

## Observações sobre o processo inflacionário brasileiro: 1986-1991

CARLOS ANTONIO LUQUE\*

### 1. INTRODUÇÃO

Durante toda a década de 1980 a economia brasileira apresentou taxas de inflação crescentes, exceto pelos períodos marcados por congelamentos de preços ou por períodos recessivos intensos, como o verificado no início da década. Na realidade, o fenômeno inflacionário não é característico apenas desse período, pois, observando-se as taxas de inflação desde a 2ª Guerra Mundial, notamos que em apenas três anos elas estiveram abaixo da casa de 10% anuais: 1947, 1948 e 1957.



Identificar as causas desse persistente processo inflacionário tem sido tarefa árdua, envolvendo inúmeros analistas, que acabaram por associar o processo inflacionário brasileiro a duas causas básicas: conflito distributivo e déficit do setor público, e uma causa derivada da própria inflação, representada pelos mecanismos de indexação.

Até o princípio dos anos 70, boa parte dos trabalhos analisava o processo inflacionário brasileiro através da ótica monetarista, ou seja, enfatizava os condicionantes da demanda agregada. A partir dos choques externos ocorridos a partir de meados dos anos 70, começam a se destacar os trabalhos que passam a enfatizar certas características dos determinantes da oferta agregada, como, por exemplo, os mecanismos de indexação na área salarial e cambial<sup>1</sup>.

\* Professor de Economia e Administração da FEA/USP — Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo — e pesquisador da Fipe — Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas.

<sup>1</sup> O leitor interessado em maiores detalhes sobre a questão inflacionária pode consultar, entre outros: Lemgruber (1973), Contador (1977), Modiano (1983), Holanda Barbosa (1983), Marques Bastos (1985), Simonsen (1985) e Luque (1987).

A mudança de ênfase dos trabalhos acadêmicos condicionou a própria condução da política econômica. No início dos anos 80, em face do recrudescimento do processo inflacionário e da crise das contas externas, o Brasil adotou um programa de estabilização nitidamente ortodoxo, no sentido de que era caracterizado pela tentativa de combater a inflação através da adoção de uma combinação de políticas monetárias e fiscais restritivas. Lamentavelmente, o resultado foi um decréscimo bastante acentuado nos níveis de produção e emprego, sem contudo gerar um resultado mais efetivo em termos de declínio das taxas inflacionárias.

Posteriormente, a política econômica foi redirecionada procurando estabilizar o processo inflacionário por meio da implantação de programas que enfatizavam muito mais o ataque a características institucionais, como por exemplo os mecanismos de indexação, do que propriamente uma diminuição do nível de demanda agregada. Os planos Bresser (1987) e Verão (1989) podem ser enquadrados nesse caso, ainda que o exemplo mais marcante seja o Plano Cruzado (1986).

A partir de meados da década passada, houve uma mudança na postura dos diversos analistas, no sentido de que passaram a ter uma posição mais eclética, pois se buscava analisar o processo inflacionário combinando os elementos condicionantes da demanda agregada com os da oferta agregada.

Essa mudança de postura condicionou, mais uma vez, a própria condução da política econômica. A adoção do Plano Collor I reflete bem a situação, quando se procurou administrar os elementos condicionantes da demanda agregada por meio do bloqueio dos ativos financeiros e utilização posterior de uma política monetária ativa, bem como do combate aos mecanismos de indexação.

Mais uma vez, entretanto, não se conseguiu estabilizar a economia, pois em poucos meses as taxas mensais de inflação alcançavam a casa de 10% e, ao cabo de dez meses, chegavam a 20% mensais.

Tais fatos certamente revelam que o processo inflacionário brasileiro é o reflexo de inúmeras distorções que foram se cristalizando em nossa economia ao longo das últimas décadas e que nenhum dos planos de estabilização adotados foi abrangente o suficiente para eliminar.

O objetivo deste artigo é analisar o processo inflacionário brasileiro durante o período de 1986/1991, seguindo a linha analítica mais ampla possível, no sentido de que buscamos analisar o processo inflacionário como resultado da dinâmica de evolução dos condicionantes da demanda e oferta agregadas.

Devemos salientar que não procuraremos elaborar nenhum modelo teórico estrutural procurando explicar as taxas de inflação. Tal opção se deve a inúmeros fatores. Em primeiro lugar, não é tarefa fácil identificar um determinado modelo estrutural, pois uma equação em sua forma reduzida relacionando as taxas de inflação com algumas variáveis independentes pode ser originada a partir de distintos modelos estruturais. Adicionalmente, a própria tentativa de estruturar um modelo que incorpore os vários elementos importantes na explicação das taxas de inflação não é tarefa fácil.

Em segundo lugar, a estimação de modelos em sua forma reduzida tem sido tradicionalmente utilizada na literatura econômica, com resultados altamente ilustrativos. A fim de evitar uma certa repetição de esforços, optamos por seguir neste artigo a estratégia de analisar o processo inflacionário sem perseguir a estimação economé-

trica de nenhuma equação, mas discutindo a influência dos diversos aspectos considerados relevantes para a explicação do processo inflacionário<sup>2</sup>.

Com essa orientação, o artigo está estruturado em três seções, além desta introdução. A seção seguinte busca verificar como foi conduzida a política fiscal e monetária durante o período de 1986/1991, especialmente nos períodos iniciais após a introdução dos planos de estabilização. O objetivo é buscar analisar a influência da demanda agregada na evolução das taxas de crescimento dos preços. A terceira seção busca identificar outras pressões sobre o fenômeno inflacionário especialmente a partir de movimentos da oferta agregada. Nesse caso, discutimos a influência dos movimentos de salários nominais, especialmente sua relação com a evolução existente entre os preços dos bens competitivos e não competitivos. Posteriormente, discutimos a evolução da política cambial. Finalmente, o artigo se encerra com as principais conclusões.

## 2. POLÍTICA FISCAL E MONETÁRIA

Os estudos de tradição monetarista procuram analisar o processo inflacionário através da ótica dos movimentos de demanda agregada ocasionadas por um excesso de liquidez. Sem entrar em maiores detalhes sobre essa teoria, podemos dizer, ainda que correndo o risco de uma excessiva generalização, que a essência desses estudos busca vincular o processo inflacionário com a incapacidade, por parte dos responsáveis pela condução da política monetária, de adequar o grau de liquidez a um nível compatível com a estabilidade de preços.

Tradicionalmente na literatura latino-americana, e mais especificamente no caso brasileiro, argumenta-se que a inadequação do grau de liquidez com a estabilidade de preços associa-se à necessidade das autoridades monetárias de financiar o setor público.

No caso brasileiro, a visão de que o Banco Central não deveria ser um instrumento de financiamento dos déficits do setor público é tão difundida que a própria Constituição de 1988, em seu artigo 192, explicitamente coloca essa proibição.

A fim de verificar um pouco mais de perto as relações existentes entre a política monetária e fiscal, é conveniente explicitar a restrição orçamentária do setor público.

$$(1) G - T = \Delta B^i + \Delta B^e + \Delta M$$

onde G = gastos do governo

T = impostos

$\Delta B^i$  = aumento da dívida interna

$\Delta B^e$  = aumento da dívida externa

$\Delta M$  = aumento de moeda

<sup>2</sup> O leitor interessado em tais estudos pode consultar, entre outros, Lemgruber (1973), Lemgruber (1977), Contador (1977), Modiano (1985), Marques Bastos (1983), Luque (1987), Luque e Lopes (1988).

A equação acima simplesmente reflete que o setor público possui três fontes de financiamento: emissão de dívida interna, dívida externa e moeda. Ela simplesmente mostra as fontes de obtenção de cruzeiros por parte do governo: arrecadação de impostos, venda de títulos ao setor privado, venda de títulos ao Banco Central ou venda de divisas. A partir dessa equação ficam facilmente visíveis as relações existentes entre a política fiscal (avaliada através do montante do déficit) e a monetária.

Cabe salientar que a presença do déficit como fonte de inflação deve ser analisada sob dois aspectos. Em primeiro lugar, o déficit representa um componente da demanda agregada e, como tal, maiores déficits associam-se a pressões mais elevadas da demanda agregada. Por outro lado, existe a questão do financiamento de um determinado volume do déficit. Nesse caso, as pressões sobre o processo inflacionário dependerão de sua forma de financiamento. Caso existam possibilidades de colocação de títulos junto ao setor privado (dívida interna)<sup>3</sup>, ou seja, não existam problemas de financiamento, um certo nível de déficit não exercerá tantas pressões sobre as taxas de inflação como no caso em que tais oportunidades inexistam e leve as autoridades a financiar o déficit com a emissão primária de moeda.

A Tabela 1 apresenta as necessidades de financiamento do setor público durante o período de 1985/1990, nos conceitos nominal, operacional e primário, como proporção do PIB. O conceito relevante para avaliar o impacto sobre o nível de demanda agregada é o representado pelo conceito operacional, ou seja, eliminando os componentes de correção monetária e cambial<sup>4</sup>.

Como se nota, durante os anos de 1985/1988 o déficit do setor público apresentou-se ao redor de 4% do PIB ao ano, indicando que a aceleração contínua do processo inflacionário ao longo do período não esteve atrelada a seu impacto sobre a demanda agregada. Durante o ano de 1989, o déficit calculado tomando como base o IPC do período t+1 elevou-se para 6,92%, enquanto o calculado com base no IPC do próprio período se eleva para 12,38%.

A elevada diferença observada entre os dois valores se deve ao fato de que, durante o ano de 1989, a aceleração do processo inflacionário foi muito intensa. Dado que, pela metodologia de cálculo, o IPC do período t reflete na realidade a taxa de inflação do período t1, para o ano de 1989 a utilização do IPC do próprio período implica fortes distorções. Nesse sentido, acreditamos mais conveniente utilizar o IPC ajustado, o que significaria que houve efetivamente uma elevação no déficit durante o ano de 1989, mas não na proporção indicada, caso não se corrigisse o IPC.

Se considerarmos que, do ponto de vista de impacto sobre a demanda agregada, o déficit do setor público não implicou pressões excessivamente elevadas durante esse período, sua influência sobre a aceleração das taxas inflacionárias deve ser analisada do ponto de vista de dificuldades de financiamento.

Tais dificuldades vêm crescendo de maneira significativa ao longo dos últimos anos. Durante o Plano Cruzado, com a criação das LBC — Letras do Banco Central, título cuja rentabilidade se vinculava aos custos de captação, diminuiu-se o risco por parte das instituições financeiras. Essa situação permitiu que o governo conseguisse

<sup>3</sup> Dado que na economia brasileira durante os anos 80, o financiamento com recursos externos se esgotou, estamos desconsiderando essa possibilidade.

<sup>4</sup> As discussões acerca das medidas e significados das necessidades de financiamento do setor público são inúmeras. O leitor pode consultar, entre outros, Bacha (1988) e Zini, Montoro e Luque (1991).

um espaço maior na colocação de títulos junto ao público. Como se observa no Gráfico 1, desde meados de 1984 a taxa de crescimento da dívida mobiliária interna federal fora do Banco Central vinha caindo de maneira significativa. Não é fácil identificar as causas dessa queda, que pode ser resultante de inúmeros fatores. Entretanto, como se pode verificar no Gráfico 2, que apresenta as taxas reais de juros durante o período de 1980/1990, percebe-se que, a partir de outubro de 1983, as taxas reais de juros são positivas e, a partir do início de 1985, são bastante elevadas. Tais fatos revelam as dificuldades do governo de lançar novos títulos.

Posteriormente, com o Plano Cruzado e a introdução da LBC, foi possível elevar consideravelmente o lançamento de novos títulos com taxas reais de juros mais baixas. Como se observa no Gráfico 1, a partir de meados do ano de 1985 as taxas de crescimento da dívida mobiliária caem de maneira substancial. O declínio é fruto tanto das dificuldades de colocação de novos títulos (período anterior ao Plano Cruzado), quanto dos congelamentos de preços efetuados a partir de março de 1986. Posteriormente, pode-se verificar que, desde o final de 1986 até o final de 1987, as taxas de crescimento da dívida mobiliária interna crescem de maneira significativa, estabilizando-se até meados de 1989. A partir de então, nota-se que as taxas de crescimento diminuem significativamente, e a partir do Plano Collor I, a dívida interna se reduz de maneira drástica.

Dessa maneira, com base em tais indícios, podemos afirmar que a questão básica da vinculação entre a política fiscal e as taxas de inflação residem muito mais no problema do financiamento de um dado nível de déficit que propriamente no montante do déficit.

As dificuldades de financiamento gradativamente crescentes refletem o fato de que o setor privado começou a perceber de maneira cada vez mais nítida a crise financeira do setor público. Dessa forma, os diversos agentes econômicos passaram a não ter mais disposição de permitir que a dívida interna fosse elevada de maneira significativa. Para fazer face a esse constrangimento, o setor público teria de buscar elevar as taxas reais de juros.

A elevação das taxas de juros representaria a forma tradicional de tornar os títulos públicos mais atrativos. Entretanto, o pagamento de juros reais sobre a dívida esbarra num problema extremamente sério, pois o setor público não tem, em virtude de sua crise financeira, possibilidade de gerar os recursos necessários para tal pagamento.

Nessas condições, os responsáveis pela condução da política monetária enfrentam um dilema bastante sério. De um lado, logo após decretado o congelamento, existe a necessidade de atrair os recursos disponíveis para o mercado financeiro, a fim de evitar que ocorram pressões muito fortes nos mercados de bens. Mas, as autoridades responsáveis pela condução da política monetária têm plena consciência, assim como o público em geral, de que essas possibilidades inexistem, em face da escassez de recursos.

A tentativa de fuga de ativos financeiros após os planos de estabilização é visível. Dado que os planos de estabilização adotados na economia brasileira a partir de 1985 introduzem cláusulas de congelamento de preços, reforma monetária, alterações na política salarial, mudanças de regras contratuais, os agentes econômicos buscam alterar sua posição de porta-fólio, diminuindo a participação dos ativos financeiros e elevando a participação dos ativos reais.

A noção básica que nos ensina a teoria monetária, entretanto, é que inexiste, em nível agregado, qualquer possibilidade para os agentes econômicos de fugir dos ativos financeiros. Visto que o estoque de ativos financeiros é dado num certo momento, a tentativa de fuga traduz-se simplesmente numa pressão sobre os preços dos ativos reais. Tomando como exemplo o ágio sobre o paralelo para medir tal pressão, percebe-se na Tabela 2 que, sempre após os planos de estabilização, o ágio se eleva. A Tabela 3 apresenta os indicadores de consumo do comércio em geral e dos bens de consumo duráveis. Como se nota, após a introdução do Plano Bresser, a demanda de bens duráveis cresceu aproximadamente 10% no mês de julho, relativamente a junho. No Plano Verão, o crescimento da demanda é ainda mais forte. No mês de fevereiro, a demanda elevou-se 17,85% e no mês de março, 25,60%. Durante o Plano Collor I esse crescimento também foi bastante elevado: 23,22% em abril e 19,51% em maio.

Assim, a fim de evitar pressões excessivas sobre a demanda de bens reais tem sido praxe na economia brasileira a tentativa de manter as taxas de juros reais elevadas após os períodos de congelamento. Entretanto, passados alguns meses, as restrições fiscais se impõem e o governo se vê obrigado a diminuir as taxas reais de juros a fim de evitar a deterioração adicional das contas públicas. Como se observa no Gráfico 2, é visível que as taxas reais de juros se elevam de maneira significativa após os planos de estabilização e posteriormente vão diminuindo. A única exceção é verificada no Plano Collor I, que partiu com taxas reais de juros negativas.

O exemplo mais significativo se verificou durante o Plano Verão. Como se observa, em fevereiro de 1989 a taxa real de juros alcançou 12,12% e, no mês de março, 12,21%. Naquela altura a dívida mobiliária federal representava algo como 13,21% do PIB, ou seja, aproximadamente 43,26 bilhões de dólares<sup>5</sup>. Taxas reais dessa magnitude implicariam um encargo mensal superior a 5 bilhões de dólares, o que ocasionaria uma explosão da dívida mobiliária. Evidentemente essa percepção era visível tanto pelos detentores de títulos como também pelos próprios responsáveis pela política monetária.

Como se nota, já em março a taxa real de juros caía para 1,44% e em maio atingia 10,73%. A partir daí as taxas reais oscilam, mas, exceto pelos meses de julho, outubro e dezembro, são próximas de zero ou negativas. É interessante notar que após o Plano Collor I as taxas reais de juros continuam a ser negativas, elevando-se apenas a partir do segundo semestre.

Em suma, observa-se que a condução da política monetária e fiscal ao longo dos últimos anos tem sido oscilante, no sentido de que as taxas reais de juros se situam, em determinados momentos, em patamares elevados, a fim de evitar pressões sobre o mercado de bens, mas a crise fiscal impossibilita que a estratégia se mantenha por período mais longo. Em inúmeros períodos as taxas reais de juros têm sido negativas, revelando a natureza da crise fiscal.

Assim, em função da incapacidade de manutenção de juros reais elevados, bem como da crescente desconfiança por parte do público em manter ativos financeiros, o resultado tem sido o encurtamento progressivo dos prazos de aplicação.

Observando a evolução do nível de demanda através do indicador dado pelo nível de consumo, observamos que durante o Plano Cruzado houve uma verdadeira explosão

<sup>5</sup> Tais cálculos baseiam-se nas informações constantes em *Brasil — Programa Econômico*, vol. 28, março, 1991.

da demanda por bens. Como se nota, a partir de março esta cresce num ritmo extremamente veloz. Em dezembro, o nível era 70% superior ao prevalecente em março. Durante o Plano Verão a demanda também cresce substancialmente durante os meses de janeiro e março. A partir de então diminui, voltando no final do ano a patamares prevalecentes antes do Plano. Por outro lado, a experiência dos planos Bresser e Collor I é algo diferente, especialmente a do Plano Bresser. Como se observa, neste o nível de demanda mantém-se praticamente constante durante todo o ano de 1987. O Plano Collor I de início promove uma elevação do nível de demanda, que, a partir de junho, volta a diminuir, mantendo-se em patamares semelhantes aos períodos prevalecentes antes do início do plano.

É interessante notar que foi durante os planos Bresser e Collor I que a aceleração das taxas de inflação foi menor, sugerindo que o papel da demanda agregada não pode ser desprezado nos planos de estabilização.

### 3. PREÇOS DOS BENS COMPETITIVOS VS. NÃO COMPETITIVOS E POLÍTICA SALARIAL

As teorias estruturalistas do processo inflacionário tradicionalmente apontavam a relativa inflexibilidade dos preços relativos como fonte de pressões inflacionárias nos países latino-americanos. O exemplo mais característico era derivado das inelasticidades da oferta agrícola. Nessas condições, a elevação da demanda por alimentos levaria a um aumento do preço relativo dos produtos agrícolas.

Ao perceber a elevação dos preços agrícolas, os trabalhadores do setor industrial passariam a exigir aumentos nos salários nominais como forma de recuperar os salários reais. Entretanto, as firmas do setor industrial, inseridas geralmente em mercados oligopolizados, possuem poder para defender suas margens de lucros, ou seja, têm a capacidade de repassar aos preços todos os acréscimos de custos. Assim, um processo inflacionário inicialmente originado no interior do setor competitivo e, mais particularmente, nos setores produtores de bens de salário, seria repassado aos demais setores da economia. Nessa visão, a moeda é passiva e simplesmente sanciona a pressão inflacionária existente na economia.

Uma outra variável, normalmente destacada na visão mais tradicional do estruturalismo, refere-se às condições da balança comercial, que exigiria constantes desvalorizações cambiais como forma de atenuar as constantes crises das contas externas. Tais desvalorizações acabariam por se traduzir numa nova pressão de custo, devido à importância dos insumos importados no processo produtivo<sup>6</sup>.

Essa explicação estruturalista do processo inflacionário, à luz das evidências mais recentes na economia brasileira, parece bastante adequada para explicar, pelo menos em parte, a dinâmica do comportamento dos preços.

A fim de verificar essa tendência, apresentamos no Gráfico 3 a evolução da relação de preços entre agricultura (representando os setores competitivos) e a indústria (representando o setor oligopolizado) durante o período de 1985/1991. Como

<sup>6</sup> Para maiores detalhes a respeito da teoria estruturalista o leitor pode consultar, entre outros, Holanda Barbosa (1983), Watcher (1976), Cardoso (1981) e Taylor (1983).

se pode observar, durante os primeiros meses após os planos de estabilização existe uma tendência para o crescimento dos preços dos setores competitivos relativamente aos dos setores industriais.

Identificar os motivos pelos quais a tendência existe não é uma tarefa fácil. Alguns fatores podem ser apontados. Em primeiro lugar, podemos argumentar que nos períodos que precedem os planos de estabilização, a dinâmica de evolução de preços faz com que os setores oligopolizados consigam elevar os preços de maneira mais rápida que os dos setores competitivos. Em segundo lugar, pode-se argumentar que o imposto inflacionário é altamente regressivo e, conseqüentemente, à medida que as taxas de crescimento se reduzem drasticamente em função do congelamento, a renda disponível das classes de renda mais baixas se eleva e aumenta a demanda pelos chamados bens de salário, entre os quais se destacam os preços agrícolas.

Independentemente dos motivos que levam a essa situação, o fato básico é que existe essa pressão sobre os preços dos setores mais competitivos. Poder-se-ia argumentar que os mecanismos de congelamento de preços são mais eficientes nos setores oligopolizados que nos competitivos. Dessa forma, durante os meses nos quais os controles são mais eficientes, os preços dos setores oligopolizados não se elevam, enquanto o dos setores competitivos aumentam. Mas, é conveniente ressaltar que os preços dos setores competitivos, por definição, apresentam uma dinâmica de acordo com os próprios mecanismos de mercado. Assim, se observarmos que seus preços estão se elevando, existem duas alternativas: ou existe uma pressão derivada de um aumento da demanda ou ocasionada por quedas na oferta, provenientes, por exemplo, de quebras de safra. Ainda que o último caso possa ter ocorrido em algumas situações, parece mais factível existir propriamente uma elevação na demanda por tais bens.

Apenas para fornecer alguns números a respeito da questão, convém lembrar a evolução de alguns preços mais característicos logo após o Plano Collor I, de acordo com as informações do índice de preços da Fipe calculados pela metodologia ponta a ponta.

Durante o mês de abril de 1990, a taxa de inflação foi de 3,29%. A taxa de crescimento dos produtos *in natura* foi de 12,90%, a de vestuário, 24,47% e a de serviços pessoais, 18,55%. Durante o mês de maio, o índice geral passou a 6,36%, e aqueles setores apresentaram crescimento dos preços de 19,40%, 39,85% e 2,10%, respectivamente.

Durante o mês de junho, a taxa de inflação passa a 10,56%, enquanto o crescimento daqueles setores foi de 18,20%, 11,33% e 17,21%. Enquanto isso, a taxa de crescimento dos preços industriais nesses meses foi de 0,78% em abril, 1,46% em maio e 4,58% em junho.

A retomada do processo inflacionário implica nos primeiros meses um declínio dos salários reais dos trabalhadores. Como se pode observar na Tabela 4, exceto o Plano Cruzado, nos demais planos de estabilização os salários reais diminuem nos primeiros meses seguintes à edição do plano.

Seria o caso de perguntar como é possível ocorrer uma diminuição dos salários reais e, simultaneamente, um aumento na demanda por bens de consumo. Como vimos, este ocorreu de maneira expressiva durante o Plano Cruzado e com menor intensidade no Plano Verão. Alguns fatores podem ser apontados para explicar o fato. Em primeiro lugar, é importante lembrar que o crescimento mais expressivo na demanda de bens de consumo foi durante o Plano Cruzado, justamente aquele que apresentou a



expressiva elevação dos salários reais. Em segundo lugar, a diminuição do imposto inflacionário eleva o poder de compra da classe trabalhadora. Em terceiro, a própria característica dos planos de estabilização, ao diminuir a confiança nos ativos financeiros, estimula o consumo.

De qualquer forma, a percepção de aumento nas taxas de inflação estimula os trabalhadores a exigir aumentos de salários nominais a fim de recuperar os salários reais. Por outro lado, os empresários, ao verificar a aceleração das taxas de inflação, preferem aceitar as demandas salariais e repassá-las aos preços. Essa tarefa é facilitada à medida que as firmas se inserem em mercados oligopolizados. A partir desse momento, o preço real dos setores mais oligopolizados passa a se recompor, e com isso ocorre um processo de transferência de renda inverso ao ocorrido na fase inicial do plano, isto é, uma transferência de renda dos setores competitivos para os setores oligopolizados (v. Gráfico 3).

Conseqüentemente, notamos que, após poucos meses, as taxas de crescimento dos preços retomam o ritmo tradicional, os mecanismos de indexação voltam com toda a força e a acomodação dos preços relativos se faz às custas de uma aceleração do processo inflacionário.

#### 4. EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO REAL

Tradicionalmente, uma outra fonte de pressão de custos que se desenrolam nos países latino-americanos deriva da necessidade de promover desvalorizações da taxa real de câmbio a fim de estimular os saldos da balança de pagamentos. No caso brasileiro, as contas externas têm sido uma fonte muito importante de pressões inflacionárias, particularmente a partir do final dos anos 70 e início da década seguinte.

As relações entre as crises externas e a aceleração das taxas de inflação são inúmeras. Cremos que a mais importante se refere ao fato de que a necessidade de reduzir o grau de absorção doméstica, como forma de gerar os recursos necessários para o pagamento dos serviços da dívida externa, até hoje não tem sido efetuada de maneira mais coordenada.

As dificuldades de coordenação derivam das próprias características estruturais da economia brasileira. Considerando o excessivo grau de distribuição de renda, a redução da absorção doméstica foi efetuada ao longo dos anos 80 às custas da redução das taxas de investimento, e não do consumo (privado ou público). Naturalmente, essa forma de ajustamento é a mais perversa possível, pois implica menor ritmo de crescimento da capacidade produtiva.

Por outro lado, a redução do grau de absorção doméstica implicaria uma redução das margens de lucros ou dos salários reais, considerando dadas as condições de produtividade. As firmas, porém especialmente aquelas inseridas em mercados oligopolizados, têm poder de defender suas margens de lucros. Os trabalhadores, em face dos baixos salários reais e das próprias taxas de inflação, conseguiram ao longo dos anos 80 cláusulas de indexação cada vez mais fortes. Assim, a rigidez das margens de lucros, de um lado, e a política salarial procurando preservar os salários reais, têm feito com que a redução dos salários reais seja efetuada através da aceleração das taxas de inflação.

Os responsáveis pela condução da política econômica, diante do processo contínuo de aceleração das taxas de inflação, têm procurado evitar as pressões de custos oriundas do setor externo.

Tal fato tem se consubstanciado numa política cambial ao longo da segunda metade da década de 1980 que valoriza continuamente a moeda nacional, até o ponto em que os saldos comerciais diminuem de maneira significativa.

A Tabela 5 apresenta a relação câmbio efetivo/salário durante o período de 1985/1990. Como se observa, após o Plano Cruzado, ocorre uma diminuição gradativa dessa relação, indicando a progressiva sobrevalorização do cruzado. Após a introdução do Plano Bresser, em face da situação das contas externas, promove-se uma recuperação da taxa cambial. Entretanto, passados alguns meses, ela novamente volta a declinar, indicando a utilização da sobrevalorização da moeda nacional como forma de evitar pressões adicionais de custos. O Plano Verão continua essa estratégia de sobrevalorização do cruzado até o início do Plano Collor I, que introduz o regime de câmbio flutuante. Nos primeiros meses desse plano ocorre uma desvalorização do cruzeiro. Contudo, a partir de junho novamente se registra uma retração da relação câmbio/salário, tendência que se reverte a partir de outubro.

Em suma, percebe-se nitidamente a ausência de uma política cambial mais definida, de maneira semelhante àquela verificada com a política monetária, ou seja, ainda que se constate a necessidade de se promover certas desvalorizações da taxa de câmbio, as pressões inflacionárias fazem com que os responsáveis pela condução da política cambial evitem promover tais correções como forma de evitar pressões de custos adicionais.

Como se nota, no tocante à evolução dos custos de produção percebe-se de maneira clara que a elevação dos preços competitivos se transforma numa elevação de custos para os setores oligopolizados por meio da pressão salarial, generalizando o processo inflacionário. Por outro lado, do ponto de vista cambial não se produziu nenhum efeito mais significativo nos custos, pois a taxa de câmbio tem sido utilizada como mecanismo de evitar pressões adicionais sobre os preços.

## 5. CONCLUSÕES

O objetivo deste artigo foi expor algumas evidências da natureza do processo inflacionário brasileiro durante os últimos anos. Buscamos seguir uma linha de avaliação do processo inflacionário mais eclética, no sentido de enfatizar tanto os elementos condicionantes da demanda agregada como da oferta agregada.

Como relação aos movimentos da demanda agregada, ressaltamos as relações existentes entre as políticas monetária e fiscal. Salientou-se que o impacto do déficit do setor público no processo inflacionário brasileiro deve ser encarado muito mais como um problema de financiamento que propriamente como reflexo de um nível de déficit extremamente elevado. Em outras palavras, como muitas vezes se apontou, o problema não é a magnitude do déficit, mas sim suas dificuldades de financiamento.

Argumentamos que a inexistência de recursos fiscais que pudessem dar suporte a uma política monetária de juros elevados, pois isso implicaria um crescimento da dívida que não seria aceito pelos credores do setor público, faz com que nos períodos iniciais dos planos de estabilização as taxas de juros tendam a se elevar.

Passados poucos meses, entretanto, o constrangimento financeiro do setor público acaba prevalecendo, e as taxas reais de juros diminuem.

Por outro lado, dado que os planos de estabilização alteram regras contratuais preestabelecidas, a desconfiança dos agentes econômicos em manter ativos financeiros é sempre crescente.

Particularmente após a introdução dos planos de estabilização, existe uma tentativa por parte dos agentes de alterar seu porta-fólio no sentido de diminuir os ativos financeiros e elevar os ativos reais.

Dado que, no curto prazo, o volume tanto dos ativos financeiros como dos reais é fixo, o que ocorre é simplesmente uma elevação no preço destes últimos.

A elevação dos preços dos ativos reais já de início compromete, ou pelo menos dificulta, os objetivos desses planos pela existência de tal pressão sobre alguns bens na economia.

Verificamos que os planos que tiveram menores taxas de aceleração do processo inflacionário estiveram acompanhados por taxas de crescimento da demanda agregada (visualizadas através da demanda do comércio varejista) também menores.

Adicionalmente, enfatizamos o importante papel que os preços relativos entre os setores dos bens competitivos, especialmente daqueles mais importantes para a determinação do salário real dos trabalhadores e dos setores oligopolizados, exercem na retomada do processo inflacionário.

Como vimos, logo após os planos de estabilização, o preço real dos setores competitivos se eleva, reduzindo o salário real dos trabalhadores. A partir dessa verificação, estes exigem acréscimos de salários nominais como forma de recuperar os reais. Entretanto, devido ao poder de mercado das firmas inseridas em mercados oligopolizados, a elevação dos salários nominais é transmitida aos preços e conseqüentemente começam a se desenvolver pressões para que o preço relativo dos setores industriais passem a se recuperar, ou seja, o movimento inflacionário inicialmente estabelecido nos setores competitivos é repassado aos demais setores da economia.

No âmbito das pressões externas percebe-se que de maneira geral a estratégia tem consistido em utilizar a política cambial como mecanismo de evitar pressões de custos adicionais até o ponto em que se comprometem os saldos comerciais. Quando isso se verifica, recupera-se o câmbio momentaneamente e depois se permitem novas sobrevalorizações.

**TABELA 1**  
**Necessidades de financiamento do setor público**

Discriminação	1985	1986	1987	1988	1989 IPC t	1989 IPC t1	1990
Total	28,6	11,3	32,3	53,0	73,00	83,1	26,9
Nominal	4,4	3,6	5,7	4,8	12,38	6,9	-1,2
Operacional	-2,6	-1,6	1,0	-0,9	0,08	1,0	-4,5

Obs.: os valores percentuais apresentados para o período de 1985 a 1988, conceito operacional, foram calculados a partir da utilização do IPC (t); para o ano de 1989 calcularam-se utilizando o IPC(t) e IPC(t+1), para as operações sujeitas a taxas de juros de curto prazo; e, em 1990, foi aplicado IPC(t+1) para todas as operações ativas e passivas com o setor interno.

Fonte: *Brasil — Programa Econômico*, Banco Central do Brasil, março de 1990 e março de 1991.

O comportamento das políticas monetária, fiscal e cambial, aliado à dinâmica de comportamento dos preços setoriais, revela a complexa natureza do processo inflacionário brasileiro. Mostra que um processo de efetiva estabilização da economia passa, não apenas por uma diminuição do déficit do setor público, como também por uma renegociação da dívida externa mais ampla, bem como por políticas que estimulem a oferta dos chamados bens de salário.

**TABELA 2**  
**Ágio do dólar no paralelo sobre o oficial**

Anos	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Jan.	10,2	31,6	60,2	17,5	56,0	111,5
Fev.	22,0	44,5	60,8	25,4	70,0	111,2
Mar.	16,8	26,1	34,0	31,8	188,7	50,8
Abr.	13,4	45,2	27,0	33,1	133,7	44,7
Mai.	18,6	49,6	10,3	38,9	172,3	59,4
Jun.	22,9	50,3	24,5	39,7	120,5	44,2
Jul.	38,2	79,2	25,4	47,3	75,4	17,4
Ago.	36,3	66,2	22,0	61,8	67,7	13,7
Set.	27,8	76,3	27,3	46,0	89,6	6,3
Out.	27,9	100,9	22,5	66,2	123,9	5,7
Nov.	38,0	100,5	22,6	63,2	88,2	13,7
Dez.	52,5	82,7	30,4	58,7	128,9	9,4

Obs.: cotação do preço de venda do último dia do mês.

**TABELA 3**  
**Indicadores de consumo**

1. Comércio geral (base: média 85=100)

Anos	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Jan.	85.9	96.2	108.3	92.8	86.8	94.6
Fev.	78.1	90.8	99.5	97.9	96.5	78.9
Mar.	89.9	99.2	91.3	101.3	114.4	69.2
Abr.	84.9	113.4	93.3	95.5	101.1	80.5
Mai.	96.9	123.4	98.0	87.5	96.2	93.4
Jun.	92.8	117.9	86.9	102.2	100.9	82.4
Jul.	105.1	132.5	88.1	90.9	91.3	76.2
Ago.	125.0	109.0	90.2	90.0	92.5	86.5
Set.	102.5	136.3	90.2	88.0	93.5	87.0
Out.	111.5	147.9	88.5	79.2	90.3	85.4
Nov.	110.4	141.4	88.5	85.9	87.9	81.5
Dez.	135.6	175.0	90.9	88.0	89.7	80.5

Obs.: a partir de junho de 1987 os índices estão dessazonalizados.

2. Consumo de bens duráveis (base: média 1988=100)

Anos	1987	1988	1989	1990
Jan.		102.0	94.1	102.4
Fev.		120.1	110.9	88.0
Mar.		131.9	139.3	84.4
Abr.		113.9	120.0	104.4
Mai.		105.1	127.4	124.3
Jun.	101.2	115.0	114.6	101.5
Jul.	110.5	103.0	92.1	95.1
Ago.	114.7	92.4	96.9	111.5
Set.	114.9	89.0	99.4	109.5
Out.	102.5	86.6	93.6	114.8
Nov.	100.9	90.3	95.9	105.2
Dez.	101.5	94.3	105.5	

Fonte: Federação do Comércio do Estado de S. Paulo — Elaboração: Ipea.

**TABELA 4**  
Evolução dos salários reais médios na Indústria paulista  
Base: janeiro de 1986 = 100

Ano	1986	1987	1988	1989	1990
Jan.	100.0	104.6	101.4	110.6	104.1
Fev.	96.9	101.0	101.1	95.3	95.8
Mar.	109.1	109.4	101.7	99.3	91.4
Abr.	110.8	105.5	108.9	104.4	76.7
Mai.	111.7	104.2	113.0	103.7	74.2
Jun.	110.2	105.0	109.1	93.8	80.8
Jul.	112.0	96.6	108.0	100.5	91.3
Ago.	113.2	96.0	108.8	102.0	94.2
Set.	113.3	99.2	104.1	97.9	89.5
Out.	122.8	98.3	107.0	104.6	85.5
Nov.	118.6	107.8	113.8	115.1	93.2
Dez.	116.0	107.1	116.9	115.3	87.9

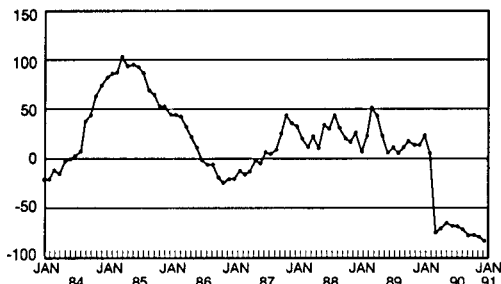
Fonte: Fiesp. Elaboração Ipea/Rio. Deflator: INPC.

**TABELA 5**  
Evolução da relação câmbio efetivo/salário

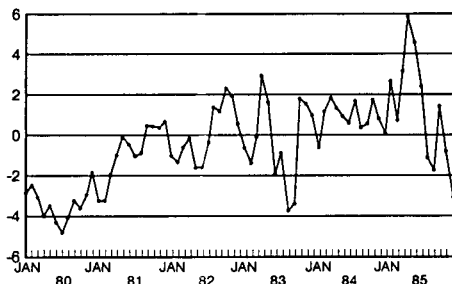
Ano	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Jan.	99.0	96.9	88.8	95.4	82.3	55.2
Fev.	103.1	102.0	93.8	96.1	91.7	57.2
Mar.	107.9	98.6	87.9	96.3	81.5	52.8
Abr.	110.2	96.7	85.7	89.0	71.4	68.9
Mai.	98.6	95.7	91.8	87.2	64.6	72.8
Jun.	99.6	95.9	95.4	86.9	66.5	65.4
Jul.	98.4	94.7	106.7	85.9	70.9	60.9
Ago.	99.8	93.7	107.0	86.6	61.7	55.9
Set.	107.6	92.6	103.4	87.0	67.7	54.5
Out.	102.5	85.2	100.9	85.7	63.3	63.6
Nov.	93.7	85.8	91.0	81.8	54.3	66.1
Dez.	98.3	84.9	92.7	78.6	53.8	74.7

Fonte: Bacen e Fiesp. Elaboração: Ipea/Rio. A cesta de moedas é ponderada pela participação normalizada das exportações para dez países industrializados nas exportações brasileiras de manufaturados, no período 1982/84.

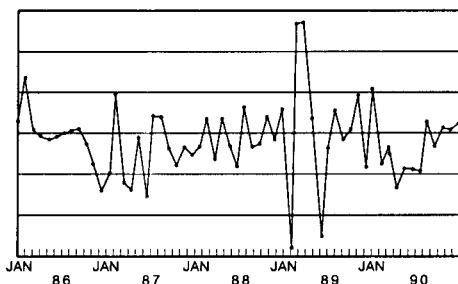
**GRÁFICO 1**  
**DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL**  
**FORA DO BANCO CENTRAL**  
 Variação real em 12 meses



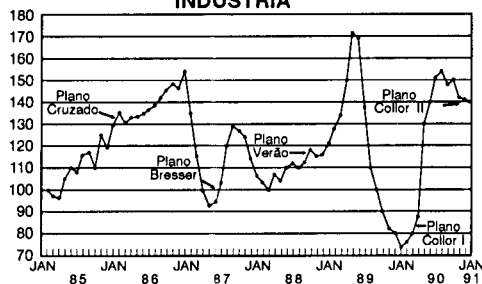
**GRÁFICO 2 A**  
**TAXA REAL DE JUROS 1980 A 1985**



**GRÁFICO 2 B**  
**TAXA REAL DE JUROS — 1986 A 1990**



**GRÁFICO 3**  
**RELAÇÃO DE TROCA AGRICULTURA/**  
**INDÚSTRIA**



**Obs.:** as taxas reais foram obtidas deflacionando-se as taxas nominais pelos índices de preços oficiais, ajustados para seu efetivo período de cobertura.

## REFERÊNCIAS

- BACHA, E. (1988). “Moeda, inércia e conflito: reflexões sobre políticas de estabilização no Brasil”. *Pesquisa e Planejamento Econômico* 18(1), abril, 1988.
- CARDOSO, Eliana (1981). “Food supply and inflation”. *Journal of Development Economics* 8(3), junho, 1981.
- CONTADOR, Cláudio (1977). “Crescimento econômico e o combate à inflação”. *Revista Brasileira de Economia* 31(1), 1977.
- FRAGA, Armínio e Sérgio Werlang (1983). “Uma visão da inflação como conflito distributivo”. *Revista Brasileira de Economia* 37(3), 1983.
- HOLANDA Barbosa, Fernando (1983). *A Inflação Brasileira no Pós-Guerra: Monetarismo x Estruturalismo*. Série PNPE nº 8, Rio de Janeiro: 1983.
- LEMGRUBER, A. C. (1973). “A inflação e a controvérsia sobre a aceleração inflacionária”. *Revista Brasileira de Economia* 27(4), 1973.

- LEMGRUBER, A. C. (1977). *Inflation in Brazil—Worldwide Inflation*. In: Lawrence B. Krause and Walter S. Salant, eds. Brookings Institution.
- LOPES, L. M. e C. A. Luque (1991). “Conflito distributivo, déficit público e inflação” mimeo.
- LUQUE, C. A. (1987) *Inflação no Brasil — 1974/84*. Instituto de Pesquisas Econômicas.
- MARQUES Bastos, Maria Sílvia (1983) “A aceleração inflacionária no Brasil: 1973-83”. *Revista Brasileira de Economia* 39(4), outubro.
- MODIANO, Eduardo (1983). “A dinâmica de salários e preços na economia brasileira — 1966-1981”. Texto para discussão nº 45, PUC/RJ.
- MOURA da Silva, A. (1983). “Regras de reajuste de salários e preços e a inércia inflacionária”. *Estudos Econômicos*, 1983.
- SIMONSEN, M. H. (1985). “A inflação brasileira, lições e perspectivas”. *Revista de Economia Política* 5(4), 1985.
- TAYLOR, Lance (1983). *Structuralist Macroeconomics Applicable Model for the Third World*. Nova York: Basic Books Inc.
- VAN, Wijnbergen, S. (1983). “Credit policy, inflation and growth in a financially repressed economy”. *Journal Development Economics* nº13, 1983.
- ZINI Jr., A. A., A. F. Montoro Filho e C. A. Luque (1991) “Gasto público, déficit e financiamento no Brasil”. *Cadernos IBCB* nº 21. Instituto Brasileiro de Ciência Bancária, 1991.

#### ABSTRACT

The aim of this essay is to examine the 1986-91 Brazilian inflationary process. This essay will take the broadest analytical line, considering the inflationary process resulting from the evolutionary dynamics of the elements that affect the aggregate supply and demand. Regarding the aggregate demand shifts we emphasize the relationships between fiscal and monetary policies. We stressed that the impact of public sector deficit has been seen much more as a financing problem rather than the result of its levels.

Regarding costs we emphasize the role of the relative price of competitive sectors that are more important in determining real wages and those of the oligopolistic sector. Our study seems to suggest that the causes of Brazilian inflationary process are many and complex and their solution do not depend solely upon the squeeze of the public sector deficit.