

## Resenha bibliográfica 2

### Inflation, debt, and indexation

Dornbusch, Rudiger, e Simonsen, Mário Henrique, orgs.  
*Inflation, debt, and indexation*. Cambridge, Massachusetts (Estados Unidos) e Londres, The MIT Press, 1983. 334 p.

CLÓVIS CAVALCANTI \*

Aparentemente, o volume organizado por Rudiger Dornbusch, professor de economia do Massachusetts Institute of Technology (MIT), e Mário Henrique Simonsen, ex-ministro da Fazenda e do Planejamento do Brasil e diretor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas, estaria desatualizado ou se mostraria menos relevante em face do Programa de Estabilização Econômica anunciado em 28 de fevereiro de 1986 pelo presidente José Sarney. Esta conclusão, porém, não faz nenhum sentido e só ocorreria a um observador desatento da conjuntura brasileira. De fato, se foi possível pôr um freio no ritmo violento de crescimento dos preços que se verificava no país, sobretudo no final de 1985 e início de 1986, não se conseguiu afastar de uma vez por todas o perigo sempre terrível da inflação. Por outro lado, deve-se ter todo o cuidado de registrar e bem conhecer a experiência inflacionária brasileira, cuja prática da indexação ou da correção monetária constitui, inegavelmente, um dos capítulos fundamentais. Essa prática, por seu uso generalizado no caso de uma economia como a do Brasil, inscreve-se como elemento novo da teoria econômica, particularmente no tocante à justificativa de um diagnóstico inercial do processo inflacionário.

Neste aspecto, o livro organizado por Dornbusch e Simonsen surge como um esforço sério para orientar a compreensão e lançar luz sobre a correção monetária, tratando da questão não apenas na perspectiva do exemplo brasileiro, mas dentro de uma ótica mais universal e, inclusive, mais abstrata. Reunindo trabalhos apresentados em um seminário de dois dias promovido pela FGV no Rio de Janeiro em dezembro de 1981, ao qual compareceram economistas de renome do tema examinado —

\* Da Fundação Joaquim Nabuco, Recife.

vários americanos, alguns europeus, israelenses, argentinos e brasileiros —, são abordados tópicos indispensáveis nas discussões acerca da indexação: inflação — motivo gerador da correção monetária —, dívida pública, mercados de ativos, política financeira. O foco das preocupações é, contudo, a questão da indexação — sua concepção teórica, seus limites e dificuldades, seu significado para a política governamental, sua experiência de utilização. Evidentemente que tudo isso está associado ao entendimento da dinâmica inflacionária, com lições que foram certamente aproveitadas para o debate travado no Brasil entre as teorias de inflação inercial e de expectativas racionais, cujo desfecho mais recente foi o chamado choque heterodoxo.

Indexar a economia foi um recurso introduzido no Brasil desde que assumiram o comando da política econômica os economistas (dentre os quais Mário Henrique Simonsen) que assessoraram os governos militares nos últimos 20 anos. Seu objetivo era fazer face à defasagem que o preço de muitos itens apresentava diante daqueles que acompanhavam ou estavam na testa do ritmo inflacionário. Mas a correção monetária atuou também com vistas ao controle de preços. A indexação de salários, particularmente, é um dos instrumentos cujo emprego, desde 1985, teve o objetivo de segurar dentro de limites o preço da mão-de-obra, havendo funcionado durante certo tempo como uma forma de política de rendas, destinada a alimentar o combate à inflação. Há, portanto, todo um cenário dentro do qual se inscreve a questão da indexação, cobrindo contratos particulares, formação de preços, financiamento do *deficit* público, etc. A questão é uma das mais agitadas no campo da economia monetária, tendo testemunhado diversos desenvolvimentos teóricos recentes, nem todos facilmente assimiláveis pelo seu esoterismo. A obra organizada por Dornbusch e Simonsen apresenta largamente alguns desses desenvolvimentos teóricos, podendo ser considerada, na verdade, muito mais um compêndio de teoria do que de evidência empírica do assunto examinado. De fato, faz-se a análise abstrata da indexação de salários, de títulos (tanto públicos quanto privados), de impostos, ao lado do tratamento de alguma informação factual, e para tanto são agrupados os diversos *papers* do seminário de dezembro de 1981 sob três cabeçalhos.

No primeiro estão os tópicos relativos a salários, preços e políticas de estabilização. Os trabalhos dessa seção do livro são de: a) Oliver J. Blanchard (do MIT), sobre assincronia de preço e inércia do nível de preços; b) Jo Anna Gray (da Junta de Governadores da Reserva Federal, dos Estados Unidos) — autora do importante trabalho “Wage indexation: a macroeconomic approach”, de 1976, publicado no *Journal of Monetary Economics* —, sobre indexação salarial e o comportamento das firmas; c) Edmund Phelps (da Universidade de Columbia), sobre possíveis tipos de subemprego no contexto da teoria do contrato — desenvolvida, dentro da análise econômica do bem-estar, pelo próprio Phelps e por Guillermo Calvo; e d) Thomas Sargent (da Universidade de Minnesota), sobre

métodos de frear inflações moderadas, com realce para a experiência britânica do governo de Margaret Thatcher, comparada ao programa do primeiro-ministro francês Raymond Poincaré, em 1926. O economista Thomas Sargent, bastante conhecido por seu texto de teoria macroeconômica, de 1979, e por trabalhos de economia monetária, notabilizou-se em janeiro de 1986, no Brasil, graças a uma carta aberta dirigida ao ministro da Fazenda, Dilson Funaro, originalmente publicada no *New York Times* e, depois, na *Folha de S. Paulo*. Sua perspectiva de análise, no âmbito da doutrina das expectativas racionais, domina o *paper* inserido na coletânea de Dornbusch e Simonsen (como também a carta a Funaro). Ela certamente não se concilia com a perspectiva dos economistas brasileiros que, salientando a natureza inercial da inflação no Brasil, admitiam a hipótese do choque heterodoxo, que o governo brasileiro encampou e transformou na reforma monetária de fevereiro de 1986. Com bastante material empírico, o *paper* de Sargent contrasta grandemente com os de Blanchard, Gray e Phelps, todos muito teóricos e inacessíveis ao leitor não-economista. O *paper* de Phelps, especialmente, chega a dar a impressão de querer fazer um pouco de brincadeira (Phelps, por exemplo, na p. 46, diz-se o pai da teoria “modernista” dos contratos de trabalho, enquanto Guillermo Calvo é apontado como a mãe), tal seu hermetismo.

O cabeçalho seguinte do livro — ou sua segunda parte — compreende uma abordagem das experiências brasileira e européia de indexação. Tratam do Brasil o próprio Simonsen, com um texto keynesiano onde, misturando análise teórica e evidência empírica, oferece interessante visão da correção monetária de salários, títulos e impostos, e Roberto Macedo (da Universidade de São Paulo), cujo *paper*, de bom nível, refere-se apenas à indexação salarial, concentrando-se nos efeitos sobre a inflação da política salarial mais elástica adotada em novembro de 1979. A esse respeito, o de Simonsen é mais abrangente, referindo-se à prática geral da correção monetária desde que o Brasil se transformou, em 1965, no principal laboratório de emprego desse método de fazer face a inflações renitentes. Em sua contribuição à obra, Michael Emerson (da Comunidade Econômica Européia) descreve, por sua vez, casos europeus, salientando que a experiência ali acumulada não permite dizer se a indexação produz inflação alta ou se é neutra com respeito ao comportamento inflacionário. O trabalho não elabora convincentemente a proposição, apresentando muito mais, em apêndice e de forma esquemática, as principais características dos sistemas de indexação de rendas dos estados membros da Comunidade Econômica Européia. Assim, não chega a ser possível, na consulta aos *papers* da segunda parte do livro, um confronto entre o que, nesse âmbito, se tem feito no Brasil e no Velho Mundo. De qualquer forma, fica a evidência, retirada particularmente da contribuição de Simonsen, de que choques de oferta adversos constituem a dor de cabeça, o pesadelo dos esquemas de indexação generalizada (e também dos de desindexação).

Indexação e mercados de títulos é o assunto do terceiro cabeçalho do livro, sua parte mais teórica. Aqui, é preciso maior familiaridade com a matemática empregada pelos economistas para que se possa acompanhar o desenvolvimento do raciocínio. Dos cinco *papers* desta parte, apenas o segundo, do economista Stanley Fischer (do MIT), sobre a inexistência de títulos privados indexados no mercado de capitais dos Estados Unidos, possui conteúdo empírico, e mostra que tal não-indexação resulta em larga medida do fato de que a variância da inflação americana tem sido baixa, “particularmente em relação a outros riscos incorridos nos mercados de capitais. Entretanto, esta variância é agora [1981] mais alta do que era nos anos 60, e uma aumentada instabilidade da taxa de inflação, se conservada, pode muito bem levar à emergência de títulos emitidos privadamente com indexação” (p. 260). Os demais *papers* desta parte — todos teóricos — são de: a) Joseph E. Stiglitz (da Universidade de Princeton), sobre a relevância ou irrelevância da política financeira pública, o qual conclui que uma mudança dessa política, como a passagem da não-indexação para a correção monetária de papéis do governo, terá algum efeito apenas se a mudança redistribuir intertemporalmente a renda; b) Stanley Fischer, sobre aspectos de bem-estar da emissão pelo governo de títulos indexados, representando, nesse sentido, “uma tentativa exploratória de se analisar a questão da política financeira ótima do governo” (p. 243); c) Nissan Liviatan (da Universidade Hebréia), sobre a interação entre salários e indexação de ativos; e d) David Leohari (também da Universidade Hebréia), acerca dos efeitos da intermediação do governo no mercado de títulos indexados sobre o comportamento do consumidor. Esses dois últimos, inspirados pelo caso israelense, limitam-se às questões de ordem teórica e seu valor reside na oportunidade que oferecem de se imaginarem situações hipotéticas relevantes para a elaboração de políticas monetárias.

Encerra a obra uma discussão em mesa-redonda com a participação de Robert Barro (da Universidade de Chicago), Domingo Cavallo (da Fundação Mediterrânea, de Córdoba) — este falando rapidamente sobre a prática argentina de indexação — e Frank Hahn (da Universidade de Cambridge). Em seus comentários, o primeiro e o terceiro economistas citados mostram que a discussão realizada no seminário, à base dos *papers* que Dornbusch e Simonsen organizaram em livro, teve como característica deixar perplexidades e resultados inconclusos acerca das virtudes e limitações da correção monetária. Barro, por exemplo, conclui suas observações dizendo que “gostaríamos de saber que fatores levaram governos e agentes privados a adotar várias formas de indexação” (p. 317). Enquanto isso, Hahn assinala: “Aprendi um bocado nos últimos dois dias, embora não esteja bem certo que saiba precisamente o que é que aprendi” (p. 321). Importante registrar são dois comentários finais de Hahn: no primeiro — talvez uma crítica velada aos *papers* técnicos do encontro —, afirma que, num nível menos formal, tratar de indexação sem os acontecimentos

“reais” é desastrado (p. 322); e, no segundo, assinala que a proposta de indexação contra choques “nominais”, excluindo-se de alguma forma choques “reais”, não parece praticável. Em suma, o livro de Dornbusch e Simonsen — no qual os *papers* empíricos, em minoria, são os que melhor parecem servir ao leitor brasileiro — é material para reflexão apenas de economistas e de quem, acostumado com o “economês”, interessar-se pela grave questão da indexação ampla da economia. Essa questão, que só se manifesta em um contexto inflacionário, não perde, contudo, seu interesse e a necessidade de ser bem conhecida quando se tenta nocautear a inflação, como ocorreu com o “Plano Cruzado”. É que economia nenhuma consegue fugir do demônio inflacionista, presente, sobretudo, nas propostas nunca arquivadas de se fazer o governo ou o sistema econômico ultrapassar os limites de seus recursos reais.