

São Paulo, 13 de Setembro de 1993.

Prezado Bacha:

Lí com grande interesse o seu trabalho "O Fisco e a Inflação".
Infelizmente tenho a impressão que o Michael Bruno continua com a razão! O
insucesso de sua refutação não se deve à sua lógica, mas ao seu ponto de
partida. "Minha conclusão - diz você à página 8 -, é que novas rotas precisam
ser exploradas para encontrar uma explicação convincente da origem fiscal da
inflação brasileira - uma explicação da qual, ao contrário das teses
supostamente fundamentalistas antes descritas, se possa concluir (sic!) ser de
fato imperativa a mudança do regime fiscal para deter o processo inflacionário."
Isso não é uma conclusão: é uma profissão de fé!

Mas será isso realmente necessário? Para compreender que talvez se possa construir outra explicação, basta formular um modelo macroeconômico completo com a hipótese de que não existe nenhuma variável nominal fixada exógenamente e completá-lo com uma dinâmica em que tudo varia com a taxa de inflação (moeda, câmbio, salário, taxa de juros nominal). Nesse modelo a taxa de inflação é absolutamente indeterminada e capaz de "passeios ao acaso", como os que temos assistido desde o plano Cruzado. Tudo se passa como se os mecanismos homeostáticos da economia tivessem sido destruídos. Veja, por exemplo, o artigo do Patinkin no Journal of Economic Perspectives, Spring, 1993.

Nenhum modelo unicausal pode replicar uma realidade tão complexa como a da inflação brasileira. Creio, entretanto, que existem algumas dificuldades substantivas com a teoria utilizada no seu trabalho que merecem reflexão mais cuidadosa.

A função que exprime o imposto inflacionário depende das variações das expectativas inflacionárias. É preciso impor o "steady state" $p^e = 0$, quando então, $p^e = p$, produz uma curva "bem comportada". A construção da curva m no gráfico 1 supõe $p^e = p =$ taxa de expansão monetária de equilíbrio. É por isso que a senhoriagem é igual ao imposto inflacionário.

A curva dos seus gráficos 1 e 3 são traçadas, portanto, com taxa de inflação esperada exatamente igual à taxa de inflação verificada em cada ponto. O ponto de "equilíbrio" chamado de instável só é "equilíbrio" num sentido especial, pois na verdade ele é um ponto de "fuga", uma vez que verificadas as condições de estabilidade, mesmo um choque infinitesimal coloca a inflação esperada à procura do "outro", ou inicia uma hiperinflação. Resultado muito pouco palatável diante do comportamento de nossa inflação.

A aceltação da sua curva $d = d(p)$, não modificaria a situação, mas creio que há um problema metodológico escondido. Para ser colocada no

mesmo gráfico e a intersecção significar "equilíbrio", seria preciso que em cada ponto de sua $d = d(p)$, tivéssemos $p^e = p$. Ora é exatamente isso que não se verifica. Na sua curva p não é a inflação esperada que coincide com a inflação verificada, mas a inflação que, "ex-post", reduz o deficit real. Só quando a inflação "ex-post" coincidissem com a esperada é que o equilíbrio teria sentido. Logo o orçamento teria de imbutir essa inflação e a sua curva $d = d(p)$ seria, de novo, uma constante. Talvez eu esteja equivocado, mas tenho sérias dúvidas se a curva m e a sua $d(p)$ pertencem ao mesmo espaço e se a sua intersecção é legítima para produzir algum "equilíbrio".

Note que no seu gráfico 1 não se pode dizer (como fazem alguns professores), que p' é um ponto de equilíbrio estável porque à sua direita a inflação esperada é maior que a realizada e à sua esquerda a inflação esperada é menor que a realizada. Em todos os pontos da sua curva m , a taxa de inflação esperada é exatamente igual à realizada. A dinâmica do processo é:

$$\dot{p}^e = k(p - p^e)$$

e o "steady state" (que produz a curva m) impõe $\dot{p}^e = 0$. Sabemos que p' é um ponto de equilíbrio estável porque, se as condições de estabilidade estão

garantidas, então as variações da taxa esperada de inflação (\dot{p}^e) crescem ou decrescem com a diferença $d - m$, mas isso não pode ser lido no gráfico.

Creio que você intuiu (nota 11) que a sua dinâmica $\dot{p} = a(d - m)$ não tem nada a ver com a equação diferencial que dá a trajetória da inflação esperada nos processos "à la Cagan", que é determinada por $\dot{p}^e = g(d - m)$

Assim, o seu "passa-se por cima da dificuldade..." (nota 11) torna-se difícil de engolir a seco!

Agora, fazendo o que todos os economistas costumam fazer, isto é, escondendo em baixo do tapete todas as dificuldades epistemológicas e abstrações sucessivas, e supondo que a curva m existe como um fato empírico, não deveria haver alguma relação estável entre as variações da taxa de inflação e as variações do deficit real? E isso existe?

Além do mais (Bruno & Fischer, 1990) o equilíbrio "menor" é estável com expectativas adaptativas, mas instável com expectativas racionais.

Exatamente o oposto do que ocorre com o equilíbrio "maior". E o equilíbrio múltiplo é consequência da ausência de uma âncora nominal para a economia. Diante disso, tenho dúvidas sobre o que se significa estar no "lado errado da curva de Laffer da inflação".

II

Sempre tive sérias dificuldades em entender o uso dos modelos "à la Cagan" para explicar a realidade fora de um período de hiperinflação aberta, pois ele exige hipóteses selvagens: o produto tem que ser constante, a taxa de juros já não exerce qualquer papel na demanda de moeda, a relação entre base e meios de pagamentos não deve se alterar, etc.

Por outro lado, a restrição orçamentária (senhoriagem = deficit) estabelece uma relação dentro de intervalos infinitesimais de tempo. É a senhoriagem $\frac{dM}{dt}/P$ no intervalo $(t, t+dt)$ que é igualada ao deficit no período

($t, t+dt$). Quando se faz a hipótese $d = \text{constante}$, o que estamos impondo é que em cada intervalo dt o deficit é igual a d . O problema de operacionalizar os resultados para intervalos finitos não é trivial.

Não vejo como é possível, a partir de proposições tão frágeis, se possa, como você faz à pg.13, dizer que "a partir desse conjunto de hipóteses, que ainda precisam ser validadas empiricamente, derivam-se alguns resultados relevantes." Os "resultados" são um conjunto de proposições interessantes, construídas sobre uma base teórica frágil e sem confirmação empírica. Trata-se de puro contrabando, onde o "artigo de fé" substitui a lógica cerrada do velho professor...

As suas proposições talvez possam ser aceitas como "verdades evidentes", mas não como resultado da análise.

Como você, tenho a convicção de que o equilíbrio fiscal é a única e definitiva condição para o fim da inflação brasileira. Mas creio que dificilmente ele será alcançado sem uma estabilização prévia. Sem ela, apenas podemos intuir o tamanho do problema e não podemos manipular o que não conhecemos. É claro que os cálculos do deficit operacional que iniciamos em 1983 nos ajudam, mas é claro também, que eles são estimativas precárias do que precisa ser feito.

E há ainda uma questão importante. Talvez seja ousado dizer, mas creio que temos um deficit estrutural pequeno. Operando a 76% de capacidade (quando costumávamos operar a 88%) temos em torno de 16% de ociosidade. Com um PIB de 500 bilhões isso significa quase 80 bilhões de dolares de produção não realizada anualmente, apenas por conta da desintegração monetária e das elevadíssimas taxas de juros reais. Temos aí 20 bilhões de impostos não recolhidos porque a produção não foi realizada. A receita federal não realizada deve ser coisa parecida com 10 bilhões de dolares

(a mesma receita para estados e municípios). Se realizada a produção pelo restabelecimento da moeda, é seguro que 1) poderíamos transferir sem problemas as tarefas para estados e municípios e 2) o deficit operacional da União seria muito pequeno pelo aumento da receita e pela queda dos juros reais.

Estabilizar é fácil. Construir o equilíbrio posterior é que são elas ...

A situação brasileira é mais complexa do que a da maioria dos países onde os planos de estabilização foram bem sucedidos, porque não se pode esperar nenhum efeito dramático sobre a receita, uma vez que o efeito Oliveira-Tanzi já foi eliminado. Só resta o efeito da corrosão inflacionária na despesa. Dessa forma o equilíbrio terá de ser feito a frio, cortando despesas. As contribuições positivas deverão vir da monetização produzida pela elevação da demanda da nova moeda, um programa de "privatização selvagem" e da recuperação do nível de atividade.

Para fazer isso, são necessários um marco institucional adequado, credibilidade, disposição, poder, tempo e paciência, seis atributos que,

visivelmente, o Governo não dispõe. Se isso for verdade - e creio que é -, talvez seja melhor mesmo ir tentando construir o equilíbrio, em lugar de meter-se em mais uma aventura de estabilização com fins eleitorais. Mesmo que isso signifique pequena chance de reduzir dramaticamente a inflação

Escrevi apenas para estimulá-lo a continuar pensando. E demonstrar o meu apreço por seu trabalho.

Um abraço do


ANTONIO DELFIM NETTO

Camare dos Deputados
Anexo IV - Gabinete 511
70.160 Brasília, DF