN. São feitos também comentários a respeito da inflação e do crescimento em 1978, com base na política econômica de 1977.

Existe um certo consenso entre os economistas que se arriscam a fazer previsões de que a taxa de inflação em 1977, medida pelo índice geral de preços na base dezembro/dezembro, ficará bastante próxima de 38%. É certo que isto representará alguma melhoria em comparação ao resultado do ano anterior (46%) mas, por outro lado, continuará sendo um nível de inflação extremamente elevado e bem superior a períodos anteriores, como 1974-1975 (média de 32%) ou 1967-1973 (20%).

Há também consenso de que a taxa de crescimento real ficará próxima de 6%, com a indústria crescendo um pouco menos que

---

(\*) O Autor é economista do Instituto Brasileiro de Economia da FGV.

esta taxa média e a agricultura crescendo bem mais. Em contraste com a inflação, este número é menos favorável que o do ano de 1976 (9,2%), superando apenas nos anos mais recentes o resultado pouco satisfatório de 1975 (5,6%) e ficando bem abaixo das taxas verificadas em 1968-1974 (média de 11%). Por outro lado, um crescimento real de 6% não deve de modo algum ser caracterizado como “recessão”, valendo frisar que a taxa média de crescimento nos últimos trinta anos em nossa economia supera aquele valor em um ou no máximo dois pontos de percentagem.

Aparentemente os resultados de 1977 com relação à inflação e ao crescimento poderiam sugerir um certo fracasso na política monetária. Com efeito, alguns analistas acreditam que a pequena desaceleração da inflação e do crescimento real em 1977, comparativamente a 1976, estaria demonstrando uma ausência de efeitos substanciais da política monetária sobre a economia, já que se deveria esperar uma maior desaceleração nos preços e no produto, em função do aperto monetário e creditício iniciado em meados de 1976.

Todavia, os números relativos aos agregados monetários sugerem uma história algo diferente. O suposto “aperto monetário” em 1976 e no primeiro semestre de 1977 apresentou pouca severidade em termos agregados. Conseqüentemente, não é surpresa que vá ocorrer apenas uma pequena desaceleração inflacionária e do crescimento do produto.

A taxa anual de expansão da oferta monetária — definida convencionalmente como M1 ou meios de pagamento — declinou de 44% no primeiro trimestre de 1976 (em relação à média do mesmo trimestre do ano anterior) para 39% no segundo trimestre de 1977, devendo cair um pouco mais, para cerca de 37%, neste terceiro trimestre. Para que se tenha uma idéia da pouca severidade deste “aperto” recente, basta compará-lo com o aperto anterior, de 1974: a mesma taxa declinou de 50% no primeiro trimestre de 1974 para 26% no segundo trimestre de 1975, reduzindo-se quase à metade, portanto. É bom lembrar, a propósito, que o aperto de 1974 — mais severo — produziu os efeitos esperados em termos de desaceleração da inflação e do crescimento em 1975.

Um outro importante agregado monetário — a chamada “base monetária”, que constitui a variável-chave para a execução da política — apresentou um comportamento que chega a surpre-

ender dentro de um contexto de aperto econômico. A taxa de expansão da base **acelerou** continuamente de 36%, no primeiro trimestre de 1976, para 67%, no segundo trimestre de 1977. Em julho aquela taxa ainda se situava em torno de 63%. Novamente para comparação, aquela taxa havia declinado de 51%, no primeiro trimestre de 1974, para 17%, no segundo trimestre de 1975. Como se observa, os diferentes graus de severidade nos dois últimos períodos de aperto monetário ficam ainda mais evidentes no caso da base monetária.

Poder-se-ia argumentar que o aperto de 1976-1977 foi mais severo que o de 1974, tomando por base a evolução em termos reais destes agregados monetários. Em outras palavras, numa forma bastante simplificada, o crescimento real dos meios de pagamento foi negativo no segundo semestre de 1976 e no primeiro de 1977 (isto é, a inflação foi superior à expansão monetária nestes períodos), o que não ocorreu em 1974 ou 1975, ao menos de forma tão significativa.

Não parece, porém, inteiramente adequado utilizar a liquidez real como indicador de política monetária. A principal razão é que este conceito depende da evolução dos preços, não podendo ser adequadamente controlado e — mais importante — não podendo servir de indicador para a execução de uma política que, supostamente, pretende afetar o próprio nível geral de preços.

Na verdade, o declínio da liquidez real em 1976 e 1977 correspondeu em grande parte a uma queda na demanda por moeda, isto é, um aumento em sua velocidade de circulação. Isto se explica pelo aumento verificado nas taxas de rentabilidade dos substitutos de moeda, incluindo-se aí diversas taxas nominais de juros e a própria taxa esperada de inflação. A redução na demanda por moeda em termos reais, combinada com efeitos de preços agrícolas, empurrou o nível de preços para cima em 1976-1977 fazendo com que a inflação fosse superior ao crescimento da oferta de moeda.

Esta análise é necessária porque sugere que, a longo prazo, mesmo que a oferta monetária fosse mantida nos níveis atuais de 35-40% ao ano, a inflação declinaria lentamente para níveis da ordem de 25-30% ao ano, já que os efeitos via velocidade de circulação e via preços agrícolas aumentam (e diminuem) apenas

temporariamente a taxa de inflação. A longo prazo, a inflação corresponde ao excesso da expansão monetária relativamente ao crescimento real da economia.

Eis aqui aparentemente um bom ponto para investigar as principais razões da ausência de um severo aperto monetário em 1976 e 1977 no sentido já discutido anteriormente, tomando como indicador a liquidez nominal e não a real. Há dois tópicos a serem considerados: 1) o dilema de curto prazo entre inflação e recessão; 2) o controle sobre a oferta monetária no Brasil.

Dada a rigidez da taxa de inflação, alimentada pelas expectativas do público e por choques autônomos via preços agrícolas e preços internacionais, uma política monetária restritiva pode exercer substanciais efeitos a curto prazo sobre o produto real, podendo causar uma desaceleração de crescimento ou mesmo uma recessão. Neste contexto, pode-se entender a preocupação de muitos analistas com a queda real nos meios de pagamento nos últimos 12 meses aproximadamente.

Todavia, é justamente a desaceleração de crescimento — ou mesmo a recessão — que provoca o surgimento de alguma capacidade ociosa na economia, a qual é necessária para quebrar a rigidez da taxa de inflação e permitir a sua desaceleração.

Este é o dilema de curto prazo entre inflação e recessão. Para se reduzir substancialmente a taxa inflacionária, é necessário que o País cresça a taxas abaixo da média durante alguns anos. E isto se consegue mediante políticas econômicas realmente restritivas. Não pode ocorrer uma desaceleração inflacionária substancial sem uma “recessão de crescimento”

Este difícil dilema parece ter contribuído para que em 1975 o Governo abandonasse a política de aperto monetário de 1974 e também para que em 1977 a nova política de aperto não fosse exercida com tanta severidade. Este dilema também explica a tendência das autoridades monetárias no sentido de acomodar variações de preços relativos, geradas por choques do lado da oferta — principalmente agrícola e internacional —, eternizando a taxa de inflação vigente, de modo a evitar a recessão.

Por outro lado, mesmo que as autoridades monetárias escolham a taxa ótima de crescimento monetário após uma análise custo-benefício do dilema inflação-recessão, há o problema da

imperfeição do controle monetária. Tendo em vista o surpreendente crescimento da base monetária — já mencionado —, pode-se dizer que, ao menos de forma parcial, o ainda elevado crescimento dos meios de pagamento se deve a imperfeições no controle da base monetária.

Com efeito, não era possível conciliar as taxas recentes de crescimento da base monetária — da ordem de 60-70% — com as metas anunciadas de 25% para os meios de pagamento no final do ano. Foi isto justamente que motivou as autoridades monetárias a reverem o Orçamento Monetário na metade do ano, de modo a conter o crescimento da base. Os dados mais recentes, todavia, parecem evidenciar que só mesmo com uma nova revisão do Orçamento se poderia atingir a meta de 25%, sendo mais provável que esta meta seja ultrapassada.

As frequentes revisões do Orçamento, bem como as discrepâncias nos últimos anos entre as metas e os resultados monetários, revelam muitas imperfeições no controle da base monetária e naturalmente nos meios de pagamento no Brasil.

Cabe destacar aqui apenas as dificuldades de controle sobre algumas contas básicas das autoridades monetárias: operações cambiais, redescontos, e operações da dívida pública. É extremamente difícil controlar a base monetária sem uma maior **flexibilidade** nas taxas de câmbio, de redesconto e das LTN. Por exemplo, a insistência na política de juros baixos impede que sejam processadas elevações substanciais das taxas de redesconto — definidas num sentido amplo — e das taxas das LTN. Tais elevações seriam necessárias para se obter uma contração adequada da base monetária. As taxas de redesconto estão francamente negativas em termos reais, devendo-se cogitar da adoção de um mecanismo de miniajustamentos naquelas taxas, semelhante às minidesvalorizações. Os níveis das taxas das LTN têm impedido uma expansão líquida adequada da dívida pública, de modo a desacelerar o crescimento da base monetária.

Além disso, há os diversos mecanismos de crédito seletivo, reduzindo também os graus de liberdade. Mais ainda, o multiplicador monetário também é afetado pela inflexibilidade daquelas taxas, contrastando com a liberdade existente para outras taxas de juros no sistema financeiro. Houve também no segundo semestre reversão nas contas do Tesouro Nacional, de superávit para déficit, acrescentando novo fator de expansão da base.

A meta anunciada para o crescimento dos meios de pagamento ao final do ano é de 25%. Se isto efetivamente ocorresse, aí sim, teríamos uma desaceleração monetária bastante substancial, implicando uma desaceleração inflacionária sensível em 1978 (ao lado de uma baixa taxa de crescimento real). Além disso, a inflação a longo prazo embutida naquela taxa seria de apenas 15% ou 20%, taxas com as quais o País se acostumou a conviver em 1967-1973. Todavia, tendo em vista o dilema de curto prazo entre inflação e recessão, é provável que haja algum “arrependimento” e terminemos o ano com um crescimento da ordem de 35% nos meios de pagamento, não muito diferente do verificado nos últimos meses. Na verdade, isto já foi praticamente confirmado em declarações recentes das Autoridades Monetárias. Neste caso, teríamos de nos contentar com uma desaceleração menos substancial da inflação em 1978, muito embora — como já foi enfatizado e como o mês de agosto mostrou claramente — apenas a reversão dos efeitos autônomos de 1976-77 sobre a inflação possa fazê-la cair cerca de 10 pontos de percentagem entre 1977 e 1978. A vantagem do aperto severo é que justamente a queda poderia ser acelerada, retornando-se já em 1978 aos níveis verificados em 1967-1973.

Há 30 anos atrás, Octavio Bulhões e Jorge Kingston, num artigo sobre política monetária publicado no primeiro número da RBE (**Revista Brasileira de Economia**), frisaram que a política de redução de preços não é compatível com a existência de amplas facilidades de crédito: “se os produtores não se sentirem forçados a vender, dificilmente será vencida a resistência contra a tendência de redução dos preços”. Apesar de defasagem e imperfeições, a política monetária exerce poderosos efeitos sobre a economia. Espera-se que em 1978 estes efeitos sejam numa direção favorável no que diz respeito à evolução da taxa de inflação, e não se repita o que ocorreu em 1975 em matéria de política econômica folgada. Do lado do produto real, porém, será necessário aumentar o chamado **hiato** entre o produto potencial da economia e o produto efetivamente verificado, mediante taxas de crescimento inferiores a 7% ao ano.