

Keynes, Sargent e o papel da política monetária em um plano de estabilização *

PEDRO BODIN DE MORAES **

Um dos aspectos mais controversos de um programa de estabilização baseado em políticas de controle de preços, tais como os adotados recentemente na Argentina, no Brasil e em Israel, diz respeito ao papel da política monetária. Se o governo quiser evitar o impacto recessivo trazido pela elevação das taxas de juros, terá que remonetizar a economia rapidamente. Entretanto, se a remonetização da economia for feita de forma "demasiadamente" rápida, a credibilidade do próprio programa de estabilização pode ser colocada em risco. Neste artigo analisamos esse dilema com base em uma pouco conhecida proposta de Keynes para interromper o processo hiperinflacionário na Alemanha da década de 20.

1 — Introdução

Um dos aspectos mais controversos de um programa de estabilização baseado em políticas de controle de preços, tais como os recentemente postos em execução na Argentina, no Brasil e em Israel, diz respeito ao papel da política monetária. Com a súbita e pronunciada queda da inflação, a demanda por moeda elevar-se-á de forma substancial. Assim sendo, se o governo quiser evitar o impacto recessivo trazido pela elevação das taxas de juros, terá que remonetizar a economia rapidamente. Entretanto, se a remonetização da economia for feita de forma "demasiadamente" rápida, a credibilidade do próprio programa de estabilização pode ser colocada em risco. É óbvio, portanto, que o desenho da política monetária após o congelamento de preços não é trivial.

Os programas de estabilização adotados nos três países mencionados fizeram com que o interesse nas hiperinflações européias da década de 20 ressurgisse. A discussão a respeito de como a estabilidade de preços foi alcançada na Alemanha, por exemplo, tem relevância para a presente situação desses países. Em particular, é de grande importância e interesse a análise da condução da política monetária nos programas passados. Neste artigo iremos discutir o papel da política monetária e sua importância

* Gostaria de agradecer os comentários e sugestões de Alessandra Casella, Rudiger Dornbusch e Lance Taylor, bem como o apoio financeiro do CNPq.

** Professor Assistente da PUC/RJ.

para o sucesso de um programa de estabilização baseado em políticas de controle de preços a partir das experiências da Alemanha e da Áustria na década de 20. Nossa discussão terá como base a visão de Sargent (1982) sobre o término das hiperinflações européias da década de 20 e uma pouco conhecida proposta de Keynes para o marco alemão por ele apresentada no final de 1922.

Na Seção 2 discute-se a visão de Sargent a respeito do término de processos hiperinflacionários, procurando compará-la com as análises anteriores de inspiração monetarista, como, por exemplo, a de Cagan (1956). Argumenta-se que a diferença entre essas duas análises reside exclusivamente na hipótese sobre a formação de expectativas. Além disso, e ainda mais importante, chama-se a atenção para o fato de que a análise de Sargent assume que o público logo percebeu os programas de estabilização por ele analisados como mudanças radicais e permanentes na condução das políticas monetária e fiscal.

A Seção 3 apresenta e analisa um pouco conhecido plano de estabilização para a Alemanha, idealizado por Keynes em 1922. Chama-se a atenção para o fato de que Keynes, ao contrário de Sargent, dava grande importância ao problema de como manter elevada a credibilidade do governo. Como, para este autor, o programa de estabilização devia ser iniciado pela prefixação da taxa de câmbio, antes de qualquer tentativa de promover um ajuste fiscal, seria preciso evitar que o público especulasse contra o programa em sua fase inicial, quer através da estocagem de bens, ou de uma corrida ao banco central. Para isso, Keynes sugeria que se adotasse uma política monetária restritiva, de modo a manter as taxas de juros em níveis elevados. Esta seção mostra, ainda, que a visão exposta por Dornbusch (1985) em recente artigo sobre o final da hiperinflação alemã aproxima-se bastante das idéias de Keynes.

Nas Seções 4 e 5 examinam-se as experiências de estabilização levadas a cabo na Alemanha e na Áustria. Procura-se mostrar que de fato as taxas de juros permaneceram bastante elevadas por um substancial período de tempo após a estabilização. Além disso, argumenta-se que, embora a estabilidade de preços tenha sido alcançada rapidamente, ocorreram, no período pós-estabilização, diversos episódios de perda de confiança por parte do público com relação ao sucesso do programa. Assim, fica difícil ver esses programas como mudanças radicais na condução das políticas monetária e fiscal imediatamente percebidas por todos como sendo permanentes. A Seção 6 encerra o artigo com alguns comentários finais.

2 — Sargent, expectativas racionais e programas de estabilização

Em seu clássico estudo sobre as hiperinflações européias da década de 20, Cagan (1956) supõe completa flexibilidade de preços e que estes são

determinados pela condição de equilíbrio no mercado de moeda. Especificamente, ele assume que a demanda por moeda seja dada por:

$$m_t^d - p_t = \alpha (p_{t+1,t} - p_t) + \varepsilon_t \quad \alpha < 1 \quad (1)$$

onde m_t^d é o logaritmo da demanda por moeda, p_t o logaritmo do nível geral de preços, $p_{t+1,t} - p_t$ a taxa de inflação esperada, α a semi-elasticidade-juros da demanda por moeda e ε_t um distúrbio estocástico. Se a oferta de moeda m^s for exógena, o equilíbrio no mercado de moeda será dado por:

$$m_t^d = m_t^s = m_t \quad (2)$$

$$m_t - p_t = \alpha (p_{t+1,t} - p_t) + \varepsilon_t \quad (3)$$

Para a formação de expectativas, Cagan supôs o seguinte processo:

$$p_{t+1,t} - p_t = [(1 - \beta) / (1 - \beta L)] [p_t - p_{t-1}] \quad (4)$$

onde L é o operador de defasagens, isto é, $Lx_t = x_{t-1}$. Substituindo (4) em (3), obtém-se que o preço corrente é uma função do estoque de moeda corrente e dos níveis de preços passados:

$$p_t = 1/[1 + \alpha(1 - \beta)]m_t + \sum_{j=0}^{\infty} \alpha(1 - \beta)^j p_{t-1-j} \quad (5)$$

Se a suposição de expectativas adaptativas for substituída pela hipótese de expectativas racionais, o nível de preços será então dado por:¹

$$p_t = 1/(1 - \alpha) \left[\sum_{j=0}^{\infty} [\alpha/(\alpha - 1)]^j m_{t+j,t} \right] \quad (6)$$

onde $m_{t+j,t}$ é o logaritmo do estoque de moeda esperado no período $t + j$, condicionado à informação disponível no período t . Nesse caso, o nível de preços (ou a taxa de inflação) será inteiramente determinado pela monetização esperada dos déficits corrente e futuro.

Uma diferença fundamental entre as duas soluções obtidas para a equação de preços é que, enquanto sob a hipótese de expectativas adaptativas o processo inflacionário é totalmente inercial, uma vez que a inflação corrente depende apenas das inflações passadas, sob a hipótese de expec-

¹ Ver Sargent (1982) para uma discussão sobre isso. Note-se que, para que o nível de preço seja finito, o estoque de moeda não pode crescer a taxas "demasiadamente elevadas".

tativas racionais a inflação corrente não tem qualquer vínculo com o passado, estando relacionada apenas aos estoques de moeda futuros (esperados).

A existência dessas duas soluções leva obviamente a distintas propostas de como enfrentar o problema inflacionário. Enquanto, para Cagan, a inflação só poderia ser reduzida de forma gradual,² para os adeptos da hipótese de expectativas racionais o processo inflacionário poderia ser estancado rápida e subitamente, bastando, para isso, que o governo anunciasse e o público acreditasse que as políticas monetária e fiscal seriam alteradas de modo a garantir a estabilidade de preços.

A análise de Sargent a respeito do término da hiperinflação em quatro países europeus na década de 20 tem como principal objetivo mostrar que a experiência desses países está em completo acordo com o previsto, aceitando-se a hipótese de preços determinados no mercado de moeda e expectativas racionais. Sargent chama a atenção para o fato de que em todos os países a estabilidade dos preços foi conseguida com grande rapidez e, o que é mais importante, sem uma contração da oferta de moeda. Nos quatro países, a taxa de crescimento do crédito doméstico manteve-se elevada logo após a estabilidade. Além disso, Sargent também menciona que o custo da estabilização em termos de desvio do produto em relação ao pleno emprego foi substancialmente inferior às estimativas disponíveis para o "quociente de sacrifício" na economia americana,³ ou seja, a estabilidade foi obtida sem uma recessão prolongada.

De acordo com Sargent (1982, p. 62), a estabilidade de preços foi em todos os casos alcançada quando "o governo agiu de forma deliberada no sentido de equilibrar seu orçamento através de uma série de medidas, percebidas como permanentes, para elevar impostos e eliminar gastos". Portanto, a promessa do governo de seguir uma política de disciplina fiscal foi a responsável pela estabilização.

Em relação à Alemanha, por exemplo, Sargent menciona uma série de medidas adotadas pelo governo, antes e depois da bem-sucedida estabilização de novembro de 1923, para equilibrar o orçamento, e também chama a atenção para o estabelecimento de um limite superior ao crédito concedido pelas autoridades monetárias ao governo para financiar seus déficits. Segundo o próprio autor, tal medida dava grande credibilidade à promessa do governo de continuação da política fiscal austera. Entretanto, Sargent não menciona as diversas razões que potencialmente poderiam levar o público a não crer no êxito da tentativa de estabilização. Em

² Cagan menciona em seu estudo a possibilidade de que o público nos últimos meses da hiperinflação alemã estivesse esperando, com uma probabilidade diferente de zero, a ocorrência de reforma monetária. Caso essa reforma de fato ocorresse, os preços não mais seriam governados pela equação (5). Assim sendo, não é estritamente correto afirmar que, para Cagan, só seria possível reduzir a inflação de forma gradual.

³ O chamado quociente de sacrifício (*sacrifice ratio*) é definido pelo montante de queda em termos percentuais no nível de produto abaixo do produto de pleno emprego necessário para reduzir a taxa de inflação em um ponto de porcentagem.

particular, nenhuma referência é feita ao fato de que até maio de 1921 esteve em vigor uma lei – obviamente desobedecida de forma sistemática – limitando a capacidade do Reichsbank de descontar os títulos do tesouro a ele apresentados pelo governo [ver Webb (1985, p. 504)]. Assim sendo, quem poderia garantir que as restrições impostas pelo próprio governo em suas ações futuras não seriam desrespeitadas?

Outro fato mencionado por Sargent e por diversos outros autores foi a morte do presidente vitalício do Reichsbank, Rudolf Havenstein, no momento mais apropriado para o sucesso do plano de estabilização. A substituição de Havenstein, que era reconhecidamente um partidário da idéia de colocar o Reichsbank sempre na posição de descontar todo título que lhe fosse apresentado,⁴ pelo defensor do padrão ouro e do conservadorismo fiscal Hjalmar Schacht é apontada por Sargent como um dos fatores mais importantes que fizeram com que o público de fato acreditasse nas promessas do governo com relação à austeridade fiscal.

O que Sargent deixa de mencionar, no entanto, é que a nomeação de Schacht como presidente do Reichsbank não ocorreu imediatamente após a morte de Havenstein. Os empresários, os nacional-socialistas e o corpo técnico do Reichsbank (talvez refletindo o desejo do antigo presidente) eram favoráveis à nomeação de Karl Helfferich, que, embora fosse um defensor da adoção de uma reforma fiscal, provavelmente cederia aos apelos dos empresários por mais créditos e dificilmente executaria uma política monetária austera. A esse respeito é interessante citar textualmente o *Wall Street Journal* no período entre a morte de Havenstein e a nomeação de Schacht:

“Schacht ... é tido como o sucessor de Havenstein. [Ele] irá colocar um fim nos créditos baratos em favor da indústria...” (26 de novembro de 1923).

“Embora os bancos com interesses industriais não tenham recebido créditos subsidiados em retenmarks, eles se mantêm confiantes em um tratamento preferencial depois da decisão do Reichsbank de fazer Helfferich seu próximo presidente.” (7 de dezembro de 1923).

Fica claro, então, que pelo menos até a primeira semana de dezembro nenhuma decisão havia sido tomada com respeito à presidência do Reichsbank e, portanto, também com relação ao rumo que o programa de estabilização iria seguir.

Sargent, ao longo de seu artigo, parece assumir que todo programa de estabilização que proponha a adoção de uma política fiscal consistente com estabilidade de preços será necessariamente bem-sucedido. Esta visão deixa de lado por completo a importante questão relativa à credibilidade

⁴ Esta é a chamada *real bills doctrine*. Ver Yeager (1981, p. 78), a respeito da posição de Havenstein.

de anúncios do governo sobre a adoção de políticas futuras. Toda a literatura a respeito da otimalidade de o governo adotar políticas inconsistentes sugere, no mínimo, que essa questão não é trivial.

Além da questão referente à credibilidade, existem outros importantes problemas a serem enfrentados ao longo do caminho rumo à estabilidade de preços. Um deles relaciona-se ao fato de que em uma situação de hiperinflação os encaixes reais sofrem grande retração. Assim, é de se esperar que a queda da inflação provoque uma vigorosa elevação da demanda por moeda. Se a monetização da economia não puder ser feita através de ganhos de reservas em moedas estrangeiras, as autoridades monetárias terão que enfrentar um grande dilema. Caso se deseje evitar que a taxa de juros (real) suba de forma considerável, será necessário expandir o crédito doméstico, o que, entretanto, pode vir a ser interpretado como um sinal de que não haverá qualquer ajuste fiscal.

É interessante notar que Sargent estava ciente dessa questão. Ele discute em uma nota de rodapé a necessidade de uma elevação instantânea da oferta de moeda ou de uma queda nos preços para acomodar o aumento da demanda por encaixes reais [ver Sargent (1982, pp. 92-4)]. No entanto, observa que "o que de fato ocorreu . . . foi uma elevação gradual ao longo de vários meses e não um salto do estoque de moeda" [Sargent (1982, p. 94)]. De acordo com o autor, esse fenômeno seria consistente com uma evolução gradual do grau de confiança do público com relação ao êxito da estabilização. Apesar disso, Sargent descarta essa explicação sem aprofundar-se muito na questão, afirmando que era difícil aceitá-la.

3 — Keynes e o programa de estabilização alemão de 1923

Em recente artigo sobre a hiperinflação alemã, Dornbusch (1985) chamou a atenção para o fato de que, além da dramática e freqüentemente mencionada elevação de estoque real de moeda, a bem-sucedida estabilização do marco em novembro de 1923 foi seguida por um período de apreciação da taxa de câmbio real e de taxas de juros (reais) extremamente elevadas. De acordo com aquele autor, este período de taxas de juros elevadas teve importância fundamental para o sucesso da estabilização. Uma vez que a prefixação da taxa de câmbio pelo Reichsbank precedeu qualquer medida fiscal, seria de esperar que o programa de estabilização fosse recebido pelo público com uma grande dose de ceticismo. Assim sendo, era importante que se evitasse a especulação contra o marco no período imediatamente posterior à sua prefixação. Tanto a apreciação da taxa de câmbio real quanto as elevadas taxas de juros aumentavam o custo de se especular contra o programa de estabilização, quer através de uma corrida ao Reichsbank (estocagem de moeda estrangeira), quer através da estocagem de bens.

A discussão de Dornbusch sobre o fim da hiperinflação alemã tem diversos pontos em comum com um pouco conhecido plano para a estabilização do marco apresentado por Keynes no Institute of Bankers em novembro de 1922 [Keynes (1981, pp. 6-43)], principalmente no que diz respeito à importância de manutenção de taxas de juros elevadas no período pós-estabilização. Este plano caiu em um completo esquecimento, não sendo mencionado em nenhum dos inúmeros artigos sobre o assunto, inclusive no do próprio Dornbusch. É interessante, portanto, discutir as propostas de Keynes à luz tanto dos fatos ocorridos quanto da literatura sobre o tema.

Segundo Keynes, os elevados déficits fiscais eram a causa da inflação alemã.⁵ Entretanto, ele mencionava que estes déficits eram fruto das pesadas reparações impostas pelos aliados à Alemanha em pagamento aos prejuízos ocorridos durante a I Guerra. Ao formular seu plano de estabilização para o marco, Keynes indica que em sua opinião as contas do governo podiam ser equilibradas caso o pagamento das reparações fosse suspenso. Como a aceleração da inflação tinha reduzido de forma drástica o valor da dívida pública emitida para financiar as despesas de guerra, os déficits fiscais não eram crônicos.

Para Keynes o primeiro passo a ser dado para estabilizar os preços deveria ser a prefixação da taxa de câmbio. Só após essa medida é que se devia tentar equilibrar as contas do governo. Em sua opinião, seria "imensamente mais fácil equilibrar o orçamento depois de ter estabilizado [o câmbio] do que fazê-lo como uma medida preliminar à estabilização" [Keynes (1981, p. 25)]. Para sustentar sua posição, Keynes (1981, p. 24) menciona que, "[se] a unidade de curso legal depreciar tão rapidamente quanto como agora na Alemanha, o recolhimento do imposto será inevitavelmente feito em uma moeda pior do que aquela na qual o imposto foi calculado ... É preciso que se estabilize para que seja possível receber as receitas impositivas na mesma moeda na qual elas foram determinadas."

A cotação exata na qual o marco devia ser prefixado não era de fundamental importância, desde que estivesse, segundo Keynes (1978, p. 67), "de acordo com a situação existente", ou seja, que fosse "uma cotação que estivesse entre o valor interno e o valor externo do marco à época da estabilização". Ele era veementemente contra a escolha de uma taxa de câmbio que representasse "uma tentativa de elevar o valor do marco" [Keynes (1978, p. 67)]. Outro ponto de fundamental importância do programa idealizado por Keynes era que a prefixação do câmbio devia vir acompanhada "por um prolongado período de liquidez apertada, de modo a fazer com que o ... incentivo de se remeter divisas para a Alemanha ... continuasse em operação" [Keynes (1978, p. 37)].

A prefixação do câmbio para Keynes não acarretaria uma perda de reservas por parte do Reichsbank. Em sua opinião, ocorreria justamente

⁵ A respeito da posição do autor sobre as causas da inflação alemã, ver Keynes (1978, p. 181).

o contrário, uma vez que “o público, querendo beneficiar-se das elevadas taxas de juros . . . , iria comprar marcos”. O risco de uma corrida ao Reichsbank só ocorreria “nove meses ou um ano depois, caso a tentativa de se equilibrar o orçamento falhasse e a inflação continuasse de modo que [o Reichsbank] se visse obrigado a continuar emitindo mais títulos para resgate no futuro” [Keynes (1978, p. 33)].

É interessante contrastar a posição de Keynes com a das autoridades alemãs, em particular com a do presidente do Reichsbank, Rudolf Havenstein. Em uma carta escrita por Keynes a Havenstein, ficamos sabendo que, na opinião do presidente do Reichsbank, a taxa de câmbio só deveria ser prefixada depois que o orçamento e o balanço comercial estivessem equilibrados [Keynes (1978, pp. 66-8)]. O medo de uma eventual perda de reservas era tão grande que Havenstein não concordava em colocar o Reichsbank na posição de comprar e/ou vender moeda estrangeira a uma paridade fixa. Segundo ele, o Reichsbank só devia entrar no mercado de câmbio “de tempos em tempos para punir os especuladores [que apostassem na desvalorização]” [Keynes (1978, p. 68)]. A visão de Havenstein era também compartilhada por três dos quatro economistas chamados a Berlim pelo governo alemão no outono de 1922 para ajudar na confecção de uma proposta de pagamento das reparações de guerra aos aliados. Keynes era o quarto economista [ver Keynes (1981, pp. 39-40)].

Keynes discordava inteiramente da posição de Havenstein, especialmente quanto à necessidade de se ter o balanço comercial equilibrado antes de prefixar o câmbio. A posição é ilustrada com clareza na seguinte passagem de sua carta a Havenstein: “A maior parte de sua carta é dirigida, parece-me, a argumentar que nas atuais circunstâncias mesmo com uma moratória a realização de qualquer projeto de estabilização seria extremamente temerária. Admito que seus argumentos têm algum poder de persuasão mas, ainda assim, estou em total desacordo com eles, principalmente porque eu não dou a importância que o senhor dá a um balanço comercial adverso. Se eu estivesse seguro de poder controlar a situação orçamentária, eu não duvidaria da minha capacidade, na presente situação da Alemanha, de controlar o câmbio. Tão logo a oferta de moeda seja restringida, não vejo como o balanço comercial possa continuar em uma posição adversa.” [Keynes (1978, p. 67)].

Em resumo, o programa de estabilização proposto por Keynes constituía-se da prefixação da taxa de câmbio, da adoção de uma política monetária restritiva e da posterior tentativa de equilibrar o orçamento do governo.

A importância dada por Keynes ao papel da credibilidade é aparente quando ele enfatiza a necessidade de um prolongado período de liquidez apertada após a prefixação do câmbio. Como em sua opinião o sucesso do programa dependia de medidas a serem tomadas no futuro (equilíbrio orçamentário), era fundamental que se evitasse a especulação contra o câmbio. Taxas de juros elevadas atuavam no sentido de dar algum tempo para que o programa começasse a funcionar.

A preocupação em evitar especulações contra o programa manifesta-se de forma ainda explícita quando o autor menciona a importância da atuação do governo no mercado futuro de câmbio para o sucesso da estabilização. Para Keynes (1981, p. 39), “as autoridades competentes ... deviam operar não apenas no mercado de câmbio à vista mas também no mercado futuro; a taxas apropriadas, vender-se-iam marcos para recomprá-los em um ou três meses. Com isso, todos os alemães detentores de ativos estrangeiros e que desejassem empregá-los por algum tempo no país mas que ... tivessem dúvidas a respeito da duração do programa de estabilização estariam completamente protegidos.” Keynes, portanto, defendia o uso de garantias cambiais.

Por último, é interessante notar que Keynes, ao expor seu programa de estabilização, discute a possibilidade de se introduzir uma nova moeda que tivesse uma paridade fixa em relação ao dólar, ao invés de prefixar o valor da moeda existente, ficando o público livre para escolher em qual moeda os contratos seriam feitos [ver Keynes (1981, pp. 41-2)]. A grande vantagem de tal esquema seria a de que a demanda por moeda estrangeira seria reduzida, uma vez que a nova moeda serviria tanto como unidade de conta quanto como reserva de valor. Além disso, o Reichsbank não precisaria colocar em risco suas reservas em moedas fortes. A principal desvantagem desse esquema era a de que, como parte dos impostos continuaria sendo recolhida na moeda antiga, persistiria a “instabilidade orçamentária” [ver Keynes (1981, p. 42)].

4 — A estabilização alemã de novembro de 1923

O programa de estabilização posto em execução na Alemanha em novembro de 1923 não seguiu de perto as medidas propostas por Keynes um ano antes. Apesar disso, nossa compreensão do que ocorreu é bastante ampliada tendo em mente suas propostas.

Em 20 de novembro criou-se uma nova moeda, o retenmark, com paridade fixa em relação ao marco-ouro (e, portanto, ao dólar) e ao marco-papel. Esta nova moeda, que seria emitida pelo também recém-criado Retenbank, não tinha curso legal, mas era aceita pelo próprio governo em pagamento de impostos e taxas e, além disso, podia ser convertida a qualquer momento em um título denominado em ouro e pagando uma taxa de juros de 5% ao ano.

Uma importante mudança trazida pelo decreto que criou o Retenbank foi a imposição, por lei, de um limite máximo à emissão de retenmarks. A intenção de se impor um limite à emissão era a de permitir que o governo financiasse seus déficits por algum tempo mas se visse forçado a equilibrar seu orçamento em um futuro não muito distante. Sargent (1982), como vimos anteriormente, enfatiza que foi esta medida que impôs disciplina fiscal ao governo.

Após a estabilização do câmbio, os preços com uma pequena defasagem de tempo pararam de subir. Entretanto, não era óbvio que o programa de estabilização seria bem-sucedido no longo prazo. Poderia ocorrer uma mera repetição da fracassada tentativa de estabilização promovida pelo Reichsbank em fevereiro de 1923. De fato, Bresciani-Turroni (1937, p. 360) menciona que “em dezembro de 1923 a completa confiança na estabilidade da moeda alemã não havia ainda sido restabelecida e um prêmio pelo risco de uma possível desvalorização permanecia [no mercado livre de câmbio]”.

No final de dezembro ainda havia uma grande incerteza com relação ao êxito do programa de estabilização. Na última semana daquele mês, o correspondente do *The Economist* (de 27 de dezembro de 1923) escrevia:

“O [novo] papel-moeda é ainda um mistério e uma incógnita. A cada dia que passa torna-se mais duvidoso (ainda que o governo afirme o contrário) que um papel-moeda não conversível feito o *retenmark* possa manter uma paridade fictícia tão acima do seu poder de compra.”

A falta de confiança no sucesso imediato do programa de estabilização é bem refletida no comportamento das taxas de juros. Dornbusch (1985), tendo por base as taxas de juros praticadas na Bolsa de Berlim em empréstimos de curtíssimo prazo, chama a atenção para o fato de que logo após a estabilização do marco as taxas de juros, ao invés de caírem, elevaram-se. Somente no início de dezembro é que as taxas de juros nominais começaram a apresentar tendência declinante. Apesar disso, as taxas de juros reais *ex post* continuaram em níveis extremamente elevados.

Na primeira semana de fevereiro de 1924, a cotação do marco em Nova York começou a divergir da cotação estabelecida em Berlim pelo Reichsbank.⁶ Este era um óbvio sinal de que o mercado tinha passado a ver o futuro do programa de estabilização com algumas reservas. A resposta do Reichsbank veio em abril, quando as autoridades alemãs finalmente convenceram-se da volta da inflação, com uma drástica redução da taxa de crescimento do crédito doméstico [ver Bresciani-Turroni (1937, p. 352)]. A tabela a seguir apresenta as taxas de juros relativas a operações por um dia e por um mês durante o primeiro semestre de 1924. Pode-se ver com clareza a política monetária restritiva adotada pelo Reichsbank refletida no comportamento das taxas de juros, que em abril elevam-se de forma considerável.

É importante mencionar que parte dessa elevação nas taxas de juros foi devida a uma perda de credibilidade do próprio programa de estabilização. A elevação dos juros nas operações denominadas em ouro (ou em moedas estáveis), no entanto, nos fornece evidências de uma política creditícia mais apertada em abril.

⁶ Em 9 de fevereiro, a cotação do marco em Nova York chegou a ficar 17% acima da paridade estabelecida em Berlim [ver, a esse respeito, Bresciani-Turroni (1937, p. 350)].

Taxas de juros e preços em 1924 na Alemanha

Meses	Taxas de juros (% ao ano)			Preços no atacado (janeiro = 100)
	Mês	Dia	Título-ouro	
Janeiro	28,3	87,6	7,8	100,0
Fevereiro	22,6	34,9	7,8	97,2
Março	30,1	33,1	9,2	97,6
Abril	44,5	45,9	10,5	99,3
Maio	44,3	27,8	12,8	98,2
Junho	32,6	22,6	13,3	92,8
Julho	22,9	16,8	11,2	91,0
Agosto	18,8	17,1	9,3	94,5
Dezembro	12,6	11,1	8,3	101,4

FONTES: *International Abstract of Economics Statistics* (1919/29, p. 93) e Gerber (1982, p. 27).

O quadro que emerge do bem-sucedido programa de estabilização alemão de novembro de 1923 é o de que, embora tanto a taxa de câmbio quanto os preços tenham sido estabilizados súbita e rapidamente, a incerteza com relação ao êxito do programa no longo prazo persistiu por um longo período de tempo. O comportamento das taxas de juros no período pós-estabilização reflete com nitidez a persistência dessa incerteza. A visão do público com relação ao próprio programa de estabilização é melhor descrita por uma regra bayesiana de revisão de expectativas do que, como sugere Sargent, por uma mudança radical imediatamente percebida por todos na condução das políticas fiscal e monetária.⁷

Por último, é interessante mencionar que, em seu importante estudo sobre a hiperinflação alemã, Graham (1930) já havia sugerido que a confiança do público em qualquer programa de estabilização em geral leva algum tempo para se formar. De acordo com aquele autor, esse era exatamente um dos problemas a serem enfrentados.⁸ Graham também mencionou a ocorrência de aperto monetário em abril de 1924. Segundo o próprio Graham (1930, p. 290), “[o] processo [de monetização] foi feito de forma demasiadamente rápida no início e o sucesso final [do programa de estabilização] só foi obtido quando o excesso [de liquidez] foi retirado através de uma vigorosa contenção do crédito bancário”.

⁷ Em artigo recente, Baxter (1985) analisa como a confiança no sucesso do programa de estabilização adotado por Martinez de Hoz na Argentina evoluiu ao longo do tempo utilizando um instrumental bayesiano.

⁸ Segundo Graham (1930, p. 290), “a confiança deve ser restaurada a qualquer custo, mas ela somente evolui de forma lenta”.

5 — O programa de estabilização austríaco de agosto de 1922

O programa de estabilização austríaco do segundo semestre de 1922 foi em diversos aspectos semelhante à tentativa fracassada de estabilização alemã de fevereiro de 1923.⁹ Em ambos os casos, a estabilização começou com o banco central intervindo no mercado de câmbio, deixando o orçamento para ser equilibrado no futuro. Também nesses dois casos as políticas fiscal e monetária (uma vez que os déficits públicos eram financiados quase que exclusivamente via emissão de moeda) mantiveram-se expansionistas no período imediatamente seguinte à estabilização. Yeager (1981, p. 50) menciona que na Áustria, “durante os primeiros três meses depois de terminada a depreciação da coroa, o governo continuou com seu antigo hábito de financiar seus déficits tomando empréstimos do banco central”.

O grau de incerteza nos dois países à época das tentativas de estabilização era extremamente elevado. A Alemanha, apesar de possuir grandes reservas em ouro (comparando-se ao montante de moeda em circulação), tinha um enorme e não resolvido problema com que lidar: o pagamento das reparações aos Aliados. A Áustria, por seu lado, quase não tinha reservas em ouro e, na época da estabilização, as negociações para a obtenção de um empréstimo estrangeiro ainda estavam em andamento.

A diferença entre a tentativa de estabilização alemã do início de 1923 e a austríaca é óbvia. Enquanto a primeira fracassou por completo, a segunda foi um sucesso total. Depois de ter alcançado quase 84.000 coroas por dólar na última semana de agosto de 1922, a taxa de câmbio sob a influência do banco central começa a cair, sendo estabilizada em 71.000 coroas por dólar em dezembro. Os preços, com uma defasagem, seguiram uma trajetória semelhante à da taxa de câmbio.

Assim como na Alemanha depois de sua bem-sucedida estabilização, a liquidez manteve-se apertada na Áustria depois que o banco central começou a intervir no mercado de câmbio. De acordo com o correspondente em Viena do *The Economist* (de 16 de dezembro de 1922), “durante a primeira quinzena de novembro de 1922 elevadas taxas de juros foram praticadas, isto é, de 2% a 2,5% por semana”. Essas taxas nominais representavam uma taxa real (*ex post*) superior a 200% ao ano.

No início de dezembro de 1922 o público estava mais confiante quanto à permanência da estabilidade de preços e do câmbio. As taxas de juros para créditos de curto prazo caíram para 0,5% por semana, e o governo conseguiu com sucesso emitir um título de seis meses em ouro pagando 8% de juros por ano.¹⁰ A possibilidade da volta da inflação, no en-

⁹ Para uma descrição detalhada dessa tentativa de estabilização, ver Bordes (1924).

¹⁰ Este título seria pago em dólares ou em coroas a uma taxa de câmbio de 70.000 coroas por dólar, à escolha de seu detentor.

tanto, ainda estava no ar. Bordes (1924), por exemplo, menciona que em outubro de 1922 e depois no início de 1923 “uma demora na entrada do primeiro empréstimo estrangeiro, aliada à dificuldade do governo em encontrar fundos para cobrir suas obrigações, enfraqueceu a confiança na coroa” [Yeager (1981, p. 51)]. A deterioração no grau de confiança do programa de estabilização refletiu-se de imediato no mercado livre de câmbio. O ágio sobre o câmbio oficial no mercado livre (*Schleichandel*), que havia sido virtualmente eliminado, subiu em janeiro de 1923 para acima dos 6% [*The Economist* (17-2-1923)].

A contenção do choque inflacionário foi, assim como no caso da Alemanha em abril de 1924, uma drástica redução do crédito. A taxa de expansão do crédito doméstico foi vigorosamente contida nos primeiros dois meses de 1923. De fato, o *The Economist* no final de janeiro de 1923 reportava que: “as condições do mercado financeiro se tornaram piores do que nunca. Taxas de juros exorbitantes são cobradas no Mercado de Ações e pelos bancos nos empréstimos de curto prazo. Mesmo as firmas de primeira linha estão pagando aos bancos vienenses cerca de 35% [ao ano] de juros além das taxas de serviço.”¹¹ Em meados de março, quase sete meses após o início da estabilização, segundo o *The Economist* as taxas de juros ainda permaneciam absurdamente altas e a política creditícia por demais apertada.¹²

Sargent (1982) menciona que a estabilização da coroa foi seguida por um substancial aumento da taxa de desemprego. Contudo, de acordo com o autor, a maior parte desse aumento do desemprego é explicada por “deslocamentos reais afetando a economia austríaca” [Sargent (1982, p. 56)], em virtude da desintegração do Império Austro-Húngaro. Fica a impressão de que na opinião de Sargent a estabilização austríaca foi alcançada rapidamente e com custos não muito altos em termos de desemprego.

Mostramos que, apesar de a estabilização ter de fato sido alcançada rápida e subitamente, ela foi seguida por um prolongado período de apreciação do câmbio e de taxas de juros extremamente elevadas. É difícil aceitar a conclusão de Sargent de que o público percebeu o programa de estabilização austríaco desde o seu início como uma mudança permanente na condução das políticas fiscal e monetária e que, portanto, os custos em termos de desemprego foram desprezíveis.

¹¹ Segundo o *The Economist* (de 17 de fevereiro de 1923), as taxas de juros pagas por empresas de segunda linha eram superiores a 50% ao ano.

¹² De acordo com o *The Economist* (de 17 de março de 1923), “havia [am] diversas reclamações nos círculos financeiros, no comércio e na indústria sobre a política creditícia apertada [do banco central]. As taxas de juros no mercado aberto [eram] extraordinariamente elevadas...”

6 — Conclusões

O papel da política monetária nos programas de estabilização baseados em políticas de controle de preços é ainda um assunto em aberto. As experiências recentes da Argentina, do Brasil e de Israel com congelamento de preços deixaram claro que existe uma falta de consenso a respeito da rapidez com que deve ser feita a remonetização da economia. Enquanto na Argentina e em Israel o governo nos primeiros meses do congelamento de preços adotou uma política monetária restritiva, no Brasil a taxa nominal de juros foi reduzida rapidamente e de forma drástica.

Neste artigo discutiu-se o papel da política monetária nos programas de estabilização que lidaram com processos hiperinflacionários. Ao invés de analisarmos detalhadamente as experiências da Argentina, do Brasil e de Israel, concentramos a atenção nas hiperinflações alemã e austríaca. Contrastamos a visão de Sargent sobre como a estabilidade de preços foi obtida com o que de fato ocorreu. Em seguida foi discutida uma pouco conhecida proposta de Keynes para a estabilização do marco.

Sargent adota a posição monetarista aliada à hipótese de expectativas racionais de que a inflação meramente reflete a monetização dos déficits corrente e futuro. Assim sendo, para que se obtenha a estabilidade dos preços basta uma mudança vista como permanente pelo público na condução das políticas monetária e fiscal. Como a taxa de inflação não tem nenhum componente inercial, ou seja, é totalmente *forward looking*, a estabilização poderia ser obtida de forma rápida e sem qualquer custo em termos de desemprego. Sargent consegue, desse modo, resolver a questão que havia intrigado monetaristas de gerações passadas, ou seja, de como foi possível eliminar a inflação sem um choque monetário. O que importaria para a inflação não era o estoque de moeda corrente, e sim o processo de criação de moeda.

A visão de Sargent é demasiadamente simplista e mesmo otimista a respeito dos problemas enfrentados por um plano de estabilização, uma vez que ele implicitamente descarta toda a questão relacionada à credibilidade do anúncio do governo de uma mudança de regime. A vasta literatura sobre a otimalidade de o governo seguir políticas inconsistentes torna claro que a solução dessa questão não é trivial.

Keynes, por outro lado, enfatiza a necessidade de se adotar uma política monetária restritiva no período seguinte à estabilização. Como vimos, para Keynes a estabilização deveria começar pela prefixação da taxa de câmbio. Somente depois disso é que o governo deveria tentar promover um ajuste fiscal. Tentativas de equilibrar o orçamento em meio à hiperinflação seriam, nas palavras do próprio Keynes, "muito mais difíceis". Assim, era de grande importância evitar que o público especulasse contra o programa, seja através da acumulação de estoques, ou do ataque às reservas estrangeiras do banco central, no período entre a prefixação do câmbio e o ajuste fiscal. A receita de Keynes para que a credibilidade não fosse perdida era a adoção de uma política monetária apertada.

Se a remonetização da economia não puder ser feita tendo como contrapartida ganhos de reservas, as autoridades monetárias terão diante de si um importante dilema. O desejo de levar a taxa de juros real para níveis "normais", evitando-se com isso um cenário de recessão, implica uma expansão substancial do crédito doméstico, a qual, no entanto, pode levar o público a não acreditar no futuro ajuste fiscal. É o medo de perder credibilidade que em geral faz com que a política monetária seja contracionista. A principal lição que pode ser extraída tanto das experiências passadas quanto das recentes é a da impossibilidade de uma estabilização indolor, ou seja, sem que a economia passe por um período recessivo.

Abstract

One of the most controversial issues related to a stabilization program based on price control policies, such as the ones recently implemented in Argentina, Brazil, and Israel, is the role of the monetary policy. With the sharp reduction in inflation demand for money will be dramatically increased. Thus, in order to avoid the recessive impact associated to a rise in interest rates, the government will have to remonetize the economy. However, if the remonetization is made "too fast" the credibility in the stabilization program may be jeopardized. In this paper we analyze this dilemma, having in mind an almost unknown proposal made by Keynes to stabilize prices and the exchange in Germany during the twenties.

Bibliografia

- BAXTER, M. The role of expectations in stabilization policy. *Journal of Monetary Economics*, 15, May 1985.
- BORDES, J. van Walrè de. *The Austrian crown*. London, P. S. King & Sons Ltd., 1924.
- BRESCIANI-TURRONI, C. *The economics of inflation*. London, Allen and Unwin, 1937.
- CAGAN, P. The monetary dynamics of hyperinflation. In: FRIEDMAN, M., ed. *Studies in the quantity theory of money*. Chicago, University of Chicago Press, 1956.
- DORNBUSCH, R. *Stopping hyperinflation: lessons from the German experience of the 1920s*. NBER, 1985 (Working Paper, 1.675).
- GARBER, P. *Transition from inflation to price stability*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 16. Spring 1982.

- GRAHAM, F. D. *Exchange, prices, and production in hyperinflation: Germany, 1920-1923*. Princeton, Princeton University Press, 1930.
- KEYNES, J. M. *The collected writings of John Maynard Keynes*. London, Macmillan, 1978, v. XVIII.
- . *The collected writings of John Maynard Keynes*. London, Macmillan, 1981, v. XIX, pt. I.
- SARGENT, T. The end of four big inflations. In: HALL, R. E., ed. *Inflation*. University of Chicago Press and National Bureau of Economics Research, 1982.
- SCHACHT, H. *The stabilization of the mark*. London, Allen and Unwin, 1927.
- TINBERGEN, J., ed. *International abstract of economic statistics, 1919-1930*. London, International Conference of Economic Services, 1934.
- WEBB, S. B. The supply of money and Reichsbank financing of government and corporate debt in Germany, 1919-1923. *Journal of Economic History*, XLIX (2), June 1984.
- YEAGER, L. *Experiences with stopping inflation*. American Enterprise Institute, 1981.

(Originais recebidos em setembro de 1986. Revisos em janeiro de 1988.)