

Lendo o Real com um olho em Keynes e outro em Kalecki

Carlos Águedo Paiva

Economista da FEE e Professor do PPGDR-Unisc.

Resumo

Neste trabalho, procuramos demonstrar que é possível derivar, tanto de Keynes quanto de Kalecki, uma teoria da inflação (primeira e segunda seções). Na sequência, procuramos demonstrar que, malgrado suas diferenças, a teoria keynesiana é compatível com a teoria kaleckiana, e a síntese de ambas forma uma unidade superior. Outrossim, procuramos demonstrar, ainda na terceira seção, que a ancoragem cambial é a política antiinflacionária mais eficaz de uma perspectiva keyneso-kaleckiana. Na quarta seção, procuramos demonstrar que, para além da ancoragem cambial (de inflexão keyneso-kaleckiana), o Plano Real comporta uma face ortodoxa, que se manifesta na sobrevalorização monetária de 1994 a 1998. Essa face é a responsável pelos crescentes déficits em transações correntes, que tiveram de ser compensados por uma política de atração de capitais assentada em juros cronicamente altos, na explosão da dívida pública e na desnacionalização da economia.

Palavras-chave

Plano Real; Keynes; Kalecki.

Abstract

The aim of this paper is to prove that: 1) there is a Theory of Inflation in Keynes; 2) there is a Theory of Inflation in Kalecki; 3) these theories are compatible; 4) the stabilization of the rate of exchange between the national currency and the main international money is the easiest way to extinguish a process of hyper-inflation; 5) the Real Plan is, so, supported by a heterodox interpretation of the inflationary process. Despite this, there is an orthodox component inside the Real Plan which imposed a "tramp" with very negative consequences. The policy makers trusted the private international financial

system would supply the resources that were required to sustain the exchange rate. This mistake imposed a policy of growing interest rates which conducted to the explosion of public debt.

Artigo recebido em 18 jun. 2004.

"(...) a regeneração da moeda no Brasil representava um profundo reordenamento social. O impacto do Plano Real sobre o processo eleitoral, o mais visível desses efeitos, talvez tenha sido só a superfície. A nova moeda recomporia as trocas sociais e permitira que as pessoas percebessem o 'valor das coisas', com isso entendendo a teia de seus efeitos para todo o espectro de simbolismos associados ao dinheiro, sugerindo a identificação entre inflação e imoralidade e, assim, confundindo-se com os imperativos éticos que vinham assoberbando a população brasileira há tempos."

Gustavo Franco. O Plano Real

1 - A teoria keynesiana da inflação

A incorporação da Curva de Phillips à “cesta básica de instrumentos” dos macroeconomistas filiados à tradição da síntese Solow-Samuelson consolidou a leitura de que Keynes (e os keynesianos em geral): (a) admitiria(m) um *trade-off* estrutural entre inflação e emprego; e (b) postularia(m) políticas inflacionistas, porquanto empregadoras.

O que há de simplório nessa representação salta aos olhos de todos os que leram **Inflation and Deflation, Parte II** do **Essays in Persuasion**.¹ A

¹ Vale lembrar que a Parte II do **Ensaio em Persuasão** foi o texto de Keynes mais vendido no Brasil. Esse é o trabalho de Keynes que a Editora Abril disponibilizou ao grande público e aos mais diversos cientistas sociais brasileiros nas várias edições da coleção **Os Pensadores**.

consequences. The policy makers trusted the private international financial Parte II dessa obra-coletânea se inicia com um excerto de **As Consequências Econômicas da Paz**. Aí se lê:

“Atribui-se a Lênin a declaração de que a melhor maneira de destruir o sistema capitalista é destruindo a moeda. Com um processo contínuo de inflação os governos podem confiscar uma parte importante da riqueza de seus cidadãos, secreta e furtivamente. Com esse método eles não só confiscam, mas o fazem arbitrariamente; é um processo que empobrece a muitos mas na verdade enriquece uns poucos. Este deslocamento arbitrário da riqueza fere não só a segurança mas a confiança na equidade da distribuição da renda. Aqueles a quem o sistema traz vantagens além do que merecem, e mesmo do que esperam ou desejam, passam a ser ‘proveitadores’ — objeto do ódio da burguesia, que a inflação empobreceu, não menos do que o proletariado. À medida que a inflação se desenvolve, e o valor da moeda flutua de mês a mês, as relações permanentes entre credores e devedores, fundamento do capitalismo, se desorganizam até quase perderem o sentido. E o processo de aquisição de valor degenera em uma loteria de azar.

“Não há dúvida de que Lênin tinha razão”.

Duas páginas adiante, Keynes acrescenta:

“A inflação do sistema monetário europeu já avançou extraordinariamente. Incapazes por timidez ou miopia de obter com impostos ou empréstimos os recursos de que precisavam, os governos beligerantes recorriam à impressão de papel-moeda. Na Rússia e na Áustria-Hungria esse processo chegou a tal ponto que **a moeda desses países praticamente não tem valor no mercado internacional** (grifo nosso, esclarecido mais adiante)” (Keynes, 2002, p. 165).

Alguns althusserianos poderia pretender que esse é o Keynes juvenil, que ainda não sofreu seu “corte epistemológico”. Mas, feliz ou infelizmente, Keynes não dá qualquer demonstração de haver sofrido tal “corte”.² Na nada juvenil

² A esse respeito, vale ler a **Introdução** de **As Consequências Econômicas da Paz**, que assim se inicia: “Uma característica marcante da humanidade é a capacidade de se adaptar ao meio. Poucos dentre nós percebem com convicção a natureza intensamente incomum, instável, complexa, temporária e não confiável da organização econômica da Europa Ocidental na última metade do século. Acharmos que algumas de nossas vantagens posteriores, das mais peculiares e temporárias, são naturais e permanentes; pensamos que é possível contar

Teoria Geral, Keynes explica a preferência pela liquidez nos seguintes termos:

“Há uma vantagem evidente em conservar bens no mesmo padrão em que irão vencer os compromissos futuros e nele esperar que o custo de vida permaneça relativamente estável. Ao mesmo tempo, a expectativa de relativa estabilidade no custo monetário da produção futura não se manteria com muita confiança se o padrão de valor fosse um bem com grande elasticidade de produção” (Keynes, 1983, p. 165).

Numa passagem que determina e esclarece a conhecida analogia keynesiana entre dinheiro, lua e queijo verde, poucos parágrafos acima do anteriormente citado, Keynes diz:

“O desemprego aumenta porque as pessoas querem a lua; os homens não podem conseguir emprego enquanto o objeto de seus desejos (isto é, o dinheiro) é uma coisa que não se produz e cuja demanda não pode ser facilmente contida. O único remédio consiste em persuadir o público de que lua e queijo verde são praticamente a mesma coisa, e a fazer funcionar uma fábrica de queijo verde (isto é, um Banco Central) sob controle público” (Keynes, 1983, p. 164).

Em suma: no Keynes maduro, para que a **moeda** (queijo verde produzido pelo banco central) funcione como **dinheiro** (lua inatingível), sustentando, simultaneamente, as funções de unidade de conta, intermediário das trocas e reserva de valor, é preciso que o banco central seja crível, o que passa por uma administração conservadora da oferta de moeda-queijo. Ou é isso, ou é a inflação crônica e a aceleração continuada, alimentada pela cisão entre moeda e dinheiro.³

Vale dizer: tanto em 1919 quanto em 1936, Keynes admite que a primeira determinação do nível geral de preços e da inflação é a oferta monetária. Isso faz de Keynes um quantitativista? Evidentemente, não. E isto porque, em

com elas, e com base nesta premissa fazemos nossos planos” (Keynes, 2002, p. 1). Nada nesse texto [que apresenta a tese-objeto de toda a vida de Keynes: a fragilidade estrutural e a instabilidade crônica das expectativas e suas conseqüências] nos informa sua data.

³ Em um trabalho anterior, procuramos demonstrar a centralidade da distinção entre moeda e dinheiro em Keynes, bem como a dificuldade em dar expressão a essa distinção. Parcela não desprezível dessa dificuldade se encontra numa idiosincrasia da língua inglesa: a despeito do termo *currency* corresponder exatamente à categoria “moeda” em português, o termo *money* não pode ser traduzido simplesmente por dinheiro, uma vez que o qualificativo *monetary* caracteriza aquilo que cumpre as funções de meio de troca, de moeda, de *currency*. A esse respeito, ver Paiva (1994, p. 574 e segs).

Keynes, essa determinação primeira e universal é não apenas insuficiente: em inúmeras circunstâncias, ela é falsificada por determinações concorrentes. Se não, vejamos.

Dizer que o tema de Keynes é a incerteza é dizer que seu tema é o dinheiro enquanto reserva, enquanto “porto seguro”. Na verdade, poder-se-ia ler o conjunto da obra keynesiana como uma tentativa de explicar que o dinheiro é muito mais do que parece ser: um mero facilitador das trocas necessárias à realização da produção corrente. No **Treatise on Money**, a ênfase encontra-se no lado da “oferta”: Keynes demonstra, aí, que não existe um “*money*”, mas inúmeros.⁴ Na **Teoria Geral**, o foco é a multiplicidade das demandas por dinheiro. Mais especificamente, o foco é posto nas demandas transacional, precaucional e **nas diversas formas de demanda especulativa**⁵.

Quer nos aproximemos da complexidade a partir do **Treatise**, quer cheguemos a ela pela **Teoria Geral**, o resultado é sempre o mesmo: a velocidade-renda de circulação do dinheiro e/ou da moeda é uma variável particularmente “dinâmica”. Mas as dinâmicas dessa variável são distintas em nações e/ou períodos em que a moeda é o dinheiro, e em nações e/ou períodos em que a função reserva se dissocia da função monetária. No primeiro caso, a política monetária pode ter alguma eficácia, pois a velocidade-renda é uma função positiva da taxa

⁴ A esse respeito, vale ler a **Introdução** de Keynes (1979).

⁵ Keynes percebia que a demanda especulativa não devia ser confundida com a demanda para transações no mercado financeiro, mas não formalizou essa concepção, o que facilitou a consagração do padrão hicksiano de representação da demanda de dinheiro, apresentado em **Mr. Keynes and the Classics: a Suggested Interpretation**. Para que se possa representar e confrontar os sistemas keynesiano e clássico num plano cartesiano, é preciso que a função demanda (transacional) clássica esteja expressa na forma clássica; vale dizer, como uma função da **renda**. Dessa forma, a demanda “transacional” para a realização das “trocas de posição” no amplo mercado de ativos velhos e suas representações (nas mais diversas formas de títulos e ações) deve ser caracterizada como “demanda especulativa” (e/ou precaucional, nos raros modelos em que essa função é resgatada). Afinal, somos obrigados a jogar **na** outra demanda toda a complexidade do sistema, inclusive a existência de inúmeros mercados financeiros onde se transacionam ativos já produzidos. O correto seria remodelar a função demanda de dinheiro, incorporando explicitamente uma demanda “transacional-financeira”. Essa diferenciação se justifica pelo fato de que a demanda de moeda para operações no mercado financeiro é significativamente mais instável nos mercados financeiros *vis-à-vis* aos mercados de trocas de serviços e produtos correntes.

⁶ Tal como em Kalecki (1983, p. 112).

de juros⁶ (até o limite da armadilha da liquidez). No segundo caso, a política monetária perde eficácia, pois a velocidade-renda de circulação cresce exponencialmente com a taxa de inflação, potencializando-a.⁷

Por isso mesmo — e ao contrário do que usualmente se pensa —, Keynes é um crítico acerbo do emissionismo. Na verdade, ele é um crítico de todas as políticas monetárias expansionistas. Se há confiança na função reserva da moeda-dinheiro, a emissão é incapaz de baixar significativamente a taxa de juros; e, se não há essa confiança, o emissionismo aprofunda a desconfiança e impulsiona a demanda por dinheiro-divisa, acelerando a inflação. De sorte que não sobra alternativa: a única forma de administrar a instabilidade do capitalismo é oferecendo pouco queijo verde. Quão pouco? Apenas o suficiente para que os especuladores tomem o queijo verde produzido pelos seus bancos centrais como sendo o seu repouso na lua. Se eles não aceitarem a moeda nacional como dinheiro, o Estado perde capacidade para fazer política econômica.

Essa só é uma resposta simples, se a tomamos no plano estático. O problema é que, no sistema keynesiano, as expectativas são autoconfirmantes, podendo levar a círculos virtuosos e viciosos. O primeiro padrão de círculo prescinde de comentários. Sua expressão superior é o atual padrão de financiamento da economia norte-americana. O problema, de fato, é: como reverter círculos viciosos?... Para Keynes, desde 1919, trata-se de estabilizar a relação de troca entre a moeda e o dinheiro, de forma a reunificar suas funções, o que, em países com inflação crônica e em aceleração, se traduz em estabilizar a relação de troca da moeda nacional com a divisa estrangeira que assumiu o papel de dinheiro (unidade de conta e reserva de valor) internamente.

É essa a estratégia claramente delineada em **As Consequências**

⁷ Vale observar que essa leitura encontra guarida nos resultados de Minella, em **Monetary Policy and Inflation in Brazil** (2003). O próprio autor resume seu trabalho dizendo que “Este artigo examina a política monetária e relações macroeconômicas básicas envolvendo produto, inflação, taxa de juros e moeda no Brasil. Baseando-se em uma estimativa de um vetor auto-regressivo (VAR), comparam-se três períodos: inflação moderadamente crescente (1975-1985), alta inflação (1985-1994) e baixa inflação (1994-2000). Os principais resultados são os seguintes: choques na política monetária têm efeitos significativos no produto; **choques na política monetária não induzem uma redução na taxa de inflação nos dois primeiros períodos, mas há indicações de que aumentaram seu poder de afetar preços depois que o Plano Real foi implementado**; a política monetária geralmente não responde ativa ou rapidamente frente a choques na taxa de inflação e no produto; no período recente, a taxa de juros responde intensamente a crises financeiras; choques positivos na taxa de juros são acompanhados por um declínio na quantidade de moeda em todos os três períodos; o grau de persistência inflacionária é significativamente menor no período recente (grifos nossos)” (Minella, 2003, p. 605-606).

Econômicas da Paz. O que nos faz retornar ao grifo não explicado da segunda citação deste texto. Vamos reconstituir o que nos parece central da citação anterior e ver o que Keynes diz na imediata sequência:

“A inflação (...) na Rússia e na Áustria-Hungria (...) chegou a tal ponto que a moeda desses países praticamente não tem valor no comércio internacional. O marco polonês pode ser comprado por cerca de 1/2 *penny*, ou seja, 1/480 da libra; a coroa austríaca, por menos de um *penny*, e essas moedas não conseguem ser vendidas. O marco alemão vale menos de 2d. (*sic*). Na maioria dos outros países da Europa Oriental ou Sul-Oriental a situação é quase tão ruim. A moeda italiana vale pouco mais do que a metade do seu valor nominal, embora ainda esteja mantida sob um certo controle. A moeda francesa tem um valor incerto; e até mesmo a libra esterlina teve o seu valor presente reduzido, e mais ainda o seu valor futuro.

“Mas, embora essas moedas tenham uma situação precária no exterior, mesmo no caso da Rússia ainda não perderam totalmente o poder de compra interno” (Keynes, 2002, p. 165).

Essa diferença entre as dinâmicas interna e externa de desvalorização monetária — a desvalorização externa sobrepujando a interna — tende a se estreitar, num processo em que a dinâmica de desvalorização externa passa a comandar a desvalorização interna. E isso não só, nem fundamentalmente, porque as desvalorizações frente às demais moedas implicam elevação dos preços internos dos bens importados e exportados. A questão de fundo é que, quando se espera que a moeda nacional venha a se desvalorizar, a melhor coisa a fazer é abandoná-la, posicionando-se na moeda que vai ter seu valor aumentado, o que impõe a realização da profecia.

Do nosso ponto de vista, em 1919, Keynes ainda não dispunha dos instrumentos teóricos necessários — quais sejam, a distinção entre moeda e dinheiro, desenvolvida no **Treatise**, e a teoria da demanda especulativa de dinheiro, desenvolvida na Teoria Geral — para dar expressão à teoria da inflação que se extrai (a) de sua exposição do transcorrido no pós-guerra; (b) de suas projeções para o futuro; (c) de seu projeto de financiamento externo à Alemanha. De outro lado, em 1936, quando o arcabouço teórico estava pronto, a questão que importava já não era mais a inflação, mas a deflação. Por isso (e com o perdão da dialética), **há e não há** uma teoria da inflação em Keynes. Ela está lá, no conjunto da obra. Só não está sistematizada.

Se nos fosse permitida uma tentativa, sintetizaríamos essa teoria nos seguintes termos: (a) a moeda só preserva a função de dinheiro — unidade de conta e reserva de valor —, se o banco central for parcimonioso na oferta de queijo verde; (b) uma vez perdida a confiança na moeda como reserva,

outro ativo passará a cumprir as funções de reserva; (c) dado que a preferência pela liquidez é a preferência por um ativo reserva conversível imediatamente em moeda, as divisas estrangeiras são, normalmente, o ativo eleito como dinheiro das economias com inflação crônica; (d) a inflação corrói a confiança nas expectativas, o que leva a um aprofundamento da preferência pela liquidez; (e) a ampliação da demanda por divisa-reserva eleva seu preço, acelerando a inflação interna; (f) no limite, a moeda nacional deixa de funcionar como unidade de conta, e os preços das mercadorias vendidas para o mercado interno passam a ser expressos (formal ou informalmente) na moeda-divisa, que passa a funcionar como unidade de conta. Quando se atinge este último estágio, a taxa de inflação interna não apenas corresponde, mas é função exclusiva da taxa de desvalorização da moeda nacional frente o dinheiro-divisa demandado como reserva precaucional e especulativa. E a inflação passa a se autopropelir.

2 - A teoria kaleckiana da inflação

Por oposição a Keynes — que carece de uma microeconomia compatível com sua macro —, Kalecki tem uma teoria da formação de preços que se desdobra em uma teoria da inflação. Segundo Kalecki (e Hicks), há dois padrões básicos de precificação: o padrão *flex* e o padrão *fix*. O padrão *flex* é aquele que caracteriza os mercados de concorrência perfeita. Segundo Kalecki, no capitalismo, o padrão *flex* fica adstrito à agricultura. O padrão *fix* é o padrão dominante nas economias capitalistas, na medida em que é o padrão hegemônico na indústria e nos serviços urbanos (Kalecki, 1983, p. 7).

No padrão *fix*, a quantidade é a única variável de ajustamento entre oferta e demanda. Os preços ficam rígidos quando a quantidade demandada se altera. Eles são função dos custos diretos (que, em Kalecki, correspondem aos custos marginais) e do grau de monopólio da firma (que define o *mark-up* sobre os custos diretos). Vale dizer que o padrão *fix* não significa ausência de variação. A peculiaridade encontra-se no fato de os preços só variarem quando variam os custos diretos e/ou quando varia o grau de monopólio. As variações de demanda só influenciam os preços **se e somente se** alterarem

⁸ O mais provável, segundo Kalecki, é que o grau de monopólio suba (e, com ele, o *mark-up*) durante os períodos de recessão e caia (juntamente com o *mark-up*) nas fases de crescimento. A estabilidade dos preços industriais ao longo do ciclo explicar-se-ia pelo fato de que os custos diretos — cuja composição básica são matérias-primas e salários — tendem a cair na depressão e a se elevar na recuperação (Kalecki, 1983, p. 12).

o grau de monopólio e/ou os custos diretos.⁸

Dado o grau de monopólio, qualquer variação nos custos diretos é repassada aos preços, o que equivale a dizer que, dado o grau de monopólio, elevações universais nos salários nominais não têm outra consequência do que a elevação do nível geral de preços. A distribuição da renda só pode ser alterada se variar o grau de monopólio da economia. Dado este, está definida a participação dos salários no valor agregado da economia.

A teoria da inflação que se deriva dessa construção é evidente: a inflação é o desdobramento de um conflito distributivo em que nenhuma das partes conflitantes aceita a precificação da parte concorrente. Ainda que os conflitos distributivos entre produtores de matérias-primas, produtores industriais e comerciantes sejam recorrentes, o ajuste nesse campo tende a se dar pela administração dos *mark-ups* em consonância com a evolução do grau de monopólio das partes conflitantes. Mas o mesmo não ocorre no conflito entre trabalhadores assalariados e empresários. Dadas as características do sistema capitalista e da organização sindical que lhe é pertinente, esse conflito é deslocado para as negociações dos salários nominais. Às variações nestes correspondem variações no custo direto das firmas, que, dado o grau de monopólio, são repassadas para os preços. Mas como a quase-totalidade do sistema (exceção feita à agricultura) é oligopolizada, os repasses de um setor transformam-se em repasses generalizados, e a redistribuição de renda almejada não se realiza, convertendo-se em inflação.

Estancar esse processo envolve deprimir, de um lado, a pressão de custos (vale dizer, a capacidade dos trabalhadores de se mobilizarem e conquistarem salários nominais mais elevados) e, de outro, o poder de repasse (vale dizer, o grau de monopólio), o que, necessariamente, remete para a questão: o que altera o grau de monopólio?

A despeito da (ou, seria melhor dizer, como demonstra a) recorrência do tema nos mais diversos trabalhos de Kalecki, o autor não nos dá uma resposta simples e unívoca para essa questão.⁹ Mas não pode haver dúvida sobre a primeira determinação do grau de monopólio: a concentração/centralização industrial. Não é gratuito que Kalecki inicie a seção **Causas de Modificação do Grau de Monopolização** no primeiro capítulo da **Teoria da Dinâmica Econômica (TDE)** afirmando:

“(...) em primeiro lugar, há que considerar o processo de

⁹ Tratei com relativa exaustão o tema dos determinantes do *mark-up* e de suas variações na terceira seção do quinto capítulo de meu trabalho de doutorado (Paiva, 1998). Uma versão enxuta da discussão encontra-se em Paiva (2001).

concentração da indústria, que leva à formação de corporações gigantescas. Uma firma desse tipo sabe que seu preço p influencia o preço médio p_m , e que, ademais, as outras firmas do ramo se verão compelidas na mesma direção, já que a formação de preços delas depende do preço médio p_m . Assim, a firma pode fixar seu preço a um nível mais elevado do que seria o caso se as coisas fossem diferentes. Outras firmas grandes fazem o mesmo jogo e assim o grau de monopólio se eleva de modo substancial. Esse estado de coisas pode ser reforçado por um acordo tácito. (Entre outras coisas, esse acordo pode se dar mediante a fixação de preços por uma firma grande, a firma 'líder', com outras firmas seguindo esses preços.) Um acordo tácito, por outro lado, pode transformar-se num acordo mais ou menos formal, ou seja, num cartel, o que equivale ao monopólio completo, limitado apenas pelo temor da entrada de novos membros" (Kalecki, 1983, p. 11-12).

Ora, os governos nacionais contam com dois instrumentos que incidem diretamente sobre o grau de monopólio de todos os setores industriais e sobre os preços dos produtos agrícolas: as barreiras alfandegárias e a taxa de câmbio. Mas, se se quer utilizar a exposição competitiva com vistas ao enfrentamento de um processo inflacionário, o instrumento mais eficaz é o câmbio. E isso na medida em que, ao estabilizar o câmbio, se estabiliza o preço dos importados **em moeda nacional**, o que determina um deslocamento do preço de referência (que deixa de ser o preço da(s) firma(s) líder(es) no mercado interno, para se tornar o preço médio dos importados) e do p_m esperado (que tende a se reestabilizar).

Deve-se a Labini (1984, p. 158-159) — cuja referência em Kalecki é reconhecida nesse trabalho¹⁰ — a demonstração de que

"(...) a pressão da concorrência estrangeira tende a agir como um freio sobre o repasse de variações de custos para os preços. Essa pressão será maior numa economia aberta, menor numa economia relativamente fechada; (...)

"Os efeitos da pressão da concorrência estrangeira, bem como da dispersão dos aumentos de produtividade, devem ser vistos em combinação. Assim, variações dos preços das matérias-primas tendem a ser plenamente repassadas aos preços, porque afetam não só todos os produtores de um dado país, mas também os dos países competidores. Por outro lado, de um ponto de vista internacional, as taxas de variação do custo de trabalho são ainda

¹⁰ Ainda que, do nosso ponto de vista, de forma injustamente crítica.

mais desiguais do que do ponto de vista de um dado país, uma vez que não só a produtividade, mas também os salários variam a taxas bastante diferentes. Desse modo, toda vez em que o acréscimo no custo de trabalho num dado país é superior ao que ocorre nos principais países competidores, ele não pode ser plenamente repassado para os preços”.

Só que — por oposição a Labini (1984, p. 173), para quem a abertura comercial deve conduzir a uma depressão do *mark-up* e a uma situação de redistribuição de renda em prol dos trabalhadores — não é possível derivar de Kalecki qualquer formulação conclusiva acerca do sentido redistributivo de uma política de combate à inflação assentada em ancoragem cambial e abertura comercial. Afinal, já no curto prazo, uma política de exposição competitiva tende a deprimir o nível de emprego (ou, pelo menos, de sua taxa de crescimento), em função dos impactos deletérios da mesma sobre o saldo comercial.¹¹ Além disso, se a exposição competitiva for eficaz para a depressão do *mark-up* médio interno, ela estará contribuindo para a elevação do salário real *vis-à-vis* ao preço de insumos de capital constante, o que significa dizer que, a médio e longo prazos, a ancoragem cambial bem-sucedida tende a alavancar o progresso técnico poupador de mão-de-obra na indústria capitalista.¹²

Por fim, cabe observar que, tal como Keynes, Kalecki reconhece a distinção entre padrões inflacionários que não chegam a retirar da moeda a

¹¹ Vale observar que, de um ponto de vista da eficácia da política antiinflacionária, esse resultado é bem-vindo, pois tende a deprimir, senão os salários nominais, pelo menos, a elevação dos mesmos. Numa situação de exposição competitiva, elevações dos salários nominais aprofundam o desequilíbrio entre preços internos e externos, levando a maiores déficits na balança comercial (e de serviços) e a um desemprego ainda maior; e a reação esperada de enfrentamento de desequilíbrios em transações correntes, à elevação da taxa interna de juros, com rebatimentos deletérios sobre a produção e o emprego.

¹² O modelo distributivo simplificado de Kalecki — referido ao curto prazo e usualmente apresentado para economias fechadas — abstrai o progresso técnico tanto em sua dimensão de deslocamento **ao longo** de uma função de produção quanto em sua dimensão de deslocamento da função **de** produção. Mas isso não significa que Kalecki desconheça ou renegue o *trade-off* entre salário real e emprego, apontado por Ricardo e teorizado por Marx e pela tradição neoclássica. A teoria kaleckiana do progresso técnico tem como ponto de partida elementar o reconhecimento de que “(...) o motivo universal para a introdução do processo técnico (...) é obviamente, incrementar a lucratividade pela redução de custos de produção” (Kalecki Szeworski, 1990, p. 377), mas não se esgota nessa quase-tautologia. A partir de uma leitura de clara inflexão marxista, Kalecki defende a hipótese de que o progresso técnico capitalista comporta um viés *labour-saving* estrutural, que seria alavancado (e não propriamente determinado) pela alteração dos custos relativos de produção em padrões trabalho intensivo e máquina-intensivo. A esse respeito, ver a segunda seção de Kalecki; Szeworski (1990); bem como Kalecki (1990, p. 107 e segs).

função dinheiro e padrões inflacionários em que essas funções estão cindidas. A diferença central entre os dois autores é que o modelo de Kalecki permite entender melhor a passagem de uma situação para outra. Na verdade, podemos identificar três momentos da inflação em Kalecki: (a) o momento inicial, caracterizado pela emergência de um conflito distributivo que se resolve na transferência sistemática dos custos aos preços; (b) o momento intermediário, em que a inflação ganha inércia e o conflito apenas expressa a luta de cada agente para manter o poder de compra de seus recebimentos; e (c) o momento hiperinflacionário, em que a busca desenfreada por abandonar posições em moeda retroalimenta e exponencia a inflação, independentemente da evolução dos custos diretos e das taxas de *mark-up*. Sobre esse terceiro momento, Kalecki nos diz:

“As duas dimensões marcantes da hiperinflação são uma elevação muito rápida dos preços e uma tendência geral para converter moeda em bens. Essas duas dimensões estão fortemente interligadas. A razão para a compra antecipada e a acumulação de estoques de bens é a antecipação da continuidade do rápido crescimento dos preços. (...) Donde resulta uma substancial elevação dos preços e uma redução drástica dos salários reais. O ajustamento dos salários a um nível de preços mais elevado é frustrado por novos reajustes de preços. (...) **A perda da confiança na moeda conduz à universalização do entesouramento em bens. Isso acelera a elevação dos preços (...) e altera seu mecanismo de operação forma fundamental.**

.....

“Em condições normais, a elevação da quantidade de dinheiro em circulação resulta em ampliação da liquidez e redução da velocidade de circulação do dinheiro, com poucas ou nenhuma consequência sobre o nível de preços. (...)

“Isso não é assim em condições de hiperinflação. Aqui qualquer crescimento da oferta de moeda conduz a uma ampliação da demanda por bens que se efetiva tão mais rapidamente quanto mais elevada for a inflação corrente. **Assim, nesse caso, a expansão da quantidade de moeda conduz, diretamente, a uma expansão do nível de preços** (grifos nossos)”¹³ (Kalecki, 1991, p. 90-91).

Vale dizer: quando a inércia dá vazão à hiperinflação, a política monetária

¹³ Sobre a reação à exposição desse trabalho de 1955 de Kalecki em Cambridge, ver Osiatynsky, J. (op. cit., p. 527). Para o autor, a acolhida francamente desfavorável dos cambridgenianos ao resgate heterodoxo do quantitativismo que Kalecki faz nesse trabalho inviabilizou seus

perde eficácia, e qualquer emissão resulta em maior desconfiança sobre a moeda, em aceleração da velocidade de circulação da moeda e em maiores taxas de inflação. Nesse caso, só um verdadeiro choque **cambial e monetário** pode levar ao fim da inflação e à retomada, por parte do governo, da capacidade de fazer política fiscal e monetária.

3 - Esboço de uma política keyneso-kaleckiana de estabilização monetária

As similaridades — inaparentes, mas profundas — das construções desses dois grandes autores no que tange à questão inflacionária não deve surpreender. Por mais que a teoria monetário-financeira de Kalecki seja superficial *vis-à-vis* à keynesiana e que a microeconomia de Keynes seja de uma confusão sem par (em aberto contraste com a microeconomia de Kalecki), a verdade é que os dois grandes intérpretes da crise dos anos 30 compuseram um sistema teórico muito bem-determinado e, por isso mesmo, integrável.

Para que se realize essa integração, contudo, é preciso tomar consciência de alguns elementos de diferença entre os dois autores. Do nosso ponto de vista, a principal diferença das teorias da inflação (e de seu combate) nesses autores está associada a uma contradição mais fundamental, referida ao padrão de formação de expectativas nos mesmos.¹⁴ As expectativas em Keynes comportam uma forte dimensão convencional-irracional. Por isso mesmo, é possível derivar de Keynes uma estratégia de combate à inflação que se assente, de forma virtualmente exclusiva, no enfrentamento das expectativas (autoconfirmantes) de inflação futura. Tal como para diversos “expectacionistas” modernos (independentemente das diferenças no padrão de determinação das expectativas), Keynes dá vazão a interpretações do tipo: basta um “choque de credibilidade” — com a conseqüente reversão de expectativas — para que a inflação cesse de forma virtualmente indolor.

É bem verdade que Keynes — um homem do mundo, com enorme senso

planos de vir a trabalhar naquela universidade, acelerando seu retorno à Polônia, após 10 anos de trabalho junto às Nações Unidas.

¹⁴ A esse respeito, ver Paiva (1996). Nesse trabalho, procuramos apresentar os fundamentos metafísicos (no sentido epistemológico e ideológico simultaneamente) das diferentes concepções de formação de expectativas em Keynes e Kalecki e demonstrar que a concepção kaleckiana (a despeito da aparente simplicidade) é teoricamente mais bem-determinada que a keynesiana.

de realidade e de pragmatismo político — seria incapaz de ignorar a enorme complexidade de um processo de reversão de expectativas. Não é por outro motivo que, em **As Consequências Econômicas da Paz**, Keynes dá tanta ênfase à necessidade de potências aliadas financiarem a estabilização alemã.¹⁵ Para o Keynes do mundo (em oposição ao Keynes pensador anglo-saxão¹⁶), a reversão de expectativas com relação à evolução futura da relação de troca entre moeda nacional e dinheiro-divisa só é sustentável se o banco central contar com as reservas necessárias ao enfrentamento de eventuais ataques especulativos. Sem negar que uma política monetária contracionista — capaz de onerar a manutenção de posições especulativas em divisas — tem um papel importante na reestabilização, Keynes acredita que é impossível emprestar credibilidade à nova política monetária, se o banco central não contar com reservas suficientes para garantir a taxa de câmbio num eventual “pago pra ver”.

Mas se, em Keynes, a reversão das expectativas quanto à inflação pós-choque já depende de uma “ancoragem real”, em Kalecki, essa ancoragem é ainda mais complexa. E isto porque o modelo de formação de preços de Kalecki é tal que dificilmente um choque monetário-cambial seria suficiente para “zerar” a taxa de inflação posterior.

Para entendermos esse ponto, é preciso entender que a eficácia do choque para o enfrentamento do componente estritamente monetário-expectacional da hiperinflação tem como desdobramento secundário necessário a recuperação do padrão de precificação com base nos custos diretos e no grau de monopólio. E, como Kalecki deixa claro em seu modelo de preços da TDE, **em oligopólio misto**,¹⁷ cada firma forma os seus preços com uma margem não desprezível de autonomia. Isso significa dizer que a redução de preços por parte de alguns concorrentes (sejam eles externos, ou

¹⁵ A esse respeito, ver Keynes (2002, p. 171 e seg.).

¹⁶ Parafraseando Chico Buarque de Holanda, diríamos que todo o pensador anglo-saxão traz no seu peito uma boa dosagem de ceticismo. A hegemonia do empirismo entre filósofos anglo-saxões contaminou o pensamento nacional (pelo menos, desde Hume) com um ceticismo crônico, seja com relação à capacidade “explicativa” das ciências, seja com relação à racionalidade e à perenidade das instituições sociais.

¹⁷ Oligopólio misto é, simultaneamente, diferenciado e concentrado. Isso significa que as firmas portam um poder financeiro (com base em recursos próprios ou alavancagem) e uma reputação/diferenciação que lhes permite “pagar para ver” o poder competitivo das demais. Nesse caso, o ajuste a uma nova situação competitiva é um processo prolongado, que, inúmeras vezes, só se resolve com movimentos de ingresso e saída de empresas do mercado e, ao final, pela constituição de um novo padrão de organização industrial.

não) não impõe uma redução **proporcional** às demais firmas, mas se resolve numa combinação de queda de preços e redivisão do mercado, com ampliação das fatias apropriadas pelas firmas baixistas, o que significa dizer que, numa economia em processo de estabilização cambial, as pressões “baixistas” das mercadorias importadas se resolvem, de um lado, na queda do *mark-up* interno, e, de outro, numa alteração dos preços relativos entre mercadorias importadas e produzidas internamente. Essa alteração nos preços relativos tende, por sua vez, a se resolver na ampliação da abertura para o Exterior (medida em termos de importações/renda nacional, o que carrega impulsões depressivas (e, conseqüentemente, depressoras do nível de emprego) e desequilibrantes para o nível da balança comercial (com conseqüentes pressões sobre o câmbio).

É bem verdade que a desestruturação dos preços relativos durante a hiperinflação e o caráter disruptivo do choque devem contribuir para que a redefinição dos preços se dê com base na avaliação das **novas** condições competitivas. Contudo o passado é muito mais influente em Kalecki do que em Keynes. É ele que organiza, inclusive, a interpretação que temos do “novo”. Ou, dito de outra forma, em Kalecki (tal como para os modernos evolucionistas), as rotinas que governam os padrões de produção e precificação das firmas em oligopólio diferenciado, mesmo que tenham sido abandonadas durante a hiperinflação, tendem a se reimpor no retorno à estabilidade.¹⁸

Como se isso não bastasse, os diversos mercados industriais e de serviços não são expostos, na mesma intensidade, à concorrência externa após o choque cambial-monetário-expectacional. A desigualdade na exposição competitiva pode [mais até: deve!] redundar em novos conflitos distributivos, que tendem a se resolver em uma reestruturação dos preços relativos no pós-choque. E, dado o padrão de precificação oligopólica, esses reajustes nos preços relativos tendem a se resolver em **novas** pressões altistas sobre o nível geral de preços.

Em suma, se Keynes nos alerta para a necessidade de se ancorar a estabilização em reservas suficientes para o enfrentamento de **previsíveis ataques especulativos no curto e no médio prazo**, Kalecki nos alerta para o fato de que — independentemente do grau de desestruturação/reestruturação dos preços relativos no período de alta inflação — **a própria estabilização**

¹⁸ Para uma avaliação da relevância da categoria “rotina” para uma refundação “evolucionista” da microeconomia, ver Hodgson (1999), em particular, os dois primeiros capítulos. Para uma avaliação da importância da “rotina” em Kalecki, ver Paiva (1996).

repotencializa conflitos distributivos, que tendem a se resolver (malgrado a exposição competitiva sempre e necessariamente desigual) **em nova inflação, e, por consequência, em novas pressões sobre o câmbio.**

Ora, esses dois “alertas” podem ser sintetizados numa frase: se a estabilização dos preços internos depende da estabilização da relação de troca entre moeda e dinheiro-divisa, o novo câmbio tem de ser sustentável a curto, médio e longo prazos, o que implica definir um câmbio que imponha alguma exposição competitiva, mas que não conduza a déficits insustentáveis na balança de transações correntes.

Evidentemente, esse ponto só é relevante se se entende que o mercado internacional não tem condições de financiar déficits estruturais nas transações correntes de um país qualquer através da conta capital, seja via investimento direto estrangeiro (IDE), seja através de empréstimos, seja através de aplicações de estrangeiros no sistema financeiro nacional. Não cremos que reste dúvida acerca do ceticismo de Keynes e Kalecki acerca dessa possibilidade. Alguém poderia pretender que esse ceticismo é compreensível em autores que escreveram seus principais trabalhos teóricos em meados do século XX, quando o sistema financeiro mundial não apresentava a mobilidade e a flexibilidade que apresenta hoje. Ousamos duvidar que as circunstâncias históricas expliquem o ceticismo desses dois autores.

Do nosso ponto de vista, o ceticismo de Keynes e Kalecki ancora-se na percepção — tão correta e atual hoje como nos anos 30 ou nos 50 — de que os investidores estrangeiros e o grande capital financeiro internacional montam suas expectativas e definem sua estratégia de inversão sobre bases tão frágeis quanto as que ancoram a formação de expectativas dos agentes nacionais. A diferença — sutil, mas relevante — é que os agentes que operam na esfera globalizada manifestam, necessária e compulsivamente, sua preferência pela liquidez em dinheiro-divisa. Para esses agentes, as moedas das nações periféricas no mercado mundial de produtos e serviços não alcançam assumir a função “dinheiro”, mesmo quando o nível geral interno de preços se encontra estabilizado, o que significa dizer que esses são os primeiros agentes a tomarem “sinais ambíguos e inquietantes” como condição necessária e suficiente para uma mudança de posição em direção ao dinheiro-divisa. Vale dizer que o moderno sistema internacional de crédito e financiamento não só não consegue estabilizar as taxas de câmbio internacionais, como, pelo contrário, tende a instabilizá-las.

4 - Caindo no Real: malabarismos da heterodoxia contaminada

Se lermos com olhos ingênuos o (em todos os sentidos brilhante!) ensaio **O Plano Real e a URV: Fundamentos da Reforma Monetária Brasileira de 1993-94** (Franco, 1995), convenceremo-nos de que o Plano Real não é um plano de estabilização assentado na ancoragem cambial. Já no título do artigo, é apresentado o verdadeiro herói: a URV. Não gratuitamente, a URV é objeto de mais da metade do trabalho e só sai de cena na seção intitulada **O Real e o Novo Regime Cambial**, que é aberta nos seguintes termos:

“Quando a **Folha de São Paulo** de 25.06.1994, sábado, publicou uma versão preliminar do que seria a MP n. 542, trazendo, entre outras novidades, limites quantitativos para a emissão da nova moeda, diversos economistas recordariam lições dos mestres Mundell-Fleming ao argumentarem que o plano teria uma grave inconsistência ao lançar, simultaneamente, as ‘âncoras’ monetária e cambial em uma economia com mobilidade internacional de capitais. A resposta, na verdade, seria dada poucos dias depois, às 16 horas do dia 29 de junho quando, ao encerrar o mercado de câmbio com um leilão de compra de dólares (...) o BC surpreendeu o mercado ao comprar dólares a 95 centavos de real por dólar. (...) A indicação era muito clara: a taxa de câmbio seria flexibilizada para baixo. Na verdade, começava aí uma nova fase na política cambial brasileira. (...)

“(...) A suposta violação aos cânones de Mundell e Fleming tinha sido descartada: operava-se com uma taxa de câmbio flexível, novidade sem precedentes no mercado de câmbio brasileiro”.

Vale dizer que, segundo Gustavo Franco, a ancoragem pré-Real era feita na URV¹⁹; e, no pós-Real, a ancoragem é auto-referida: a moeda já recuperara

¹⁹ Cujas relações com o dólar não são objeto de qualquer comentário. Pelo contrário, o autor chama atenção para o fato de que, “(...) conforme determinado pelo Art. 4º, § 3º do Decreto nº 1.006, também de 27.02.1994, publicou a metodologia adotada para o cálculo da paridade diária entre o cruzeiro real e a URV, estabelecendo que a variação diária da expressão em cruzeiros reais da URV teria como base uma ‘banda’ de três índices de preço de ampla utilização — IGP-M, IPCA-E e IPC-FIPE, 3ª quadrimestral — adotando assim procedimento muito semelhante ao utilizado no reajuste da UFIR diária, que refletia, a cada dia, ‘uma projeção’ (§ 5º, Art. 2º, Lei nº 8.383) do IPCA, série especial, relativo ao mês em curso, apenas enquanto o índice fechado não era divulgado. Completava-se assim a arquitetura conceitual básica da nova moeda e da reforma monetária que a introduziria. Tudo o mais, como se verá adiante, decorreria.” (Franco, 1995, p. 42).

suas funções dinheiro, e uma política monetária austera era suficiente para fazê-la “âncora de si mesma”.

Há uma dimensão importante de verdade nessa exposição de Gustavo Franco; uma dimensão puramente aparential, mas que retira a sua importância justamente do fato de ser “aparente”. Na verdade, o Plano Real foi totalmente estruturado **como se não** fosse um plano de ancoragem cambial, e essa aparência é parte de sua inteligência. Ela permitiu a “desancoragem” gradual do câmbio, sem traumas e sem rupturas.²⁰

Não obstante, essa declaração também é um grande engodo. Franco informa-nos de que, ao serem notificados pela **Folha** de que haveria limites quantitativos para a emissão da moeda, vários economistas criticaram a viabilidade de duas âncoras. Pergunta-se: por que tantos economistas o fizeram?... Simplesmente porque era claro para todos (e não só para os economistas) que o que ancorava a URV era o dólar; e que, portanto, a primeira fase do Plano era de ancoragem cambial.

A correção da interpretação “popular” pode ser facilmente testada. O Banco Central disponibiliza em seu *site* na *internet* as séries históricas diárias das relações de intercâmbio entre unidade monetária corrente (UMC) e URV, bem como as séries históricas diárias das relações de intercâmbio entre UMC e dólar livre. Se dividimos os dados de uma série pelos da outra, obtemos a relação de intercâmbio entre URV e dólar. No dia 3 de janeiro de 1994, o dólar valia 0,994147 URVs. No dia 30 de junho de 2004, essa relação de troca é, exatamente, 1:1. Ao longo do período, o preço médio do dólar diário foi de 1,000006 URVs, e o desvio padrão em torno dessa média foi de 0,004883.

Em suma: Franco tem toda a razão em pretender que a URV jamais correspondeu, **exatamente**, ao dólar. Mas perde toda a razão (no plano puramente

²⁰ Para que haja clareza do respeito que nutro pela “aparência não-cambial da âncora”, devo dizer que entendo ser essa a estratégia keyneso-kaleckiana eficiente. Tanto Keynes quanto Kalecki são homens práticos. Mais do que quaisquer outros autores, Keynes e Kalecki entendem a importância da dimensão absoluta dos preços, reconhecendo os enormes custos sociais da deflação. Não passaria, jamais, pela cabeça de qualquer um dos dois que um câmbio pudesse se manter fixo indefinidamente, deixando todo o eventual ajuste das balanças com o Exterior a cargo da deflação e da flutuação das taxas de juros internas. Vale dizer: de uma perspectiva keyneso-kaleckiana, o câmbio não pode ser a âncora no médio e no longo prazo. O que se quer é que a moeda nacional recupere sua função “dinheiro”, até para que eventuais choques externos não resultem em inflação (ou, pelo menos, não em inflação crônica). E quanto mais cedo a moeda nacional “parecer” ter recuperado essas funções, mais fácil será sua recuperação efetiva. Se for crível que a âncora já nasceu interna, se for crível que o nosso queijo verde sempre foi lua, então, que se venda essa ilusão com galhardia e competência, tal como faz Gustavo Franco.

teórico por oposição ao plano da política econômica e da necessidade de emprestar credibilidade e flexibilidade à mesma) quando mascara a ancoragem da URV no dólar. O que permite esse mascaramento é tão-somente o fato — por demais conhecido dos construtores e gestores do plano — de que o grau de dolarização contábil (vale dizer do uso do dólar como unidade de conta) da economia era tamanho no momento da introdução da URV que os preços internos (e, por extensão, os índices de preços mais representativos do conjunto da economia) evoluíam *pari passu* com o dólar, além do fato, bastante evidente, de que o dólar mesmo era um dos parâmetros de “atualização das tendências” apontadas pelos índices de preços, cujo cálculo definitivo é *ex-post festum*.

Em suma: pelo menos até o lançamento do real moeda, a ancoragem da URV foi estritamente cambial. A grande surpresa, de fato, foi a flexibilização da ancoragem após a extinção da URV.

Os motivos apresentados para essa flexibilização são logicamente consistentes. Segundo Franco, não se poderia sustentar duas âncoras numa economia financeiramente integrada ao resto do mundo, o que é rigorosamente verdadeiro. Além disso, Franco sustenta que a ancoragem cambial poderia debilitar a ancoragem monetária, pois a pressão de ingresso de dólares teria de ser suportada ou pelo aumento da dívida pública, ou pela perda de controle das autoridades monetárias sobre a oferta de moeda e a taxa de juros, o que só é verdadeiro se adotadas algumas hipóteses teóricas muito específicas e nada heterodoxas: (a) que os mercados internacionais de capitais são eficientes e o modelo Mundell-Fleming é uma boa representação de seu funcionamento; por consequência, (b) que o governo **não** deve intervir sobre os fluxos internacionais de capitais (por exemplo, restringindo o ingresso de aplicações voláteis, porquanto eminentemente especulativas); e (c) que os custos/riscos para a política de estabilização monetária (no curto, no médio e no longo prazo, aplicados os devidos descontos temporais) seriam menores, se se flexibilizasse o câmbio, do que seriam os custos/riscos de uma flexibilização da política monetária (taxa de juros) e do endividamento público (sendo mais tolerante com seu crescimento conjuntural).

Evidentemente, essas três hipóteses perfazem uma unidade; mais exatamente, perfazem a “unidade ortodoxa” do Real e, do nosso ponto de vista, são a fonte de todos os seus tropeços.

Desde logo, é preciso entender que a pressão baixista do mercado de dólares era projetável *ex-ante*. A boa administração da URV — inclusive no que tange à sua relação, adequadamente explícita e adequadamente ambígua, com o dólar — alimentou a confiança no Plano. Era de se esperar, pois, que, quando a URV se transformasse em real, muitos agentes até então dolarizados

transitassem para posições na nova moeda, especialmente na conjuntura de 1994. O longo ajuste brasileiro posterior à crise de financiamento da dívida de 1982 havia se completado. Sua conclusão manifestava-se nos saldos positivos da conta de transações correntes em 1992 e 1993. Vale dizer que o Brasil tinha credibilidade como pagador — gerava divisas líquidas —, o que não é nada desprezível numa conjuntura de crescente liquidez internacional e de nova “onda” de confiança no pontencial das economias “emergentes”.

Gustavo Franco tem plena clareza da particularidade da conjuntura e vê na mesma a oportunidade para mudar o rumo da política cambial. Referindo-se aos saldos em transações correntes e ao acúmulo de reservas ao longo dos anos 1992-94, diz:

“Desse processo resultaram boas e más conseqüências. Do lado bom, o nível mais que confortável, e inédito, de reserva afastaria qualquer risco de dificuldades no plano cambial mas, do lado ruim, o crescimento da dívida interna — que foi da mesma magnitude do crescimento das reservas — gerou um processo com as características de um círculo vicioso: a esterilização do acúmulo de reservas pressionava os juros internos, o que ampliava o diferencial de juros e produzia ainda mais entrada de capital e acumulação de reservas. Alguns economistas apontaram este problema, notando que a poupança externa não se ‘materializava’, pois os recursos externos não eram ‘transferidos’ através de déficit em conta corrente. Um relatório recente do Banco Mundial observaria a este respeito que ‘a estratégia de acumulação de reservas a fim de evitar uma apreciação real determinada pelos fundamentos do mercado pode ser cara’, e estimava os custos do processo em cerca de 0,45% do PIB anuais em média para o período 1992-94. Ademais, note-se que o crescimento da dívida interna assim determinado parecia fornecer uma versão brasileira do fenômeno da ‘perversa aritmética monetarista’, segundo a qual a expectativa de monetização futura dessa dívida — ou o temor de soluções ‘heterodoxas’ — geraria pressões inflacionárias hoje” (Franco, 1995, p. 61).

O ponto de partida é Mundell-Fleming; o ponto de chegada, Sargent-Wallace; entre os dois, estão as contribuições mais recentes dos economistas do Banco Mundial à Teoria do Desenvolvimento das economias periféricas. Esse é o tripé conservador e especificamente antikeyneso-kaleckiano do Plano Real.

No modelo Mundell-Fleming, os fluxos de capitais são livres, de sorte que

pequenas discrepâncias nas taxas de juros são suficientes para atrair (ou repelir) os recursos necessários ao financiamento de qualquer déficit em conta corrente. É claro que algum diferencial de juros — referido ao Risco-País — se impõe. Mas, como nos ensinam Sargent e Wallace, esse risco pode ser administrado, se controlado o crescimento da dívida pública. Controle este que, dado o excesso de oferta de dólares, fica tão mais fácil quanto maior for o déficit em transações correntes. Essa é a condição necessária e suficiente para sustar o excesso de reservas e seus impactos na dívida interna.

Para completar a equação, entram os teóricos do Banco Mundial, que não vêem motivos para duvidar da máxima ortodoxa segundo a qual a taxa de crescimento da economia é função da taxa de poupança. E perguntam-se por que os países periféricos esterilizam (sob a forma de dívida pública) parte da poupança externa que poderia ser canalizada para a importação dos equipamentos necessários ao crescimento da economia nacional. Para o desenvolvimento, melhor seria valorizar a moeda nacional, induzindo o aumento de importações necessário e suficiente para a “materialização” da poupança externa.

Mas, então, após 30 de junho, foi abandonada a ancoragem cambial, e nada mais resta de heterodoxia no Plano?... De forma alguma. Como bem (sutilmente) reconhece Gustavo Franco, ainda é a ancoragem cambial que o sustenta. Segundo o autor:

“É importante ter claro que o novo regime cambial cumpre uma dupla função ao fornecer, por um lado, elementos de rigidez nominal aos preços — daí a noção de ‘âncora’ atribuída normalmente à taxa de câmbio — e, por outro, se apresenta como um dos vários itens do cardápio de instrumentos que deve assegurar o equilíbrio externo visto de uma perspectiva de médio prazo. É crucial, portanto, a importância do regime cambial para a estabilização, principalmente tendo em vista que o peso relativo dessas suas duas funções é mutável” (Franco, 1995).

Nada poderia ser mais keyneso-kaleckiano. Nada mais heterodoxo. Ancorar, sem parecer fazê-lo. Ancorar no dólar, de fato, mas pretendendo que o ancorado real seja mais forte que sua própria âncora. E pretendendo que essa força venha da austeridade monetária interna, o que, por sua vez, garante a flexibilidade cambial necessária ao enfrentamento de (pequenos) choques na conjuntura externa, sem rupturas traumáticas da política monetária interna. Enquanto isso, a constante flutuação do dólar “em torno da paridade” permitiria a gradual desancoragem: pouco a pouco, o dólar passaria a ser uma mercadoria entre outras, um preço entre outros, incapaz de contaminar o nível geral interno de preços. Esse é o objetivo final. Daí a inteligência em garantir (por oposição à

estabilização argentina) alguma flexibilidade desde o início.

Mas, simultaneamente, nada poderia ser mais ortodoxo. Afinal o que é a ortodoxia senão a subestimação da complexidade do real, da complexidade das racionalidades econômicas? E as subestimações são diversas. Antes de mais nada, subestima-se a instabilidade dos fluxos internacionais de capitais; subestima-se a inércia inflacionária; subestima-se o impacto dos crescentes déficits em transações correntes sobre as expectativas com relação ao câmbio futuro; subestimam-se os custos financeiros de sustentação de uma âncora importada pela conta capital; subestimam-se os impactos reais — no plano do nível do emprego, da renda, dos investimentos e das contas públicas — da sobrevalorização monetária, que acaba sendo sustentada por juros cada vez mais elevados, gerando déficits nominais crescentes e crescimento da dívida.

A história do tango que se segue é bastante conhecida. Já em 1995, o México deu-nos o primeiro susto. Em 1996 — com o crescente apoio do IDE —, a economia pareceu voltar à normalidade, apenas para ser pega “de calças curtas” na crise asiática e para tombar junto ao FMI na crise russa de 1998.

O mais interessante é que, no exato momento de seu fracasso “enquanto plano de ancoragem cambial”, fica exposto o seu sucesso enquanto plano de combate à inflação. Com a desvalorização de 1999, a taxa de inflação elevou-se, respondendo às pressões de custos imanentes a essa variação de preços relativos. Mas, ao contrário do que ocorria às vésperas da URV, a dinâmica da variação cambial e da inflação descolou-se de forma marcante. A moeda nacional, o real, reconquistara para si a função dinheiro.

Evidentemente, essa recuperação foi objeto de questionamento pelo mercado. E o Governo respondeu adequadamente: punindo com elevadas taxas de juros os que especulavam contra o real e alimentavam uma sobrevalorização especulativa do dólar. Só que, como sabemos todos, essa é uma política insustentável a longo prazo. Outros passos teriam de ser dados no sentido de garantir que não enfrentaríamos novos estrangulamentos de oferta de divisas. Isso era consenso entre os economistas. Só não era consenso a estratégia adequada para fazê-lo.

De uma perspectiva keyneso-kaleckiana, só existe uma estratégia segura de geração do volume de divisas necessário à estabilização relativa do câmbio: a conquista de saldos e a ampliação de reservas. Diferentemente, aqueles que acreditam na eficiência do mercado entendem que o sistema financeiro internacional está disposto e apto a oferecer o volume de recursos necessários ao financiamento do crescimento de suas economias, desde que acreditem que

os governos são “sérios” e que a relação dívida/PIB está sob controle.

Não é preciso esclarecer que os defensores do segundo ponto de vista foram os vencedores da disputa. Até porque, nessa altura do drama, alguns dos economistas e intelectuais que construíram o Plano Real já estavam afastados do debate e da gestão econômica. Eles haviam sido substituídos por novos mandarins, com uma responsabilidade clara: cumprir o acordo assinado com o FMI em 1998, que impunha um sério ajuste fiscal à economia brasileira, contrapondo-se à implantação de qualquer política industrial.

E o que era a perna ortodoxa, fraca e ineficiente do Plano se tornou seu todo. Como uma gangrena que, pouco a pouco, arruína o corpo são, a ortodoxia consumiu, pouco a pouco, toda a originalidade e inteligência do Plano.

O cômico de tudo isso é que essa conversão só pode se dar porque a heterodoxia permitiu. Afinal, foi a ancoragem cambial (inteligentemente travestida de ancoragem interna) que nocauteou a hiperinflação e recuperou a função dinheiro para a moeda nacional. Foi, assim, a ancoragem cambial que permitiu que as políticas monetárias e fiscais recuperassem eficácia no que diz respeito ao controle do nível de atividade e do nível geral interno de preços.

O trágico é que a nova eficácia da política monetária está se traduzindo numa brutal transferência de renda dos trabalhadores (seja via impostos e superávit primário, seja pelos seus desdobramentos na determinação do salário mínimo e do nível de emprego) para os rentistas. Uma transferência que está recolocando, de forma invertida, a atualidade da epígrafe que abre este trabalho.

Se, na sua origem, o Real significou a recuperação da possibilidade dos contratos, o preço que ele cobra hoje da sociedade é tamanho que, dentro de pouco tempo, teremos a maioria da população se perguntando a quem servem os contratos e qual é a importância de se ter (e respeitar) contratos numa sociedade que tolera tanta iniquidade. *Hic Rhodus, hic salta*.

Referências

FRANCO, G. O Plano Real e a URV: fundamentos da reforma monetária brasileira de 1993-94. In: —. **O Plano Real e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

HODGSON, Geoffrey. **Evolution and institutions: on evolutionary economics and the Evolution of Economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 1999.

KALECKI, M. A model of hyper-inflation. In: OSIATYNSKI, J. (Ed.). **Collected Works of Michal Kalecki**. Oxford: Clarendon, 1991. v. 2.

KALECKI, M. A Theorem on Technical Progress. In: OSIATYNSKI, J. (Ed.). **Collected Works of Michal Kalecki**. Oxford: Clarendon, 1990.

KALECKI, M.; SZEWORSKI, A. Economic problems of production automation in capitalist countries. In: OSIATYNSKI, J. (Ed.). **Collected Works of Michal Kalecki**. Oxford: Clarendon, 1990.

KALECKI, Michal. **Teoria da dinâmica econômica**. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (Os Economistas).

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro**. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (Os Economistas).

KEYNES, J. M. **A treatise on money: the pure theory of money**. Londres: Macmillan, 1979. (The Collected Writings of J. M. Keynes, v. 5).

KEYNES, J. M. **As consequências econômicas da paz**. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado; Brasília: Editora UNB, 2002.

KEYNES, J. M. **Inflação e deflação**. São Paulo: Abril Cultural, 1978. (Os Pensadores).

LABINI, P. S. Preços e distribuição de renda na indústria de transformação. In: ENSAIOS sobre desenvolvimento e preços. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1984.

MINELLA, André. Monetary policy and inflation in Brazil (1975-2000): a VAR estimation. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro: FGV, v. 57, n. 3, 2003.

PAIVA, C. A. A flexibilidade da rigidez de preços em Kalecki e o projeto de fundação heterodoxo-racionalista da Macroeconomia. In: LIMA, G. T. et. al. (Org.). **Dinâmica econômica do capitalismo contemporâneo: homenagem a Michal Kalecki**. São Paulo: Edusp, 2001.

PAIVA, C. A. Kalecki: um anti-keynesiano?. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 16, n. 61, 1996.

PAIVA, C. A. O conceito de dinheiro em Keynes. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 15, n. 2, 1994.

PAIVA, C. A. **Valor, preços e distribuição: de Ricardo a Marx, de Marx a nós**. Tese (Doutorado) - Instituto de Economia da Unicamp. Campinas, 1998.

SARGENT, T. Os finais de quatro hiperinflações. In: REGO, J. M.; FUNARO, D. (Ed.) **Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

SARGENT, T.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. **Quarterly Review**, Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis, v. 5, n. 3., p. 1-17, 1981.