

# O programa de estabilização de Raymond Poincaré\*

FABIO GIAMBIAGI\*\*

*O artigo descreve e analisa o programa econômico adotado na França em 1926, na gestão do premier Raymond Poincaré. São mostrados os antecedentes da aceleração inflacionária de 1925/26 e é enfatizado o papel das recomendações do Comité des Experts para conseguir a estabilização. As diversas interpretações sobre o "milagre" do fim súbito da inflação são também discutidas, questionando-se a validade da tese de que a mesma foi devida fundamentalmente às medidas fiscais de ajustamento e destacando a impoabilidade do restabelecimento da confiança do mercado, após as ameaças de adoção de alguma forma de capital levy. Finalmente, procura-se extrair algumas lições eventualmente úteis para o caso brasileiro.*

## 1 - Introdução

O programa de estabilização adotado pelo primeiro-ministro Raymond Poincaré na França em 1926 tem sido considerado, historicamente, um paradigma de programa bem-sucedido de combate à inflação. Em julho de 1926, a taxa mensal anualizada de inflação atingiu mais de 340%, taxa assustadora para um país não acostumado a esse ritmo de aumento dos preços, e despertou o fantasma de que se repetisse uma experiência como a da hiperinflação alemã de alguns anos antes, com todos os traumas que isso implicaria. Pouco depois, devido ao plano de estabilização adotado pelo recém-empossado governo, já em agosto do mesmo ano, não só os preços deixaram de aumentar, como houve também uma deflação, que atingiria uma taxa acumulada de 25% nos cinco meses compreendidos entre agosto (inclusive) e dezembro e se prolongaria durante 1927.

O estudo do "milagre" de Poincaré e do fim súbito da inflação francesa da época, que já é importante *per se*, reveste-se de particular interesse no Brasil, pela existência de paralelos importantes entre a situação deste país nos anos 80 e 90 e a situação da França em 1926. Em que pesem as óbvias, diversas e significativas diferenças entre um e outro caso, a presença de elementos comuns permite supor que, da análise do que ocorreu na França há quase 70 anos, seria possível inferir algumas conclusões

\* O autor agradece os comentários feitos por Carlos Cavalcanti e Fabio Barbosa a uma versão preliminar deste artigo, assumindo porém responsabilidade integral pelo conteúdo do texto.

\*\* Da Universidade Federal do Rio de Janeiro – FEA/UFRJ e do BNDES.

relevantes para entender alguns dos problemas do Brasil na última década. Em particular, a instabilidade política, a atribuição da causa da inflação a um déficit público considerado elevado, bem como a existência de uma dívida pública que constitui um *constraint* para a atuação das autoridades e pode implicar níveis indesejados de emissão monetária, representam características fundamentais tanto na França, no passado, como no Brasil, nos anos recentes. Por outro lado, a necessidade, tão propalada na França daquela época, de: *a*) criar as condições políticas para viabilizar a saída da crise; *b*) implementar um ajuste fiscal; e *c*) definir políticas que evitem que a dívida pública limite excessivamente o raio de ação da política econômica, também tem sido mencionada com certa frequência no debate brasileiro dos anos 80 e 90.

O presente trabalho se propõe a fazer uma apresentação do programa de Poincaré, das condições em que este foi implementado e das diversas interpretações acerca das razões do seu êxito, tendo presente o objetivo de, a partir dessa descrição, procurar identificar lições que sejam válidas para o caso brasileiro atual. Nesse sentido, o trabalho tenta apenas descrever os fatos e organizar as idéias em torno da interpretação de um episódio praticamente ignorado pela literatura econômica no Brasil [ver Sargent (1986), Prati (1988 e 1991) e Makinen e Woodward (1989 e 1990)].

O texto está dividido em sete seções. Depois desta introdução, são apresentados os fatos estilizados prévios ao programa de Poincaré de 1926 e, logo a seguir, é ressaltado o papel do chamado Comité des Experts; a quarta seção descreve o programa de estabilização em si; na quinta seção, com base em Makinen e Woodward (1989), é construída uma taxonomia das interpretações sobre o sucesso do plano; na sexta, é feita uma reflexão acerca do caso brasileiro, inspirada na análise precedente sobre o mencionado programa de estabilização; por último, são feitas algumas observações finais com base no conteúdo do artigo.

## 2 - Os antecedentes

O período que sucedeu à Primeira Guerra Mundial foi marcado, em vários dos países desenvolvidos, por processos de *deflação*. Em 1922, por exemplo, o nível do *índice* — e não da sua taxa de variação — de preços por atacado era de aproximadamente 50% em relação a 1919 nos Estados Unidos e de 65% no Reino Unido; a França acompanhou essa tendência e, entre esses mesmos anos, o seu índice de preços por atacado teve uma queda acumulada de quase 10% [Dornbusch (1986)]. Em 1923, a combinação de um déficit orçamentário elevado com os efeitos da suspensão das reparações de guerra, decidida pela Alemanha em 1922, provocou um surto inflacionário que fez a inflação anual francesa atingir 28%. A ação das autoridades, através do aumento dos impostos e da obtenção de um empréstimo externo, permitiu estabilizar o franco e controlar a inflação durante 1924; entretanto, pelo *carry over* estatístico, ela foi ainda de 17%. O controle da inflação em 1924 foi obtido pelo então primeiro-ministro Raymond Poincaré, na sua primeira atuação no cargo, o que porém não impediu a sua queda e substituição por um conglomerado de partidos de esquerda, conhecido como Cartel des Gauches, que ficou no poder até 1926.

A queda do *Bloc National* liderado por Poincaré deu início a uma fase de grande instabilidade política e de rearranjos da coalizão governante. Ao longo de apenas 26 meses, a França teve um novo governo a cada período de três meses e um novo Ministro de Finanças a cada 80 dias. Alguns dos membros da coalizão governamental tinham defendido propostas radicais em relação à dívida pública, tais como uma consolidação forçada da dívida ou formas diferenciadas de *capital levy*. Embora no governo nada disso fosse implementado, a ameaça de que alguma medida desse gênero fosse adotada nunca deixou de estar presente. Durante 1925, iniciou-se um processo de instabilidade da evolução dos preços, que levou as autoridades a adotarem iniciativas que constituiriam antecedentes importantes para o programa econômico de Poincaré.<sup>1</sup>

Assim, em 4 de abril de 1926 foi votada a legislação fiscal em virtude da qual o governo esperava obter o equilíbrio orçamentário e, em 29 de abril, foi aprovada a lei que criava uma caixa de amortização autônoma, para consolidar e quitar a dívida pública.<sup>2</sup> A medida mais importante tomada no primeiro semestre do ano talvez tenha sido a criação, decretada em 31 de maio, do Comité des Experts, formado pelo governo para receber sugestões destinadas a conseguir o saneamento financeiro do país e composto por um presidente e outros 12 membros, representantes das principais associações empresariais francesas, da comunidade acadêmica de Paris e do sistema financeiro local. Finalmente, o cronograma de eventos importantes que antecederam o plano de Poincaré se encerra com a convocação deste para formar um novo governo, em 26 de julho de 1926. Em julho, as taxas de variação acumuladas do índice de preços por atacado e de desvalorização cambial, referentes ao período de 12 meses iniciado em agosto de 1925, atingiram 50 e 95%, respectivamente, enquanto as taxas mensais anualizadas chegaram a 343 e 614%, respectivamente (Tabela 1).<sup>3</sup>

O fato confere ao caso francês uma singularidade entre os episódios históricos de alta inflação, pois o surto de explosão dos preços durou poucos meses e nunca se esteve perto da taxa mensal de 50% definida por Cagan como o limite a partir do qual se estaria numa situação de hiperinflação. Entretanto, o precedente da hiperinflação alemã de 1923 suscitava temores de que um episódio com alguma semelhança viesse a ocorrer, caso as autoridades não debelassem o problema rapidamente.

Paralelamente aos eventos descritos que ocorriam na França, fenômenos similares de altas súbitas da inflação, associados à negativa dos credores de continuar realizando o *roll-over* dos títulos da dívida pública, ocorriam na Bélgica e

---

1 As causas do aumento da inflação serão discutidas nas Seções 4 e 5.

2 Na prática, a falta de melhor precisão acerca da origem dos recursos e dos métodos de amortização levou a Caixa a fracassar, mas a idéia permaneceu em voga, o que é importante para entender a criação de uma instituição similar, já no segundo Governo Poincaré, poucos meses depois. Ver Allix (1931) para uma explicação desse fracasso e um histórico das experiências prévias da França com as caixas de amortização.

3 A volatilidade da inflação no final de 1925 esteve associada em parte à grande instabilidade política da época, caracterizada pelo fato de que em menos de 40 dias houve três combinações diferentes de Primeiro-Ministro e Ministro das Finanças.

TABELA 1

*França – inflação e desvalorização cambial*

Mês	Taxas de variação mensal (%)			
	Índice de preços (atacado)		Taxa de câmbio (média)	
	1925	1926	1925	1926
Janeiro	1,4	0,2	-0,4	-0,5
Fevereiro	0,1	0,3	4,8	2,7
Março	-0,3	-0,6	-1,7	4,2
Abril	-0,1	2,9	0,7	5,2
Mai	1,4	5,8	3,3	1,5
Junho	4,4	7,3	8,7	14,2
Julho	2,6	13,2	-2,1	17,8
Agosto	0,1	-8,0	0,9	-14,7
Setembro	-0,3	2,3	-0,8	1,5
Outubro	3,0	-4,5	13,3	-8,8
Novembro	5,8	-9,0	9,1	-13,6
Dezembro	4,4	-8,4	3,1	-10,2

FONTE: Sargent (1986), com base em dados da Liga das Nações.

na Itália. Na primeira, entre abril e julho de 1926, os preços por atacado cresceram a uma taxa anual de 296%, o que gerou a concessão de poderes extraordinários ao rei para decretar medidas sem aprovação parlamentar e com a conversão compulsória da dívida pública. Já na Itália, no verão europeu de 1926, a inflação mensal anualizada chegou a ser superior a 2.200% e o processo levou, em novembro daquele ano, à conversão compulsória da dívida pública, com a transformação dos bônus do Tesouro em títulos a serem pagos só a partir de 1937.

### 3 - As recomendações do Comité des Experts<sup>4</sup>

O já mencionado Comité des Experts produziu um relatório de diagnóstico e sugestões [Rapport du Comité des Experts – RCE (1926)]. Entre as recomendações de ordem geral do Comité, figuravam as necessidades de:

- a) reconhecer que a Alemanha não pagaria as reparações de guerra nos termos originalmente estabelecidos e, portanto, de identificar fontes alternativas de receita;
- b) assegurar a austeridade fiscal e proceder *simultaneamente* à obtenção do equilíbrio orçamentário e da estabilidade monetária; e
- c) mudar o tratamento conferido à dívida pública.

Estes últimos dois pontos merecem alguns comentários mais específicos. É interessante transcrever certos trechos do relatório, para deixar clara a opinião dos seus autores.<sup>5</sup> Sobre a situação fiscal, o documento afirmava: “As recomendações feitas pelo Comité supõem em todos os casos a estabilidade monetária (...). Sem estabilização, nem o equilíbrio orçamentário, nem o equilíbrio do Tesouro poderiam ser restabelecidos (...). Inversamente, sem um rigoroso equilíbrio orçamentário (...) a estabilização monetária seria impossível” [RCE (1926, p.41)].

Em relação à dívida pública, o Comité se manifestou claramente a respeito de três proposições fundamentais:

a) *era necessário associar à amortização da dívida a geração de receitas específicas*, que não poderiam ser utilizadas para o financiamento do gasto;

b) *a quebra de contratos deveria ser peremptoriamente rejeitada*.<sup>6</sup> “O Comité se manifesta energicamente contra toda redução das despesas de caráter obrigatório, contratual, como aquelas da dívida pública e repudia especialmente qualquer redução compulsória das taxas de juros, bem como a suspensão das amortizações contratuais. Ele considera que essa falta de cumprimento dos compromissos do Estado acarretaria o fim do crédito público. Este crédito deve ser fortalecido pelo respeito às obrigações contraídas” [RCE (1926, p.18-19)];<sup>7</sup>

c) *os prazos de amortização da dívida pública deveriam ser alongados e o peso inicial do serviço da dívida deveria ser aliviado*: “Os encargos da dívida consolidada não

---

4 A composição relativamente ampla do Comité lhe outorgava uma alta dose de credibilidade e de aceitação por parte da elite dirigente local.

5 Ao longo do artigo, optou-se por traduzir para o português todas as citações feitas originalmente em francês.

6 Este ponto é importante para entender que nem a rejeição à quebra de contratos implicou favorecer o *status quo* em matéria de endividamento público, nem a defesa de novas condições de rolagem dos títulos significou que o Comité fosse favorável a uma mudança compulsória da dívida.

7 Em outro trecho do documento, o Comité considera que, entre as “causas de apreensão de diversas naturezas” que explicam a não-renovação da dívida pública nos anos anteriores, “(...) é necessário citar aquelas [causas] que fizeram nascer a perspectiva de medidas de força (...) e, particularmente, de uma consolidação compulsória (...). O Comité, após analisar todas as hipóteses nesse sentido, descartou a consolidação compulsória” [RCE (1926, p.32)].

parecem constituir um peso excessivo; entretanto, *o alívio dos mesmos é extremamente desejável*. É possível procurar, assim que o momento for julgado favorável, no contexto de uma proposta totalmente *facultativa* a ser submetida às partes interessadas, a forma de assegurar, de modo favorável tanto para o Estado como para os rentistas, a eliminação progressiva da dívida pública” [RCE (1926, p. 19), grifos nossos]. Mais adiante, o relatório é ainda mais explícito, ao dizer que “(...) o Comitê entende que é absolutamente *indispensável* perseguir uma política de consolidação progressiva *voluntária* dos ‘Bons de la Défense’” [RCE (1926, p. 33), grifos nossos].

No que diz respeito às recomendações de *política fiscal*, o Comitê propôs uma série de medidas que seria longo enumerar e algumas das quais serão discutidas na Seção 4, mas cujas características mais importantes, no seu conjunto, eram dadas pela orientação geral de: *a)* simplificar o sistema tributário; *b)* consolidar o equilíbrio orçamentário; e *c)* definir receitas vinculadas para a amortização da dívida pública.

No que tange à *política de crédito público*, o Comitê constatou que, na década de 20, tinha ocorrido um processo por ele chamado de “desconsolidação” da dívida, marcado pela mudança gradual de *portfolio* dos agentes em favor dos bônus de curto prazo, em detrimento dos bônus de longo prazo e da Defesa Nacional e, no caso destes últimos, também, pelo encurtamento dos seus prazos.<sup>8</sup> Em função disso, o Comitê propunha: *a)* a consolidação da dívida; *b)* a criação de uma instituição responsável pela gestão dos recursos a serem utilizados na amortização dos novos títulos de dívida de longo prazo, em substituição dos títulos originais de curto prazo, chamada Caisse de Gestion des Bons de la Défense Nationale [RCE (p.33)]; e *c)* a definição de fontes de recursos para essa instituição, que combinaria uma dotação orçamentária anual, uma outra dotação inicial de tipo *once-and-for-all* e – independentemente das duas primeiras – o produto da receita da venda de tabaco. Estas propostas iriam se converter em realidade, pouco depois, na gestão de Poincaré.<sup>9</sup>

#### 4 - O programa de estabilização

Imediatamente após ser convocado, no dia 26 de julho de 1926, para formar um novo governo, Poincaré passou a agir em *quatro frentes* diferentes. Inicialmente, ele conseguiu uma trégua política (*political truce*), obtendo apoio legislativo para as medidas adicionais que viriam [Schirer (1969)], evitando a repetição da formação de *blocking coalitions* que caracterizara a política francesa em anos anteriores.

O segundo componente da estratégia, uma vez assegurada a mencionada trégua, foi a aprovação de uma série de medidas para *refundar a dívida*, através de um esquema de *sinking fund*, que implicou a adoção conjunta de três medidas: *a)* a

<sup>8</sup> Ao se falar em prazos, é preciso levar em consideração o contexto da época, que explica o fato de o Comitê se referir a títulos de três a 10 anos como sendo de “curto prazo” [RCE (1926, p. 31)].

<sup>9</sup> Este ponto (*c*) é especialmente importante, pois indica a concepção de uma caixa de amortização como parte integrante da política fiscal.

vigência de novos recursos fiscais, por meio de legislação aprovada em 3 de agosto, apenas uma semana depois de Poincaré ter sido convocado; *b*) a criação, inspirada no relatório do Comité des Experts, em 7 de agosto, de uma nova caixa de amortização, independente, chamada Caisse autonome de gestion des bons de la défense nationale, d'exploitation industrielle des tabacs, et d'amortissement de la dette publique, ou simplesmente Caisse d'amortissement, sem os problemas da que foi antes mencionada;<sup>10</sup> e *c*) o reforço de alguns dos pilares da reforma, por meio da lei constitucional aprovada em 10 de agosto, que conferiu caráter *constitucional* à autonomia da caixa de amortização e ao recebimento, por parte desta, das receitas vinculadas: *a*) ao monopólio da venda de tabaco; *b*) à taxação *once-and-for-all* de 7% sobre a primeira venda de ativos imobiliários ou financeiros; e *c*) à tributação sobre a herança. Cabe lembrar também que a amortização da dívida contaria com outras fontes orçamentárias de receitas não-vinculadas.

A terceira frente de atuação foi estritamente fiscal e, embora se confunda com o que acabou de ser dito, refere-se às medidas relacionadas com os impostos não-vinculados ao pagamento da dívida, para *consolidar o equilíbrio orçamentário*. Nesse sentido, o “pacote” incorporou um *mix* de medidas envolvendo cortes em alguns casos — para ganhar em eficiência — e aumento de impostos em outros. O Imposto de Renda teve a sua maior alíquota reduzida de 60 para 30% , enquanto as menores aumentaram de 12 para 18% dos rendimentos derivados da posse de terras ou de aplicações financeiras e de 7 para 12% dos rendimentos do trabalho, ao mesmo tempo em que a base de incidência tributária foi alargada. Por outro lado, o governo passou a ter ampliada a sua competência para aumentar determinados impostos específicos e houve um aumento das tarifas postais e das taxas alfandegárias (*custom duties*) e sobre viagens, entre outras.

Por último, o governo foi ágil ao obter novos recursos através de operações de crédito: a parcela ainda não gasta do empréstimo contraído junto ao Morgan em 1924 — na primeira gestão de Poincaré — foi imediatamente utilizada e um novo empréstimo foi negociado e obtido pelo Tesouro junto aos bancos privados, o que permitiu às autoridades contar com as divisas para a *estabilização do câmbio*.

Os resultados não se fizeram esperar, como pode ser visto observando novamente a Tabela 1. Já em agosto, a taxa de câmbio e o próprio *índice* de preços por atacado sofreram uma redução, que continuou posteriormente e levou a que, em dezembro de 1926, o nível de ambas as variáveis fosse 6 e 1% inferior, respectivamente, em relação a dezembro do ano anterior. O ano de 1927, por sua vez, foi marcado pela estabilidade, com ambas as variáveis oscilando ligeiramente em torno do nível do final de 1926.

---

10 Ver a nota de rodapé número 2.

## 5 - As diversas interpretações sobre o “milagre” de Poincaré

A descrição feita até agora suscita uma pergunta-chave: o que teria provocado a interrupção do processo de aceleração inflacionária verificado na França em 1926? A seguir, são mencionadas três interpretações, seguindo a taxonomia proposta por Makinen e Woodward (1989).

### 5.1 - O desequilíbrio fiscal e a mudança de regime

A primeira interpretação da crise — e da sua solução — é a que enfatiza o papel do *regime fiscal* e associa o “milagre” de Poincaré a uma mudança do mesmo, conforme Sargent (1986). De acordo com essa visão, “the accession to power of Poincaré in 1926 settled that issue [government deficits] in a fashion acceptable to the country’s monies interests (...). Poincaré was a fiscal conservative, who had raised taxes while prime minister in 1924 and was known to advocate a balanced budget and France’s return to gold. In 1926 he served as his own finance minister (...). Under Poincaré, taxes were raised with an eye toward assuring persistent balanced or surplus government budgets” [Sargent (1986, p.117-118)].

A explicação da crise teria sido então similar à das histórias das grandes inflações clássicas e a do seu fim também. Ou seja, teria havido uma mudança, entendida como permanente, das condições de financiamento público. Mesmo que o governo pudesse se financiar, antes de Poincaré, emitindo títulos e pagando uma taxa de juros elevada, os agentes perceberiam que, a médio prazo, os compromissos assumidos seriam impagáveis, na linha do conhecido argumento da “unpleasant monetarist arithmetic” de Sargent e Wallace (1981). Isto posto, os agentes se recusariam a renovar os seus créditos ao governo, monetizando a dívida; problema este que desapareceria ao se chegar a uma nova situação fiscal, muito mais sólida que a inicial.

O problema que alguns autores [Makinen e Woodward (1989) e Sicsic (1992)] levantam contra este argumento é que ele parece desligado dos fatos, pois o déficit teria sido controlado *antes* de 1926 (Tabela 2).<sup>11</sup>

---

11 O Institut National de la Statistique et des Études Économiques (Insee) tem dados sobre o déficit ligeiramente diferentes dos da Tabela 2, os quais em 1925 e 1926 são quase idênticos aos desta. De acordo com esses dados, a partir de 1926 teria aparecido um *superávit*, que teria sido posteriormente ampliado, até atingir 2% do PNB em 1929 [Prati (1991)]. Por um lado, isso dá alguma sustentação à tese de que Poincaré, promovendo um *overshooting* fiscal, teria tornado o ajuste fiscal prévio mais factível de ser sustentado no tempo e, nesse sentido, mais “crível”. Por outro, o argumento fica algo enfraquecido pelo fato de que o superávit de 1927, especificamente, foi *menor* que o de 1926, conforme o mesmo Insee.

TABELA 2

## França – indicadores macroeconômicos

Ano	Índice PNB real Base 1920=100	Déficit fiscal (% PNB)	Composição dívida pública (%)	
			Interna	Externa
1920	100	13	68	32
1921	93	7	74	26
1922	113	7	72	28
1923	122	7	66	34
1924	141	4	67	33
1925	142	1	58	42
1926	149	0	59	41

FONTE: Makinen e Woodward (1989), com base em dados do Ministério de Economia e Finanças.

A dívida pública de fato caiu bastante, depois de 1922, mais ainda em termos relativos, considerando o crescimento do PIB.<sup>12</sup> Entre 1922 e 1926, enquanto o produto real aumentou 32%, a dívida interna sofreu uma *redução* de 47% e a dívida pública total – incluindo o seu componente externo – de 35%, respectivamente, em ambos os casos, também, em termos reais (Tabela 3). Entretanto, o controle *prévio* do déficit torna difícil atribuir a monetização anterior à situação fiscal e a solução da crise à “mudança de regime”. Nesse sentido, o fato de o Comité des Experts ter sugerido uma série de medidas tributárias não significaria que a situação fosse crítica e sim que, para atingir a estabilização, era importante *reforçar* o equilíbrio e gerar recursos *adicionais* para amortizar a dívida.

12 Na Tabela 2, o crescimento do PNB em 1922 e 1924 chama certamente a atenção. Entretanto, o dado é consistente com as taxas de crescimento da produção industrial francesa de 50% em 1922 e de 20% em 1924, apresentadas por Makinen e Woodward em outro artigo, com base em outras fontes [Makinen e Woodward (1990)]. Cabe esclarecer que a expansão de 1922 seguiu a uma queda excepcional em 1921, de modo que a taxa média de crescimento industrial do biênio 1921/22 foi de 12% a.a. De qualquer forma, a precariedade das estatísticas de contas nacionais e de produção da época certamente explica em parte a dimensão daquelas taxas.

TABELA 3

França — evolução real da dívida pública (%)

Base 1920 = 100.0

Ano	Bônus curto prazo	Bônus longo prazo	Bônus defesa nacional	Outros <sup>a</sup>	Total dívida interna	Dívida externa <sup>b</sup>	Dívida total
1920	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1921	3811,6	153,8	175,7	137,8	163,0	118,2	148,5
1922	10536,0	158,2	182,6	156,3	182,5	146,7	170,9
1923	12142,2	131,4	138,0	118,6	152,8	163,4	156,2
1924	12215,6	115,3	116,2	108,8	136,6	142,5	138,5
1925	9202,3	107,2	88,1	136,4	124,0	189,7	145,3
1926	7073,4	85,9	63,8	108,6	97,1	142,2	111,7

FONTE: Makinen e Woodward (1989), com base em dados do Ministério de Economia e Finanças e de Rogers (1929) e Haig (1929).

<sup>a</sup> Inclui os empréstimos feitos pelo Banco da Argélia, os empréstimos feitos à Rússia e os depósitos no Tesouro.

<sup>b</sup> Refere-se à dívida já medida em francos.

## 5.2 - O temor ao *capital levy* e o restabelecimento da confiança

A segunda interpretação é a da *crise de falta de confiança* [Prati (1988, 1991)]. Isso teria levado os agentes econômicos a se negarem a continuar renovando os seus empréstimos ao governo.<sup>13</sup> A falta de confiança costuma ser atribuída a três tipos de origem: *a*) à percepção de que o financiamento do déficit seria insustentável no tempo, conforme foi mencionado; *b*) à consciência de que o franco não voltaria aos níveis de pré-guerra; ou *c*) ao risco de instabilidade política e de decretação de uma moratória ou de uma consolidação compulsória da dívida pública.

Makinen e Woodward (1989), porém, identificam problemas na defesa dos três argumentos. Quanto ao primeiro, já nos referimos aos resultados fiscais. No que tange ao segundo, eles lembram que o fator determinante da propensão a comprar

<sup>13</sup> A estabilização de Poincaré não pode ser compreendida fora do contexto de uma economia aberta com quase perfeita convertibilidade da moeda. A fuga de capitais que ocorreu durante a crise, bem como o retorno dos mesmos após a posse de Poincaré em 1926, fenômenos esses associados à mudança de percepção acerca do risco de que fosse imposta uma perda patrimonial, estiveram ligados a esse contexto.

títulos deveria ser a expectativa de mudança *futura* dos preços relativos — especificamente, da paridade franco/dólar — e não a percepção de que *já* tinha ocorrido uma perda de capital — medida em dólares. Em relação ao terceiro argumento, a alegação é que o Cartel des Gauches controlaria na época apenas 47% da Câmara e que só uma parte da coalizão governante defenderia mudanças compulsórias e/ou a imposição de perdas arbitrárias aos detentores de bônus. Por esses motivos, a ameaça de ter o capital depreciado nunca teria sido relevante na decisão de renovar ou não o crédito ao governo, tomada pelos detentores de títulos públicos.

Em que pese a força de alguns dos contra-argumentos à hipótese de que o surto de inflação, associado à não-renovação da dívida, teria sido causado por uma crise de confiança, eles não chegam a invalidar a tese de que o fim da crise se deveu justamente ao restabelecimento da confiança. Vale a pena citar novamente as palavras de Makinen e Woodward: “In terms of the objectively measurable phenomena, a crisis of confidence came in France just when confidence should have been restored. No good reason exists for the flight from the franc to have occurred at the time when it did. Of course, no number of arguments that there was no reason to expect a repudiation of the debt will do to contradict the ‘confidence’ hypothesis. An underlying reason to expect repudiation need not have existed. A potential purchaser of securities may feel that there is no reason to doubt the government’s ability to service its debts. But (...) he knows that its ability to redeem maturing debt can be endangered by other, ‘irrational’, agents who have doubts about its fiscal health and who won’t lend to it. Thus, a fear of repudiation is not only potentially self-fulfilling, it can actually be rational even when there is no underlying reason for the expectation. A debt can thus be rendered worthless by the conviction that it is so, or by the belief that there are enough others who think it is so [Makinen e Woodward (1989, p. 204), grifos nossos].<sup>14</sup>

Por outro lado, os contra-argumentos mencionados são bastante fortes no sentido de contestar a validade dos pontos (a) e (b) aos quais nos referimos no começo deste item, mas não permitem refutar a interpretação do ponto (c), de que o risco de que ocorresse um *capital levy* era considerado uma ameaça séria por parte dos detentores de títulos, *apesar do Cartel des Gauches ser minoritário*. A rigor, a interpretação de quão séria era essa ameaça carrega um conteúdo subjetivo, uma vez que os historiadores encontram elementos para justificar tanto a posição de que essa ameaça era concreta como a oposta. Em defesa da tese de que a ameaça era percebida como sendo significativa, Prati (1991) se vale de referências publicadas na imprensa.

---

14 A explicação continua, afirmando-se que o medo de que ocorra um repúdio da dívida de tipo auto-realizável “(...) can be set in motion by events that have little direct relevance to domestic economic problems merely because they are associated in people’s minds. It can theoretically happen to any country, at any time, for any reason”, na medida em que “(...) a spontaneous loss of confidence is not grounded in fundamentals. It is entirely a matter of perception. The revival of confidence and consequent stabilization, therefore, cannot have anything to do with economic fundamentals either. Whether regime changes are genuine or not becomes irrelevant (...). The fiscal situation did not have to worsen for rational agents to expect repudiation. The threats to property did not have to have any reasonable likelihood. There only had to be the growing sentiment that other holders of the debt expected repudiation. This would have induced a loss of confidence. There is simply no test to which the hypothesis of a spontaneous surge of ungrounded fear can be subjected” (p. 204).

Especialmente importantes são as citações de *Le Temps*, um jornal de circulação diária, associado à oposição e que de alguma forma refletia a opinião da comunidade financeira e dos detentores de títulos.<sup>15</sup> Já antes de o programa do primeiro governo da esquerda ser divulgado, o jornal lembrava que “there is an enormous floating debt that, if [public] confidence is disturbed, would imply an immediate risk, so to speak, of increased inflation” (22 de maio, p.1). Pouco depois, o temor às ações do governo se tornava mais explícito: “There is a considerable sum of short-term Treasury bills. They come to maturity each day. Thus, the State needs to constantly renew the capital that is entrusted to it (...). But what capital can be recruited with financial war declared on wealth?” (19 de junho, p.1).<sup>16</sup> E, em relação à dívida de prazo maior, o jornal dizia que “(...) next year [is] a particularly dangerous year, when we will try to address the problem of government bonds coming to maturity” (13 de outubro, p.3).<sup>17</sup>

A presença de um elemento subjetivo na avaliação do risco da compra de títulos, associado ao parecer que cada agente tiver acerca da opinião do mercado, é reconhecida por Prati: “It is possible that, after the first issue failures, bondholders refused to roll over the debt not only because they expected a capital levy but also because they doubted that anybody else was going to buy government bonds” [Prati (1991, p. 237)].<sup>18</sup>

Em resumo, conforme sintetizado por Prati: “In 1924, after a center-left coalition won a majority in the parliament, bondholders, fearing the capital levy that the coalition proposed during the campaign, refused to roll over the debt and forced the government to repay maturing bonds with monetary financing. Poincaré ended the crisis by changing the political regime and introducing a tax bill that shifted the tax burden off capitalists and high-income earners. As a result, subscriptions to government bonds immediately picked up and the inflation stopped” [Prati (1991, p. 214)].

O ponto referente à *composição* do “pacote” tributário de Poincaré é especialmente importante, pois chama a atenção para o fato de que o mesmo privilegiou os *bondholders*, na medida em que os impostos sobre o capital foram reduzidos, ao mesmo tempo em que os impostos sobre o trabalho aumentaram. Em parte, a redução dos primeiros se deveu a uma justificação técnica que hoje seria associada à “Curva de Laffer” mas, no cenário daquela época, isso foi interpretado como sinal

---

<sup>15</sup> Todas as citações do *Le Temps* são do ano de 1924 e reproduzidas de Prati (1991).

<sup>16</sup> É interessante o paralelo entre essa situação e os problemas causados no Brasil pelo fato de existir uma dívida pública que pode ser monetizada em 24 horas.

<sup>17</sup> A relação de citações de jornal de Prati é extensa. Vale a pena frisar, apenas, que o tom do jornal foi de animosidade crescente em relação às propostas de *capital levy* e contra “the open debate on the choice between inflation and consolidation of the Bons de la Défense Nationale” [*Le Temps* (2 de novembro de 1925, p. 3)].

<sup>18</sup> Essa frase e o paralelo traçado por Prati entre o que ele denomina *subscription crisis* e uma corrida bancária típica lembram o argumento de Keynes do Capítulo 12 da Teoria Geral, a respeito da importância de adivinhar “(...) not with an investment is really worth (...) but with what the market will value it at, under the influence of mass psychology”, pois “(...) it is not sensible to pay 25 for an investment of which you believe the prospective yield to justify a value of 30, if you also believe that the market will value it at 20” [Keynes (1961, p.154-155)].

de que o governo estaria fazendo uma opção pelo capital, em termos de suporte político, eliminando o temor ao *capital levy* por parte, justamente, dos detentores desse capital.

### 5.3 - A interpretação “wickselliana” do processo inflacionário<sup>19</sup>

Por último, a terceira interpretação da crise é a de Makinen e Woodward (1989, 1990), conforme os quais se trataria de uma *crise monetária*. O aumento da inflação no final de 1925 e nos primeiros sete meses de 1926 teria decorrido da adoção de uma política monetária equivocada por parte das autoridades da época, que, fixando uma taxa de juros supostamente inferior ao nível de equilíbrio, teriam causado a remonetização da dívida que venciam. Isto explicaria a diminuição dos principais passivos do governo, como pode ser visto observando conjuntamente as Tabelas 3 e 4.

A caixa de amortização, de acordo com esta interpretação, teria desempenhado o papel de fornecer aos detentores de títulos a garantia, dada pelas receitas futuras da caixa, de que o governo aceitaria pagar o custo integral do serviço da dívida, o que teria restabelecido a confiança nos papéis e eliminado o mecanismo de endogeneidade monetária vigente até então e que estava associado aos juros supostamente baixos dos títulos do governo.

Contra esta interpretação da crise, Prati (1991) argumenta que a leitura dos jornais e demais publicações da época não autoriza a supor que as taxas de juros oferecidas pelo governo tenham sido consideradas baixas, valendo-se para isso de uma série de citações que, entretanto, não serão reproduzidas aqui, por falta de espaço [ver Prati (1991, Subseção 4.2)].

Considerando a relevância das objeções apresentadas contra a interpretação “fiscalista” e a importância das expectativas que conduzem a uma crise de credibilidade, a compreensão abrangente da crise francesa de 1926, bem como da sua solução, deve considerar conjuntamente tanto as questões ligadas à confiança da interpretação mencionada na Subseção 5.2 como alguns dos aspectos monetários tratados nesta subseção.<sup>20</sup>

---

19 A alusão a um “processo inflacionário de tipo wickselliano” é de Prati (1991, p. 224).

20 O argumento de Makinen e Woodward não pode ser descartado apenas pelo fato de na época as taxas de juros serem julgadas “elevadas”. Existindo um risco associado ao temor de *default* na compra de títulos, é perfeitamente possível ter taxas de juros “excessivamente altas” para a sustentação, por exemplo, da atividade econômica, mas insuficientes para atrair compradores para os papéis do governo. Em última instância, taxas maiores poderiam ter propiciado uma colocação maior de títulos e uma monetização menor por ocasião da renovação dos títulos que venciam.

TABELA 4

*França – composição da dívida interna*

(Em%)

Ano	Bônus curto prazo	Bônus longo prazo	Bônus defesa nacional	Outros <sup>a</sup>	Total
1920	0,2	60,8	23,2	15,8	100,0
1921	4,3	57,3	25,0	13,4	100,0
1922	10,5	52,7	23,2	13,6	100,0
1923	14,5	52,2	21,0	12,3	100,0
1924	16,3	51,3	19,8	12,6	100,0
1925	13,5	52,6	16,5	17,4	100,0
1926	13,3	53,8	15,2	17,7	100,0

FONTE: Makinen e Woodward (1989), com base em dados de Rogers (1929) e Haig (1929).

<sup>a</sup> Inclui os empréstimos feitos pelo Banco da Argélia, os empréstimos feitos à Rússia e os depósitos no Tesouro.

## 6 - O que podemos aprender?

As diferenças entre as crises do Brasil em 1994 e da França em 1926 são significativas. As mais importantes, entre elas, são a situação do sistema financeiro — incomparavelmente mais sofisticado, complexo e ágil hoje do que sete décadas atrás — e, mais ainda, o contraste entre a trajetória prévia e os níveis da inflação em uma e outra situação. De fato, na França de Poincaré não havia a herança de uma cultura inflacionária, a inflação chegou no máximo a 13% ao mês e não existiam práticas generalizadas de indexação. Enquanto isso, o Brasil conviveu 15 anos com taxas de inflação anual de três dígitos ou mais, chegou a ter uma inflação mensal de mais de 80% e a indexação está profundamente enraizada nos hábitos do país.

Em que pesem esses e outros contrastes, há varios aspectos em comum entre as experiências da França dos anos 20 e do Brasil dos últimos anos:

- a) a existência de uma inflação alta, ainda que com a ressalva acima mencionada;
- b) o fato de a inflação elevada coincidir com uma situação fiscal caracterizada por um desequilíbrio fiscal, na prática, muito modesto, embora com alusões freqüentes, no debate sobre a conjuntura econômica, ao fato de o déficit ser supostamente “elevado”;

c) uma grande instabilidade, marcada pela combinação de uma forte fragmentação partidária, pela formação de coalizões frágeis e voláteis e por sucessivas trocas no comando da economia.

Em relação aos dois primeiros pontos, estas palavras, aplicadas à França de 1925/26, poderiam ser, em parte, válidas na situação brasileira dos anos 90: “This was not an inflation that grew worse as the government sought to finance its budget deficit through money creation. It was a funding crisis rooted in the problem of rolling over existing debt. Unable to roll over debt, money was created to fill the gap. With more money the price level rose. The inflation made debt less desirable and harder to sell. And the process repeated itself with higher and higher rates of inflation and money growth” [Makinen e Woodward (1990, p. 158-159)].

No caso brasileiro, a dívida pública também tem sofrido uma queda importante, como a que foi mostrada na França na Tabela 3. De fato, adotando como base 100 o mês de abril de 1989 – quando a variável atingiu seu “pico” em termos reais –, o índice real da dívida mobiliária interna federal em poder do público foi de apenas 70 no mês de junho de 1994, em que pese a conclusão do processo de devolução dos cruzados novos bloqueados no começo do Governo Collor e o aumento das reservas internacionais em mais de US\$ 30 bilhões entre as duas datas mencionadas, o que obrigou a um grande enxugamento monetário, feito através da colocação de títulos.<sup>21</sup>

O período 1990/93, no Brasil, foi marcado, além disso, pelas seguintes características, como pode ser visto na Tabela 5: um déficit consolidado do setor público (PSBR – Public Sector Borrowing Requirement), no conceito operacional, de apenas 0,3% do PIB, em média; um nível médio de senhoriagem de 3,5% do PIB; e, apesar da moderação do déficit, uma inflação média de quase 1300% a.a.

Um processo de fuga dos títulos públicos similar ao que foi descrito no caso da França só ocorreu no Brasil entre a segunda metade de 1989 e o primeiro trimestre de 1990, devido ao temor em relação à possibilidade de o governo a ser empossado em março de 1990 adotar alguma forma de moratória da dívida interna. No restante do período, com algumas nuances, o que houve foi um processo de monetização gradual da dívida, para que a economia pudesse continuar a funcionar com o nível de monetização que a economia requeria para não ser paralisada. A Tabela 5 permite inferir que a sociedade continuou a ficar exposta a um imposto inflacionário elevado, que foi a contrapartida, porém, não da necessidade de financiar um desequilíbrio expressivo das finanças públicas e sim da redução real da dívida pública. O paralelo com o caso francês dos anos 20 é dado pelo fato de que a inflação esteve associada a uma emissão monetária expressiva, relacionada, por sua vez, com a monetização da dívida. A diferença é que: a) dada a indexação dos títulos no Brasil, esse foi um processo mais instável e explosivo, em termos do comportamento da taxa de inflação; e b) enquanto, na França, a não-renovação da dívida era a causa da inflação, no Brasil ela é um *efeito* colateral do processo de indexação, que é *sancionado* por uma emissão

---

21 Para a queda da dívida pública em termos reais, contribuiu também a subindexação dos títulos públicos. Este fenômeno, porém, que foi intenso até 1990, praticamente desapareceu a partir de então, com a prática de juros reais elevados por parte do Banco Central.

TABELA 5

## Brasil – indicadores macroeconômicos

Ano	Senhoriagem/ PIB (%) <sup>a</sup>	Base monetária/ PIB (%) <sup>b</sup>	NFSP/ PIB (%) <sup>c</sup>	Inflação (% a.a.) <sup>d</sup>
1989	5,0	1,2	6,9	1.323
1990	4,8	2,1	-1,3	2.583
1991	2,8	1,7	0,2	398
1992	3,4	1,1	1,8	1.033
1993	3,0	0,6	0,5	2.215

FONTE: Banco Central e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

<sup>a</sup> Refere-se ao fluxo de emissão de base monetária.

<sup>b</sup> Refere-se à média dos saldos diários do ano.

<sup>c</sup> Refere-se às necessidades de financiamento do setor público, conceito operacional. (-) = superávit.

<sup>d</sup> Deflator implícito do PIB.

monetária, a qual, por sua vez, não havendo um déficit elevado, tende a implicar a necessidade de transformação de parte da dívida pública em moeda. Naturalmente, no caso extremo, não havendo déficit, a longo prazo esse processo conduz à extinção completa da dívida.

À guisa de conclusão, há quatro lições importantes da experiência francesa de 1926 que servem para o Brasil:

a) o mero equilíbrio fiscal pode não ser condição suficiente para que os prazos da dívida sejam alongados natural e gradualmente;

b) mesmo uma dívida interna relativamente baixa como proporção do PIB pode gerar problemas inflacionários graves, justamente devido à sua transformação em moeda;

c) o governo deve procurar distribuir os vencimentos da dívida pública ao longo do tempo, de forma escalonada, de modo a estar em melhores condições de evitar uma corrida contra os títulos públicos (*run on government debt*); e

d) a solução de uma crise inflacionária vinculada com a monetização da dívida interna deve combinar um *ajustamento fiscal* – de maior ou menor magnitude, dependendo de qual for a situação inicial –, com uma *mudança na política de endividamento público* – através da substituição induzida de títulos de curto prazo por títulos de prazo mais extenso – e a conquista de uma firme *maioria política*, que

dê sustentação às medidas governamentais — ponto a ser destacado na próxima seção.

## 7 - Observações finais

Vimos no trabalho que o desequilíbrio fiscal já fora resolvido na França em 1925. O que não fora resolvido, entretanto, era a crise política que bloqueava a possibilidade de adoção de um plano de estabilização, cuja premissa básica era aquilo de que a França mais carecia naquele tempo: a estabilidade do governo. Mais do que uma crise econômica, o que a França sofria era uma crise política que, ao se perpetuar, impedia a estabilização econômica. Esta crise se resolveu quando um grupo de 116 deputados do Cartel des Gauches resolveu promover uma nova coalizão política e se alinhar com os conservadores, para convocar novamente Poincaré e fazer um governo cujo compromisso fundamental fosse a estabilização da economia [Schmid (1974)]. Embora a coalizão que então foi formada fosse heterogênea, o seu compromisso com a estabilização era realmente firme, não sendo o apoio do grupo de deputados da esquerda ao novo governo algo apenas circunstancial, mas uma decisão longamente amadurecida ao longo dos meses anteriores, em função da impossibilidade de o Cartel des Gauches adotar um programa de estabilização devido à diversidade dos grupos que o compunham, o que tornava os governos por eles formados extremamente frágeis. Esse espírito se reflete nas palavras do deputado Henri Michel, a quem é atribuída a seguinte frase: “First save the Franc and France. Then it will be possible to take our positions of combat and pursue the realization of the ideals of liberty and justice that each of us has vowed” citado em [Schmid (1974, p. 367)]. Essa *maioria política* que então se formou foi fundamental para o êxito de Poincaré e é, também, fonte de reflexão acerca da solução da crise no Brasil.

À margem dos comentários anteriores, cabe fazer algumas observações finais. Mesmo que uma situação política frágil não chegue ao ponto de causar uma crise de credibilidade, consistente na fuga dos títulos públicos — pelo fato de se temer uma moratória ou uma consolidação forçada da dívida pública —, ela pode ser suficiente para prejudicar: *a*) o ajustamento adicional, necessário para reforçar o equilíbrio orçamentário; *b*) a confiança na sustentação futura desse equilíbrio; e *c*) a possibilidade de colocar títulos de longo prazo, em substituição aos de prazo menor. Uma maioria política sólida — no sentido de ser duradoura — permite superar essa situação, na medida em que fornece às autoridades econômicas as condições de ajustar a economia e colocar títulos públicos a prazos mais longos.

Crises como a da França de 1926, bem como as que contemporaneamente ocorreram em outros países, caracterizadas pela observação simultânea de uma remonetização parcial da dívida, de governos frágeis e de uma inflação alta, podem conduzir, eventualmente, a alguma forma de concessão de poderes especiais ao Poder Executivo. Na Bélgica, também em julho de 1926, uma crise similar deu ao rei a chance de aprovar decretos em benefício do “financial improvement of the country”, com força de lei, sem autorização legislativa e de, logo depois, decretar uma conversão forçosa da dívida. Na Itália, a crise levou à consolidação do fascismo e a

outra conversão compulsória, através do *littorio loan* de novembro 1926. Na França, houve uma trégua política, que foi uma forma de abdicação legislativa. Em outras palavras, a extensão de poderes excepcionais ao governo, muito além dos que este tem em uma situação normal, revelou-se, no caso, inevitável, para poder atingir a estabilização.

A fragmentação política pode ser superada pela vitória eleitoral de algum grupo ou coalizão que conquiste uma hegemonia clara ou, alternativamente, pela renúncia ao poder de bloqueio da parte de quem tem condições de exercê-lo. Caso contrário, mantidas as regras do jogo — isto é, não se chegando a uma solução de força —, os países podem simplesmente se defrontar com um *não-desfecho* da crise — pelo menos por um longo período de tempo —, o que significa a continuidade da inflação durante anos, na ausência de condições políticas favoráveis às mudanças às quais antes se fez alusão.

#### Abstract

*This paper describes and analyses the economic program adopted in France under premier Raymond Poincaré in 1926. The antecedents of the accelerating inflation of 1925/26 are presented and the role of the "Comité des Experts" recommendations in achieving the stabilization is emphasized. The article also discusses several interpretations of the "miracle" that led to the sudden end of inflation. The validity of the thesis which states that the stabilization occurred basically due to the fiscal adjustment is questioned and the importance of the reestablishment of market confidence after the fear of a capital levy is highlighted. Lastly, some relevant lessons for the Brazilian case are discussed.*

#### Bibliografia

- ALLIX, E. *Traité élémentaire de science des finances et de législation financière française*. 6ème ed. Paris, Arthur Rouneau, 1931.
- COMITÉ DES EXPERTS. *Rapport du Comité des Experts*. Paris: Imprimerie Nationale, 1926.
- DORNBUSCH, R. Como deter a hiperinflação: lições da experiência inflacionária alemã da década de 20. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v.16, n.1, p.61-85, abr. 1986.
- HAIG, R.M. *The public finances of post-war France*. New York: Columbia University Press, 1929.
- KEYNES, J.M. *The general theory of employment, interest and money*. London: Mac Millan & Co., 1961.

- MAKINEN, G.E., WOODWARD, G.T. A monetary interpretation of the Poincaré stabilization of 1926. *Southern Economic Journal*, v. 55, p.191-211, July 1989.
- . Funding crises in the aftermath of World War I. In: DORNBUSCH, R., DRAGHI, M.(eds.). *Public debt management, theory and history*. Grã-Bretanha: CEPR & Cambridge University Press, Cap. 6, p.153-183, 1990.
- PRATI, A. *Poincaré's stabilization: stopping a self-fulfilling debt run*. Los Angeles: University of California, 1988, mimeo.
- . Poincaré's stabilization: stopping a run on government debt. *Journal of Monetary Economics*, n.27, p.213-239, 1991.
- ROGERS, J.H. *The process of inflation in France, 1914-1927*. New York: Columbia University Press, 1929.
- SARGENT, T. Stopping moderate inflations; the methods of Poincaré and Thatcher. In: SARGENT, T. *Rational expectations and inflation*. New York: Harper & Row, Cap. 4, p.110-157, 1986.
- SARGENT, T., WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, p.1-17, Fall 1981.
- SCHIRER, W.L. *The collapse of the Third Republic: an inquiry into the fall of France in 1940*. New York: Simon & Schuster, 1969.
- SCHMID, G. The politics of currency stabilization: the French Franc, 1926. *Journal of European Economic History*, v.3, n.2, p.359-377, Fall 1974.
- SICSIC, P. Was the Franc Poincaré deliberately undervalued? *Explorations in Economic History*, n.29, p.69-92, 1992.

(Originais recebidos em setembro de 1994. Revisitos em outubro de 1994.)