

CONFLITO, INCERTEZA E ACELERAÇÃO INFLACIONÁRIA NO BRASIL

Márcio Bobik Braga

Rudinei Toneto Jr.

Professores da FEA/USP, campus R. Preto

RESUMO

O presente artigo busca investigar algumas causas da aceleração inflacionária no Brasil no período recente, baseado no diagnóstico do conflito distributivo.

Discutiremos como o conflito em um ambiente de incerteza contribui para a instabilidade do processo inflacionário. À luz dos aspectos teóricos apresentados nas duas primeiras seções, analisaremos o processo inflacionário brasileiro a partir dos anos 70, bem como os diversos planos de estabilização, incluindo o atual - o Plano Real.

PALAVRAS-CHAVE

inflação, distribuição de renda, políticas de estabilização

ABSTRACT

The aim of this article is to present some causes of the inflationary acceleration in Brazil in the recent years. Considering an uncertainty environment, we will discuss the relation of the distributive conflict and the inflationary process instability. Based on the theoretical aspects presented in the first two sections, we will analyse the Brazilian inflationary process since the 70's and also the stabilization plans of the 80's and 90's including the recent - Plano Real.

KEY WORDS

inflation, income distribution, stabilization policies

INTRODUÇÃO

O principal objetivo deste trabalho consiste em investigar algumas causas da aceleração inflacionária no Brasil. Procuraremos mostrar como o conflito distributivo e a incerteza contribuem para a instabilidade inflacionária na economia. No caso brasileiro, conforme veremos, a incerteza diz respeito à instabilidade das variáveis taxa de câmbio, taxa de juros e impostos. O trabalho está dividido em quatro partes, além desta introdução. Na primeira parte apresentaremos, brevemente, a essência do diagnóstico inflacionário baseado na inércia, bem como a incompatibilidade deste com a idéia do conflito distributivo. Na segunda parte discutiremos as conseqüências da existência de um estado de incerteza sobre as decisões de preços e inflação. A terceira parte dedica-se ao caso brasileiro. Procuraremos mostrar como uma série de acontecimentos na economia acabaram por criar um ambiente de incerteza nas decisões de preços, e como esse ambiente acabou por contribuir para a instabilidade do processo inflacionário que predominou até bem pouco tempo no país. Na última parte discutiremos, brevemente, as perspectivas de sucesso no atual plano de combate à inflação, o Plano Real, com base nos argumentos desenvolvidos neste trabalho.

I - INÉRCIA E CONFLITO

Existe um certo consenso acerca da presença de um componente inercial na inflação brasileira. Tal consenso acabou por inspirar a série de “choques heterodoxos” implementados a partir da segunda metade da década de 80, que tiveram como medida principal o congelamento de preços e salários. Alguns economistas¹ atribuem ao conflito distributivo, particularmente entre capital e trabalho, a causa da inércia. A idéia da inflação exclusivamente inercial, no entanto, implica, sob certas condições, tanto uma inflação quanto um nível de distribuição da renda estáveis. Em outras palavras, a inflação inercial supõe que o conflito distributivo seja passivo, estando os agentes satisfeitos com a distribuição da renda.

1. Ver, por exemplo, PEREIRA & ROMANO (1988), MODIANO (1988) e BRESSER PEREIRA (1989).

A essência do diagnóstico inercialista está na idéia de que, em economias cronicamente inflacionárias, os agentes procuram estabelecer contratos de indexação, com o objetivo de minimizar os conflitos decorrentes da desvalorização, causada pela inflação dos preços e salários. Esse fato foi destacado por Frenkel (1986) que depois de analisar algumas economias latino-americanas com problemas de inflação crônica (inclusive o Brasil) concluiu que a forma geral que tendem a assumir os contratos em tais economias, particularmente aqueles formalizados entre trabalhadores e empregadores, é a indexação à inflação passada. Assim, a indexação generalizada seria a causa principal da perpetuação do processo inflacionário ao longo do tempo.

A idéia básica da inflação inercial pode ser melhor compreendida considerando o seguinte modelo:

$$P = P_{flex}^{\alpha} P_{fix}^{(1-\alpha)} ; 0 < \alpha < 1 \quad (1)$$

$$\hat{P}_{fix} = a. \hat{W} + b. \hat{C} ; a + b = 1 \quad (2)$$

$$\hat{W} = \delta \pi_{t-1} ; \hat{C} = \hat{C}_0 + \gamma. \pi_{t-1} \quad (3)$$

onde P representa o nível geral de preços na economia, P_{fix} e P_{flex} correspondem aos preços nos setores *fix-price* (indústria) e *flex-price* (agricultura), W os salários nominais, C os outros custos de produção (matérias-primas nacionais e importadas, custos financeiros, energia elétrica etc.), δ e γ a regra de indexação dos salários e dos demais custos, C_0 um componente representando choques exógenos (choques de preços internos e externos)² e π_{t-1} a taxa de inflação no período $t-1$. O acento circunflexo sobre as variáveis indica taxa de variação.

A equação (1) define o nível geral de preços na economia; a equação (2) define a regra de formação de preços no setor *fix-price*; as equações em (3) definem a regra de indexação da economia.

2. O modelo, dada a sua simplicidade, não considera explicitamente o setor externo. Os preços das matérias-primas importadas e taxa de câmbio estão implícitos no componente referente aos "outros custos" Também inclui-se nesse item o preço dos insumos fornecidos pelo governo. Para um modelo mais completo, ver ARONOVICH (1991).

Diferenciando (1) e combinando os resultados com (2) e (3), chegamos à seguinte equação para a inflação:

$$\pi_t = \alpha \cdot [\hat{P}_{flex} \quad \hat{P}_{fix}] + (a \cdot \delta + b \cdot \gamma) \cdot \pi_{t-1} + b \cdot \hat{C}_0 \quad (4)$$

onde π_t representa a taxa de inflação corrente da economia $(dp/p)_t$

O primeiro termo reflete a influência da variação dos preços relativos sobre a inflação. Tal componente foi objeto de preocupação por parte de vários economistas da escola estruturalista, que consideravam as variações nos preços relativos endógenas, isto é, decorrentes do processo de crescimento econômico. Essas variações têm sido comumente consideradas nos modelos inercialistas como componente de choques exógenos.³ O segundo termo reflete o componente inercial do modelo, proveniente da regra de indexação dos salários e dos demais custos. O último termo refere-se a choques exógenos que provocam impactos sobre os custos. Implícita na estrutura do modelo está a idéia de que os *mark-ups* são fixos. O modelo supõe, ainda, uma oferta monetária endógena.⁴ Segundo a corrente inercialista, dada a ausência de choques de oferta na economia, e adotando-se uma regra de *mark-up* constante, a explicação mais convincente para a inflação seria dada pelo componente inercial⁵. Qualquer alteração nos preços relativos ou ocorrência de choques inflacionários exógenos se refletirá numa aceleração ou desaceleração do processo, sendo a inércia determinada exclusivamente pela regra de indexação na economia.⁶ Em outros termos, considerando a ausência de choques e $\delta = \gamma = 1$, chega-se a:

3. Sobre a diferença entre choques e tendência inflacionária, ver LOPES (1985).

4. Isto não significa que moeda não seja importante; apenas que a política monetária é endógena, "com a oferta de moeda respondendo seja à demanda de crédito gerada pela inércia inflacionária, seja àquela gerada pela necessidade de financiamento bancário do déficit operacional do governo." (BACHA, 1988, p.10).

5. Note que o modelo exclui o componente de demanda sobre a inflação. O argumento colocado por muitos inercialistas é a de que em processos inflacionários crônicos e em regime de indexação tal componente teria pouca ou nenhuma influência sobre a inflação. Esse ponto é discutido por BACHA (1988). SIMONSEN & DORNBUSCH (1987) procuram explicar essa exclusão com o instrumental fornecido pela teoria dos jogos. Sobre modelos que incorporam, juntamente com a componente inercial, o componente de demanda, ver BACHA (1982), MODIANO (1988) e ARONOVICH (1991).

6. Dado que o modelo é discreto, a noção de aceleração aqui apresentada corresponde a saltos discretos para cima na taxa de inflação.

$$\pi_t = \pi_{t-1} \quad (5)$$

Duas importantes questões com relação ao modelo apresentado aqui merecem ser discutidas. A primeira diz respeito à incompatibilidade do modelo com uma idéia mais geral e que tem se tornado cada vez mais aceita pelos economistas: a idéia de que a inflação é causada por uma incompatibilidade distributiva da renda entre diversos agentes na economia. A segunda diz respeito à idéia de estabilidade das expectativas implícita no modelo e que será objeto de discussão na próxima seção.

A incompatibilidade entre inércia e conflito decorre da própria definição de conflito distributivo, ou seja, da disputa entre os agentes por fatias da renda, cuja soma das partes demandadas é superior ao todo. Uma das idéias implícitas no modelo de inflação inercial reside no fato de que a indexação dos salários pela totalidade da inflação passada é explicada pelo comportamento dos trabalhadores em buscar recompor, periodicamente, o pico do salário real precedente, mantendo, assim, a estabilidade do salário médio real entre os períodos de reajustes. Supõe-se, assim, que os trabalhadores estariam satisfeitos com aquele salário real médio. Por outro lado, os empresários estariam satisfeitos com suas posições, desde que pudessem repassar a totalidade dos aumentos salariais aos preços. Essa lógica, no entanto, pode não ser racional. O problema surge quando aquele salário real médio mantido com a indexação está abaixo do desejado, o que significa aceitar a hipótese do conflito (não passivo). Neste caso, a manutenção da sistemática de indexação pela totalidade da inflação passada passa a ser uma estratégia irracional, uma vez que os trabalhadores estão insatisfeitos com a posição de seus salários médios.

Para melhor compreendermos esse ponto, consideremos a regra de formação de preços do setor *fix-price* implícita no modelo anteriormente apresentado. Suponhamos, por simplicidade, que os custos se resumem aos salários, e que haja apenas o setor *fix-price* no modelo.⁷ Assim, temos:

$$P = (1+m)W \quad (6)$$

onde P corresponde ao nível geral de preços, m ao *mark-up* e W aos salários nominais. Dividindo (6) por P, chegamos a:

7. Essa análise baseia-se em BACHA (1987).

$$1 = (1+m)w \quad (7)$$

onde w representa os salários reais. Se $m = m^*$ mas $w < w^*$, onde o asterisco representa o valor desejado da variável, tem-se uma incompatibilidade distributiva que se traduz na desigualdade:

$$1 < (1+m^*)w^* \quad (8)$$

Assim, ao perceberem que a lógica de correção dos salários pela inflação passada não oferece ganhos de salários reais é provável que os trabalhadores procurem elevar o coeficiente de indexação δ dado por (3).⁸ Tem-se, assim, um choque distributivo, no sentido de se alterar o equilíbrio implícito no modelo de inflação inercial.

O segundo ponto importante diz respeito à regra de formação de preços do setor *fix-price*. Os modelos de inflação inercial parecem supor uma total passividade do setor *fix-price* na espiral preços-salários-custos. Tal passividade se traduz na regra de formação de preços nesse setor, baseado em um *mark-up* fixo sobre os custos. Essa hipótese, no entanto, admite uma situação de normalidade no “estado das expectativas” Conforme veremos na próxima seção, a lógica de formação de preços do setor *fix-price* tende a se alterar drasticamente quando se verifica um ambiente de não normalidade ou, mais precisamente, de incerteza. Em outras palavras, quando predomina um estado de incerteza sobre as expectativas relevantes ao empresário em suas decisões quanto aos preços dos bens, a hipótese de que $m = m^*$ não necessariamente pode vir a se verificar, levando a uma aceleração inflacionária via revisões do *mark-up*.

II - DECISÕES DE PREÇOS, EXPECTATIVAS E INCERTEZA

Conforme discutido na seção precedente, os modelos de inflação inercial apresentam, em geral, dois componentes: um de choque e outro de tendência. Um choque inflacionário pode ser provocado, por exemplo, por uma quebra na safra agrícola, uma maxidesvalorização cambial, choques de preços de

8. Para uma análise semelhante, considerando os dois setores *fix* e *flex-price* juntos, ver CARDOSO (1981).

matérias-primas importadas ou o chamado choque distributivo, isto é, quando se rompe o equilíbrio distributivo que mantém a inércia inflacionária. A tendência resulta da regra de indexação da economia. A hipótese implícita nesse tipo de modelo é de uma estrutura econômica estável. Tal idéia está ligada ao papel das expectativas nas decisões empresariais e às implicações destas sobre o processo de formação de preços no setor *fix-price*. O rompimento dessa hipótese traz novas e importantes implicações sobre o modelo. Vejamos com mais detalhes esse ponto.

Uma importante contribuição da *Teoria Geral* de Keynes foi a introdução das expectativas nas decisões empresariais. Keynes divide as expectativas em dois grupos:

“ O primeiro tipo relaciona-se com o preço que um fabricante pode esperar obter pela sua produção acabada, no momento em que se compromete a iniciar o processo que o produzirá, considerando que os produtos estão “acabados” (do ponto de vista do fabricante) quando prontos para serem usados ou vendidos a outrem. O segundo refere-se ao que o empresário pode esperar ganhar sob a forma de rendimentos futuros, no caso de comprar (ou talvez manufaturar) produtos “acabados” para os adicionar a seu equipamento de capital. Chamaremos as primeiras expectativas a curto prazo e às segundas expectativas a longo prazo.”(KEYNES, 1983, p.43)

A importância de se levar em conta as expectativas no processo de decisão empresarial decorre do caráter temporal do processo de produção e comercialização. Os agentes tomam suas decisões utilizando a informação atual e as expectativas sobre o futuro. Tal característica tem uma importante implicação sobre o processo de decisão de preços pelos agentes: o preço relevante é o preço futuro. Assim, em suas decisões quanto ao preço dos bens, os agentes guiam-se pelas expectativas de curto prazo, na concepção de Keynes.

A introdução das expectativas nas decisões empresariais quanto aos preços e às quantidades dos bens a serem vendidas decorre do fato de existir um certo lapso de tempo entre as decisões de produção e o momento em que o capital de giro aplicado na aquisição dos insumos é recuperado em sua forma

perfeitamente líquida,⁹ de modo a permitir a aquisição de novos insumos ou qualquer outra aplicação alternativa. Qualquer erro de previsão pode não garantir a permanência do empresário na atividade, pois nada garante que o resultado esperado possa reproduzir adequadamente a atividade desejada. Sob essa ótica, o empresário é obrigado a decidir sobre quais quantidades de bens deverá colocar no mercado e a que preços.

Se as variáveis relevantes ao processo de decisão empresarial mantêm uma certa estabilidade, ou variam em torno de cifras previsíveis, o empresário é capaz de estimar o volume de vendas adequado, bem como o preço que lhe permita uma remuneração adequada do capital aplicado. No entanto, quando tal estabilidade não mais se verifica, ou seja, quando não é mais possível prever o comportamento daquelas variáveis, a experiência do empresário por si só não é suficiente em suas previsões. Surge, assim, uma importante diferenciação no processo decisório: as noções de risco e incerteza no sentido formulado por Knight (1921).

A noção de risco, isto é, aquela situação em que é possível associar aos eventos distribuições de probabilidades objetivas, pode ser considerada como uma decorrência natural do caráter temporal do processo produtivo. Trata-se de uma situação do cotidiano empresarial onde a experiência é fator fundamental nas decisões. O problema surge quando se tem uma situação de incerteza, onde não é possível associar probabilidades objetivas aos eventos. Neste caso, as perdas que o empresário poderá sofrer são significativamente maiores do que em uma situação de risco. Vejamos com mais detalhe esse ponto.

Ao tomar suas decisões o empresário deve levar em conta três fatores: i) o risco de ver não realizadas suas vendas planejadas; ii) o risco dos custos evoluírem acima do previsto; e iii) o custo de oportunidade de se imobilizar parte do capital, ou seja, o custo alternativo de se imobilizar recursos em decorrência da existência do lapso de tempo entre o momento em que o produto é colocado à venda e o momento em que o produto dessa venda retorna em sua forma líquida. Adicionalmente, muitas empresas, em seus projetos de expansão, dependem de capital de terceiros. Neste último caso é necessário que o retorno seja maior do que a taxa de juros a ser paga nos financiamentos, sob pena de a empresa se descapitalizar.

9. A análise a seguir baseia-se em grande parte em FRENKEL (1979).

Assim, se o comportamento das vendas e dos custos mantém uma certa estabilidade ao longo do tempo, o empresário terá tido a oportunidade de aprender com os seus erros, e estimar de maneira normal o volume de vendas e o preço dos bens. Qualquer erro estará dentro do previsto e poderá ser compensado em um prazo mais longo. Por outro lado, se a taxa de juros mantém uma certa estabilidade, ela pode ser incorporada como custos financeiros previsíveis. Nesse quadro de estabilidade, a estratégia de formar preços mediante uma margem fixa sobre os custos constitui-se em uma política adequada para se alcançar lucros normais. Em outras palavras, trabalhar com *mark-up* fixo significa trabalhar com a noção de preços normais que, de certa forma, pressupõe que a economia tem uma estrutura estável, onde os empresários, ao fixarem seus preços, assumem a expectativa de que tanto os custos quanto as quantidades vendidas tendem a variar em torno de valores previstos ou planejados.¹⁰

O grande problema surge quando não mais se verifica, por alguma razão, essa condição de estabilidade, ou seja, quando não é possível estimar de maneira adequada o comportamento de certas variáveis importantes ao processo decisório. Neste caso, a estratégia de se manter uma regra de *mark-up* fixo pode não mais ser uma estratégia viável, pois este é calculado sobre uma determinada expectativa de variação dos custos, supondo um determinado volume de vendas estimado. Surge assim mais um elemento de aceleração inflacionária decorrente de uma possível tendência de se superestimar o *mark-up*, objetivando-se evitar perdas *ex-post* ante a incerteza.

A implicação da existência de um contexto de incerteza sobre as decisões de preços e inflação foi destacada por Frenkel (1979), Tavares e Belluzzo (1986) e Kandir (1989). Para Frenkel, o processo racional de decisão empresarial, num ambiente de incerteza, apresenta um viés no sentido de superestimar a evolução dos custos (inclusive o custo de oportunidade de ganhos no mercado financeiro), evitando perdas *ex-post*. Para o autor, o *mark-up* apresenta dois componentes em ambientes cronicamente inflacionários: um relativo ao *mark-up* desejado e outro relativo à expectativa de evolução dos custos. Ainda que prevaleça uma inflação alta, porém estável, a obtenção de benefícios normais requer que se calcule os preços com base em uma determinada proporção normal dos *mark-ups*, ajustados pela taxa de inflação esperada.

10. Sobre a noção de preços normais, ver ROBINSON (1983).

Contudo, quando se observa um processo de aceleração inflacionária, onde prevalece um estado de incerteza sobre o comportamento de certas variáveis relevantes às decisões, a minimização de riscos requer um aumento desse *mark-up* ajustado. Frenkel não chega a se aprofundar nas causas da incerteza sobre a evolução dos custos, ficando restrita sua análise a uma situação esporádica de choques inflacionários aceleracionistas determinados aleatoriamente.

Tavares e Belluzo (1986) analisam as causas dessa situação de incerteza. Para os autores, com o rompimento do padrão monetário internacional, a estabilidade no processo de formação de taxas de juros, câmbio e preços das matérias-primas importadas alterou-se drasticamente, tornando questionável a idéia de normalidade de preços. Assim, indo um pouco além da análise proposta por Frenkel, a conclusão dos autores é de que a aleatoriedade da evolução dos custos passa a ser uma regra no novo contexto.

Por fim, Kandir (1989) defende a idéia de que, em um contexto de incerteza, é necessário explicitar a noção de custo de uso na explicação do processo de formação de preços em economias capitalistas. Assim,

“... cabe destacar que os mark-ups e os preços são determinados num contexto de incerteza. A dimensão temporal da produção capitalista impõe à definição dos preços um caráter especulativo decorrente da incerteza quanto à evolução temporal das relações preços/custos. Assim, as decisões de produção e preços são também decisões de uso de capitais cuja perspectiva de valorização é incerta. Ao estabelecer margens de proteção contra perdas potenciais de capital decorrentes de seu uso, condicionadas à posição estrutural das empresas, tais decisões também são especulativas, o que atribui aos preços e aos mark-ups uma dimensão expectacional. Num contexto de alta incerteza, essa dimensão tende a assumir um papel preponderante na formação dos preços...” (KANDIR, 1989, p. 88-89).

Kandir afirma que em economias que estão sofrendo processo de ajustamento, isto é, quando ocorre um processo de exaustão de determinado padrão de financiamento interno e externo da economia, onde políticas específicas estão sendo aplicadas, os *mark-ups* tendem a serem revistos em virtude das

incertezas com relação ao custo futuro dos bens público-fiscais e cambiais, o que tende a provocar uma aceleração da inflação. A situação torna-se mais grave quando o processo de ajustamento é acompanhado por uma progressiva deterioração da capacidade de financiamento do setor público, pois aumentam as incertezas quanto ao custo futuro dos bens público-fiscais.

Enfim, toda essa análise sugere que em uma economia onde prevalece um ambiente de incerteza, a regra de formação de preços a partir de um *mark-up* fixo perde sua validade. Surge assim um componente de aceleração inflacionária endógeno, decorrente de uma nova lógica de decisão de preços adotada pelo setor *fix-price*. Essa idéia sugere ainda que em uma economia com inflação crônica, sujeita a políticas de ajustamento, inserida em um contexto internacional onde não se possa mais fazer um cálculo adequado dos preços normais de matérias-primas, câmbio e juros, e onde prevaleça uma situação de fragilidade financeira do setor público, a idéia de que os preços são formados com base em um *mark-up* fixo sobre os custos não se sustenta. Note que a idéia aqui colocada difere um pouco daquela proposta pela estrutura do modelo apresentado na seção anterior, onde os preços do setor *fix-price* são calculados a partir de uma margem fixa sobre os custos que incluem, além dos salários, matérias-primas, câmbio e juros.¹¹ Aqui, a incerteza quanto à evolução dos custos leva a uma revisão dessa margem.¹²

Precisamos agora procurar entender de que forma os fatos ocorridos no Brasil a partir da década de 70 e atualmente se ajustam às idéias aqui defendidas. Conforme veremos, a aceleração inflacionária no país está pelo menos em grande parte ligada à instabilidade da taxa câmbio, à taxa de juros e aos impostos. Tal instabilidade acabou por romper com a estabilidade dos *mark-ups*, levando a inflação brasileira a ser não apenas explicada pelo conflito entre capital e trabalho, mas também pelo conflito entre as várias formas de valorização do capital num contexto de incerteza. Neste novo contexto, o Estado passa a ter um papel fundamental na explicação do processo.

11. Os salários, aliás, dentro do contexto de incerteza, pelo menos num primeiro momento, tendem a ser a única variável de estabilidade no processo de formação de preços.

12. É importante destacar que o limite para a revisão dos *mark-ups* é imposto pela demanda e pelo grau de concorrência do mercado. A existência de tal limite, no entanto, não invalida a idéia de que a aceleração inflacionária possa ser causada por alterações no *mark-up*. Coloca apenas uma restrição a essas alterações.

III - O CASO BRASILEIRO

O processo inflacionário brasileiro está fortemente relacionado à deterioração do padrão de financiamento da economia tanto em seu componente externo como interno. Com isso, verifica-se um aumento da incerteza quanto ao comportamento de variáveis-chave para a formação de preços: câmbio, juros e impostos. Isto torna implausível a hipótese de *mark-ups* fixos na regra de formação de preços dos empresários. Neste contexto, tem-se o acirramento do “conflito distributivo” em suas diversas formas: entre o capital x trabalho, entre as diferentes formas de valorização do capital (produtiva e financeira), entre setores oligopolistas e concorrenciais, *tradables* e *non-tradables*, entre as diferentes esferas do governo (centralismo x federalismo fiscal), entre beneficiários do orçamento público,¹³ etc. Tentaremos mostrar, nesta seção, como a inflação foi evoluindo de acordo com a instabilidade destes fatores.

Podemos dividir este processo em três momentos distintos: i) 1974/79, caracterizado pelo crescimento a qualquer custo; ii) 1979/84, marcado pelo rompimento do fluxo voluntário de recursos externos e a busca do ajuste externo pelo país, e iii) pós-1985, onde temos os vários planos “heterodoxos” de combate à inflação, intercalando períodos de acelerações inflacionárias, atingindo freqüentemente os limiares da hiperinflação.

O período caracterizado pelo II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento), 1974-79, pode ser considerado o último momento do Estado desenvolvimentista no Brasil. O processo de industrialização brasileiro é caracterizado pela abertura de diferentes frentes de valorização ao capital privado pelo Estado, que articula os espaços a serem ocupados pelo capital privado nacional, estrangeiro e o próprio Estado, bem como arbitra a repartição da massa de lucros entre as diferentes esferas de valorização. Tudo isso foi feito por meio de diversos instrumentos: protecionismo, fixação de preços públicos, gasto público, política tributária, cambial etc. Incorporavam-se novos setores sem permitir a quebra dos antigos. Os conflitos eram resolvidos pela “fuga para frente”,¹⁴ como forma de acomodar os diversos

13. Isto é, entre quem paga e quem não paga imposto, que leva, por exemplo, a um aumento da sonegação, e entre as diferentes demandas por transferências de renda do governo, por exemplo, agricultores, pensionistas e aposentados, sistema financeiro etc.

14. Conceito utilizado por FIORI (1990 e 1993).

interesses que se colocavam. Além disso, o Estado foi o grande agente financeiro do processo, juntamente com os recursos externos, dada a fragilidade do sistema financeiro privado nacional. Assim, via agências financeiras estatais, operando especialmente à base de poupanças compulsórias e via incentivos fiscais, o Estado cumpriu o lado passivo do processo de acumulação de capital no Brasil.¹⁵

A instabilidade econômica brasileira deve-se principalmente ao rompimento deste padrão de financiamento centrado no Estado e nos recursos externos, que coloca em xeque o antigo modelo de desenvolvimento. Vejamos os passos.

O final da década de 60 é caracterizado por um excesso de liquidez mundial, decorrente dos crescentes déficits públicos e externos dos EUA, que levou ao fim de Bretton Woods. Isto, mais o processo de internacionalização bancária e constituição do Euromercado, onde permitia-se aos bancos americanos escaparem aos controles impostos pelas Autoridades Monetárias, levou a uma grande oferta de crédito em nível internacional. Nesta situação, houve um grande afluxo de recursos para os países em desenvolvimento, os quais foram praticamente “capturados” pelo sistema financeiro internacional com taxas de juros baixas e *spreads*, em muitos casos, negativos.¹⁶

O Brasil encontrava-se neste grupo, sendo que a entrada de recursos (endividamento do setor privado) neste período possibilitou que as altas taxas de crescimento econômico no Milagre Econômico fossem acompanhadas de uma situação cambial estável,¹⁷ com a política cambial seguindo a regra das minidesvalorizações, e taxa de juros estável (o que importava para os setores chaves era a taxa de juros internacional). Com isso, as decisões de preços eram tomadas em ambiente de estabilidade dos principais preços - câmbio, juros e salário (atrelado à política salarial) -, viabilizando a estabilidade dos *mark-ups*. A entrada de recursos servia para acomodar as pressões distributivas. A inflação, neste período, era estável.

15. A este respeito ver TAVARES (1983).

16. Sobre o processo de endividamento externo ver CRUZ (1984).

17. É importante salientar que a estabilidade cambial não fazia parte das características do desenvolvimento anterior destes países, tanto na fase primário-exportadora como após o início do processo de industrialização via substituição de importações, como demonstram os trabalhos de Celso Furtado (*Formação Econômica do Brasil*) e Maria da Conceição Tavares (*Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*).

Em fins de 1973 ocorre o primeiro choque do petróleo e, a partir deste ano, tem-se a adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes em nível internacional. Como conseqüência, observou-se em 74/75 uma aceleração da inflação nos países desenvolvidos e com isso um minichoque de juros (nominais) no Sistema Financeiro Internacional, o que gera um primeiro elemento de incerteza no cenário. O choque de oferta (petróleo) elevou os custos de produção e, além disso, a incerteza gerada pela elevação das taxas de juros internacionais em um momento em que as empresas se encontravam com seus passivos dolarizados levou-as a retrain a captação externa e a elevarem suas margens de lucro (*mark-ups* desejados) para se protegerem do crescimento do passivo. A conseqüência foi um salto no patamar inflacionário, que passou de uma média inferior aos 20% a.a., no período do “Milagre Econômico”, para algo em torno de 40% a.a. no período 1974/79.

A situação não se deteriorou ainda mais nos fins de 1970 porque a necessidade de reciclar os petrodólares em nível internacional manteve o excesso de liquidez, possibilitando ao Estado, envolvido no II PND, cumprir o papel desempenhado pelo setor privado no período anterior. Estava assim garantido um grande afluxo de recursos externos para financiamentos produtivos, acomodando os conflitos e mantendo estável a regra cambial.

Além disso, o Estado colaborou para dirimir a incerteza do setor privado ao criar mecanismos de arbitragem, abrindo canais para a transferência do passivo externo para o governo.¹⁸ Quanto à taxa de juros interna, há uma indefinição neste período. É uma característica do SF nacional pós-reforma de 1964 a dicotomia entre o setor que opera com taxas reais (pós-fixadas, com correção monetária) e o setor que opera com taxas nominais (prefixadas).¹⁹ O salto inflacionário provocou um direcionamento das aplicações para o setor real, e da demanda de recursos para o setor nominal, gerando um excesso de liquidez em um segmento e a falta em outro. O Estado arcou com este descompasso, vendendo títulos pós-fixados de um lado e

18. Esta arbitragem era feita por meio dos Depósitos em Moeda Estrangeira no BACEN. Tem-se a Circular 230 (29/4/74) e a Resolução 432 (23/6/77) que permitiam ao setor privado transferir o passivo externo ao BACEN por meio do pagamento em cruzeiros; a primeira estendia-se aos bancos que haviam captado via Resolução 63 e a segunda às empresas que captaram via Lei 4.131. Assim, podia-se transferir os riscos do empréstimo externo - juros e câmbio - ao governo.

19. A este respeito ver SILVA (s/d).

emprestando a taxas prefixadas de outro (crédito subsidiado de instituições oficiais, inclusive com limitações sobre a correção monetária criou-se o fenômeno do *spread* negativo) (SILVA s/d). Com isso, o Estado foi garantindo o crescimento e assumindo o passivo do setor privado à custa de um processo crescente de endividamento externo e interno.

A situação se deteriora no início dos anos 80, quando há a reversão no quadro internacional, que encontra o Estado financeiramente combalido. Em 1979 temos três elementos de choques de custos na economia: o segundo choque do petróleo, a passagem da anualidade para a semestralidade dos reajustes salariais e a maxidesvalorização do câmbio em dezembro.

O primeiro elemento significou um aumento no preço de uma matéria-prima importante, com impacto sobre os custos das empresas, sendo repassado para o preço, quando possível, levando a uma elevação do patamar inflacionário. Quanto à redução no intervalo de reajuste salarial, este resultou num aumento do valor real médio dos salários. Para compatibilizar a disputa salários-lucros, a inflação, como variável de ajuste, se acelera para corroer o ganho. Por fim, a maxidesvalorização serviu para ampliar a incerteza no sistema, além de elevar os custos. A regra de minidesvalorizações perdurou de fins de 60 até 1979. Com a maxi e a subsequente prefixação do câmbio (juntamente com a da correção monetária) para 1980 rompeu-se a estabilidade da regra de formação de um dos preços básicos da economia. Assim, todas as mercadorias importadas passaram a se comportar como se fossem um mercado *flex-price*.²⁰ O objetivo destas medidas era gerar condições (estímulos) para se reverter o saldo da balança comercial (por intermédio da maxi) em um momento em que o contexto internacional já sinalizava para um endurecimento na obtenção de recursos externos. Buscava-se também atacar a inflação com um golpe psicológico (a prefixação).²¹ A combinação destes elementos resultou no salto da taxa inflacionária para os 100% a.a. em 1980.

O golpe de misericórdia na situação econômica do país foi a reversão da política econômica americana e a tentativa de retomada da hegemonia do dólar como moeda forte.²² A elevação da taxa de juros norte-americana e o déficit público naquele país fizeram com que este se transformasse no grande

20. O que já era uma consequência do sistema de taxas de câmbio flutuantes em nível internacional.

21. Sobre a "herodoxia delfiniana" ver PAULANI (1987).

22. A este respeito ver TAVARES (1985).

enxugador da liquidez mundial. Encareceu-se a rolagem do passivo externo contraído pelos países em desenvolvimento no período anterior (uma vez que era contratado a taxas de juros flutuantes), além de esta ser dificultada pela menor disponibilidade de recursos. Esta situação resultou na moratória mexicana de 1982 e na insolvência de alguns outros países, eliminando de vez todo fluxo de recursos voluntários para este grupo de países.

De acordo com o receituário do FMI (Fundo Monetário Internacional), órgão central nas renegociações das dívidas que deveria zelar pela estabilidade do sistema monetário-financeiro internacional, a solução era promover políticas de ajustamentos, para gerar megasuperávits externos que viabilizassem o pagamento dos juros sobre a dívida contraída, o que significa proteger os ativos dos bancos internacionais e tentar recuperá-los. Idéias como a desvalorização destes ativos a dívida externa do Terceiro Mundo sempre estiveram longe de serem discutidas e aceitas, uma vez que os bancos sempre se mostraram relutantes em aceitar parcela do erro no processo anterior. Apenas no final da década esta possibilidade começou a ser colocada.

Neste quadro, o Brasil lançou-se numa política destinada a fazer o “ajuste” externo, ou seja, gerar as divisas necessárias para efetuar as transferências externas. Percebe-se o primeiro problema: se antes recebíamos recursos de fora que, de certa forma, serviam para acomodar os diversos interesses, agora perdíamos essa entrada e ainda deveríamos transferir parcela do produto para o exterior. Assim, o modelo de “fuga para frente”, crescimento a qualquer custo sobre um endividamento crescente, é colocado em xeque. Torna-se latente o conflito distributivo: quem deve arcar com esta reversão de receptor para remetente de recursos? Evidentemente, a resposta natural é o Estado, que se transformou no grande detentor do passivo externo. O problema que então pareceria eliminado para a sociedade se amplifica.

A geração de divisas, no caso brasileiro, se dá no setor privado,²³ enquanto a dívida é pública. Ou seja, o Estado deveria adquirir as divisas para fazer frente ao serviço de sua dívida. Para tal, o Estado tem três fontes principais de financiamento: os recursos fiscais, a colocação de títulos públicos ou a emissão

23. Situação diferente em relação a alguns outros países que também atravessavam problemas com a dívida externa, como é o caso do Chile, onde o setor exportador (cobre) era de propriedade estatal, e do México, onde o setor petrolífero também é de propriedade estatal.

monetária. A política de geração de superávits operava totalmente contra as contas públicas. Em primeiro lugar, as desvalorizações cambiais encareciam as divisas a serem adquiridas. Em segundo lugar, a produção para exportação significava uma renúncia fiscal do Estado, além de, em muitos casos, ter-se concedido subsídios fiscais e creditícios para se estimular as exportações, o que aumentava os gastos. Em terceiro lugar, a política recessiva para liberar “excedentes exportáveis” e conter as importações reduzia a base tributária. Em quarto lugar, a taxa de juros elevada encarecia a rolagem da dívida interna. Portanto, a geração de superávits fiscais para a obtenção das divisas era incompatível com o objetivo de geração dos superávits externos. Além disso, o próprio quadro político, caracterizado pelos interesses cristalizados no Estado, não permitia a resolução das pressões sobre os gastos e mantinha como principal alternativa tributável a massa salarial e o consumo, os quais se deprimiam no quadro recessivo.

Quanto à emissão monetária, esta seria incompatível com o resto da política, manutenção de taxas de juros elevadas e controle da demanda. Assim, a alternativa que restava era o endividamento público. Este se deu de duas formas: em primeiro lugar, completou-se o processo de saneamento do setor privado pela transferência do que restava de passivo externo ao governo - os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central, e, em segundo lugar, por meio da colocação crescente de títulos públicos. Este último processo é a chamada transformação da dívida externa em dívida interna.²⁴ A crescente deterioração das finanças públicas “forçava” o governo a tornar os títulos públicos cada vez mais atraentes para o setor privado: aumentava-se a liquidez, oferecia-se diferentes instrumentos de correção para viabilizar o *hedge* (por exemplo, correção cambial dos títulos), mecanismos de garantia (como a carta de recompra que dava liquidez absoluta aos títulos) e taxas de juros elevadas. Como consequência, tem-se a perda da capacidade do governo fazer política econômica: a política fiscal vai se comprometendo com o elevado componente financeiro do déficit público; a política cambial, pela restrição externa, e a política monetária, devido à garantia de liquidez dada aos títulos públicos e a necessidade de rolar diariamente a dívida pública, instabiliza todo o controle monetário (que deixa de existir, e cria-se a lógica perversa da “moeda financeira”).

24. Sobre este processo ver CAVALCANTI (1988).

Neste quadro, observa-se, em primeiro lugar, a instabilidade do câmbio e, num segundo momento, da taxa de juros. Com isso, rompe-se por completo a noção de “preços normais” que, num quadro de conflito distributivo exacerbado, onde ninguém quer reduzir sua participação em prol do Estado combatido, tem-se a aceleração inflacionária devido a elevações nos *mark-ups*. Neste contexto, os salários passam a se constituir na única âncora nominal do sistema, ainda atrelado a uma política salarial restritiva.

Deste modo, os *mark-ups* tornam-se ascendentes. Em primeiro lugar, porque a incerteza quanto à taxa de câmbio faz com que os empresários não consigam prever com “certeza” os custos, uma vez que as matérias-primas importadas tornam-se *flex-price*. Em segundo lugar, tem-se o efeito das elevadas taxas de juros. Para as empresas endividadas, estas devem aumentar a rentabilidade para poderem rolar o passivo. Por outro lado, amplia-se o custo de oportunidade de se imobilizar parcela do capital durante o período produtivo e passa a ocorrer a concorrência entre a valorização financeira e produtiva do capital, cuja maior facilidade de ganhos na primeira passa a pressionar o aumento na segunda. Ademais, um outro risco que já se colocava era o setor público. A necessidade deste aumentar sua participação na renda, para fazer frente aos serviços do estoque de dívida crescente, trazia o perigo de choques tributários, “tarifagos”, ajustes nas dívidas etc. Assim, provocava-se também, por este lado, um comportamento defensivo do setor privado, elevando suas margens de segurança.

Observa-se, portanto, um movimento ascendente dos preços, neste quadro de incerteza, acompanhado de profunda retração no investimento, caracterizando-se a estagflação. A taxa de inflação superou os 200% a.a. em 1983 e continuou a se acelerar. O investimento público diminuiu pelo próprio estágio falimentar do governo, e o investimento privado, devido à incerteza, e principalmente pela crise do Estado, que não conseguia mais financiar e subsidiar o setor privado. Assim, a crise do Estado desenvolvimentista trouxe sérias conseqüências ao crescimento brasileiro.

Os lucros das grandes empresas não foram afetados pela crise. Por um lado, estas conseguiram defender os lucros operacionais pelos movimentos ascendentes nos *mark-ups*. Por outro, ao sanearem-se financeiramente (jogando o passivo para o Estado) e continuando a gerar massas vultosas de lucros, sem projetos de investimento, voltaram ao Sistema Financeiro como

aplicadores, transformando-se em sócios dos bancos nos ganhos da falência estatal. Isto é constatado por meio do grande crescimento das receitas financeiras.

No início da Nova República a transição democrática acentuou a instabilidade. A posse do vice-presidente, o florescimento de novas demandas pelo Estado (reprimidas durante a ditadura), a composição do ministério com conflito de idéias (interesses) no comando da economia e a conseqüente aleatoriedade na condução da política econômica²⁵ acabaram por contribuir para a aceleração inflacionária em 1985, resultando, a partir de 1986, na saga dos planos heterodoxos, com hegemonia do diagnóstico inercial. A taxa de inflação projetada para 1986, quando da adoção do Plano Cruzado, estava em torno de 400% a.a..

Os planos trouxeram novos elementos de instabilidade: em primeiro lugar, o “risco-choque”, onde os empresários buscavam manter elevadas suas margens de lucro para se precaverem de congelamentos de preços (antecipar-se aos choques); em segundo lugar, a introdução do “gatilho salarial” eliminou a única referência nominal que permanecia no sistema; em terceiro lugar, o Cruzadinho (jul/86) e o Cruzado II (nov/86) confirmaram a possibilidade de choques de tarifas e impostos. Finalmente, introduziu-se o risco “dívida pública” (ou risco-calote) e o risco quanto ao rendimento real dos ativos financeiros (taxas de juros reais). Todos esses elementos colaboraram para a elevação dos *mark-ups* e para a aceleração inflacionária.

Quanto ao último elemento, cabe uma explicação adicional. Tornou-se comum aos planos um “expurgo”, no momento inicial, de parcela da correção monetária dos ativos (subindexação, tablitas etc). Isto significa uma transferência de renda real dos credores para os devedores. Como o grande devedor da economia é o Estado, isto representa uma redução no estoque de dívida pública (redução na riqueza dos carregadores de títulos), o que permite um alívio fiscal. Associado a este processo, a redução das taxas de inflação acaba por elevar a demanda de moeda e, ao permitir a remonetização, provoca mais queda na dívida pública.

25. Por exemplo: enquanto Dornelles na Fazenda defendia um ajuste ortodoxo, com profundos cortes nos dispêndios públicos, Sayad no Planejamento defendia a expansão da economia e a redução das taxas de juros como forma de resolver a questão fiscal, dado o suposto caráter financeiro do déficit público em seu diagnóstico.

Após o Plano Cruzado, seguiu-se uma política de juros baixos, mas esta não desembocou num processo de investimentos privados, pois este não foi acompanhado de um projeto mais amplo do governo, que permanecia sem condições financeiras para levá-lo adiante. A consequência foi uma “fuga” dos ativos financeiros, possibilitada pela sua alta liquidez, para ativos de risco e reais.²⁶ O processo especulativo com estoques e outros ativos reais que daí se originou gerou pressões de custos que facilitaram a retomada do processo inflacionário. Os demais planos buscaram evitar este ponto, mantendo taxas de juros reais elevadas pós-plano (vide Plano Bresser e Plano Verão). O objetivo era evitar a fuga dos ativos financeiros e as pressões de demanda.

O que se observa é que, após o primeiro plano, o período de sucesso foi decrescente. Passa-se pequenos períodos de taxas de inflação mais modestas, para rápidas acelerações.²⁷ Esta evidência pode ser explicada, por um lado, pela tentativa dos agentes de recompor rapidamente suas posições anteriores e aumentar a margem de segurança contra futuros planos e também da incerteza gerada no mercado financeiro. Essa incerteza assenta-se, em primeiro lugar, no “risco-calote”, ou seja, num novo plano que implique nova perda de riqueza. Assim, os agentes passam a exigir taxas de juros reais mais elevadas para carregar títulos públicos devido ao risco e, principalmente, para recuperar a perda anterior. Com isso, deteriora-se com mais rapidez a situação financeira do Estado. Por outro lado, a instabilidade e a aceleração inflacionária geram incertezas quanto à taxa real de juros efetiva no vencimento das aplicações. Cresce, assim, a exigência de taxas nominais mais elevadas para tentar garantir um retorno real. Tem-se ainda elevações no custo financeiro e no custo de oportunidade que levam ao aumento de preços. Verifica-se, desta forma, o processo da “financeirização dos preços”, ou seja, o comportamento da taxa de juros passa a ditar a dinâmica inflacionária.

26. Sobre a discussão de “fuga” ou não dos ativos financeiros e sobre o impacto da alta liquidez dos títulos no momento dos choques antiinflacionários ver CARVALHO (1991).

27. No Plano Cruzado, desconsiderando os expurgos no cálculo dos índices, a taxa de inflação permaneceu baixa entre fevereiro e novembro de 1986, após o que tem-se uma rápida aceleração, atingindo quase 30% a.m. em junho de 1987, quando é decretado o Plano Bresser, que teve um menor fôlego, para depois se acelerar e atingir a casa dos 40% a.m. às vésperas do Plano Verão e, finalmente, atingir 80% a.m. no final do governo Sarney. As taxas anuais foram de 65% em 1986, 415,8% em 1987, 1037,6% em 1988 e 1782,9% em 1989 (IGP-DI fim de período).

Todo esse processo é sancionado pela política monetária que está presa à liquidez dos títulos públicos e aos objetivos de fixar quer a taxa de juros reais quer o câmbio real. Nestas condições, a oferta de moeda é determinada endogenamente sancionando o aumento de preços. O único limite ao movimento ascendente dos *mark-ups* é a demanda que permaneceu a maior parte do tempo sobre controle.

O que buscamos salientar aqui é que o processo inflacionário brasileiro tem como um de seus principais determinantes uma incompatibilidade distributiva entre os diversos agentes econômicos, resultando na incerteza quanto ao comportamento de variáveis-chave para a formação de preços: câmbio, juros, impostos etc.. Nesse processo, o salário simplesmente corre atrás, sempre com defasagens, não sendo o elemento determinante. A idéia de inflação inercial não se sustenta num ambiente de conflito e incerteza que implica a eliminação da hipótese de *mark-ups* fixos.

IV - O PLANO REAL

O Plano Real é a tentativa mais completa já realizada no Brasil para combater a inflação com base em uma reforma monetária. Sua concepção insere-se dentro da inspiração inercialista, mas num contexto econômico bastante modificado e com o aprendizado do fracasso dos planos anteriores. Dividiu-se o combate inflacionário em três fases. A primeira tratou do “remendo fiscal” com o Fundo Social de Emergência (FSE) e o Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras (IPMF), que permitiriam um fôlego para o governo na adoção do plano. A segunda correspondeu ao período URV (Unidade Real de Valor), onde buscou-se uma indexação completa da economia, forçando o alinhamento de todos os preços relativos. Promoveu-se uma “hiperinflação” na moeda velha (ruim) o cruzeiro real -, perdendo esta a sua função de unidade de conta, com todos os preços passando a serem cotados em URV. O cruzeiro real manteve-se apenas enquanto meio de troca. Uma vez realizado este processo, entrou-se na terceira fase, que foi a transformação da URV em moeda, com a introdução do REAL.

As principais diferenças do Plano Real em relação aos anteriores foio contexto no qual ele foi introduzido. Em primeiro lugar, o processo de abertura econômica, iniciado no Governo Collor num quadro de recessão econômica, como foram os anos de 1991/92, teve fortes impactos sobre a lógica de

formação de preços na economia, tanto no que diz respeito à capacidade de os empresários repassarem choques para preços, como no poder dos sindicatos em suas pretensões salariais. Esta ameaça levou a novas formas de organizações explicitadas nas câmaras setoriais, cujo auge foi o acordo automobilístico. Em segundo lugar, tem-se a renegociação da dívida externa e as transformações no sistema financeiro internacional, que permitiram a volta do país ao fluxo voluntário de recursos externos, levando a um acúmulo de reservas da ordem de US\$ 40 bilhões no momento da reforma monetária.

A folga cambial e a abertura comercial viabilizaram a rápida queda da inflação logo após o plano. A possibilidade de importação forçou os preços internos a se acomodarem aos internacionais. É interessante observar que a política cambial serviu para aprofundar esta ancoragem dos preços. Ao contrário da Argentina, que fixou uma taxa de câmbio nominal de 1 peso = 1 US\$, no Brasil não se fixou a paridade, deixando o câmbio flutuar.

Todos os países que fixaram a taxa de câmbio para a estabilização sofreram uma valorização cambial devido à inflação residual não repassada ao câmbio. No Brasil, o problema foi mais grave, pois se permitiu uma valorização da taxa de câmbio nominal, isto é, não apenas o câmbio se valorizou pela inflação residual, mas pela própria queda na taxa de câmbio nominal, que passou de R\$ 0,931/US\$ em jul/94 para R\$ 0,842/US\$ em nov/94. Neste contexto, com valorização cambial, abertura comercial e volume significativo de reservas, criou-se uma camisa de força para os preços internos.

Esta estratégia de estabilização é bastante eficiente para os chamados bens *tradables*, principalmente os produtos industriais. Porém, no caso dos chamados *non-tradables*, é totalmente ineficaz. O principal exemplo deste segmento é o setor serviços: aluguel, mensalidades escolares, alimentação fora de casa, médicos etc. mercadorias que não se pode importar. Assim, esses preços podem continuar a flutuar.

A queda da inflação é acompanhada por um aumento da demanda. Em primeiro lugar, pelo aumento do poder aquisitivo das classes de baixa renda, que não encontravam proteção perfeita do sistema financeiro para a manutenção do valor dos salários. Este ganho de renda, decorrente do fato de deixarem de pagar o chamado "imposto inflacionário", se traduz em pressão sobre a demanda. Em segundo lugar, a queda da inflação e sua estabilidade permitem recompor os mecanismos de crédito na economia. Ao diminuir a

incerteza quanto à inflação futura, os concedentes podem prever uma taxa nominal de juros compensatória com razoável grau de certeza e oferecer recursos com uma taxa nominal de juros fixa aos consumidores, isto é, prestações fixas. Do lado do consumidor, este se sente atraído a tomar empréstimos (apesar da taxa de juros elevadas) por vários motivos: demanda reprimida nos anos anteriores, previsibilidade da renda futura e da participação da prestação na renda e, mesmo, ilusão monetária (queda da taxa nominal de juros e não a real), que leva, inclusive, a um processo de “despoupança”

Neste quadro, observa-se uma explosão do consumo, apesar da política governamental de manter os juros reais elevados e tentar estimular a poupança, com alguns importantes impactos. Em primeiro lugar, pressionase o preço dos *non-tradables* que não se consegue ancorar. Com isso, pode-se observar, pelo desmembramento dos índices de preço ao consumidor, que os preços do setor serviços cresceram muito acima dos produtos industriais. Em segundo lugar, o crescimento econômico aumenta o emprego, com impactos sobre o salário real, estimulando-se ainda mais a demanda. Em terceiro lugar, como a capacidade produtiva no curto prazo é dada e como as importações crescem com o aumento da renda, geram-se pressões sobre o setor externo (balança comercial) para suprir a demanda interna aquecida.

A valorização cambial e a demanda aquecida em um contexto de abertura comercial levaram ao aparecimento, nos últimos meses do ano de 1994, de déficits na balança comercial, que se perpetuaram e se agravaram ao longo do ano de 1995. A existência de déficits externos não é tão grave no curto prazo enquanto existem reservas abundantes e entrada de capitais para financiá-los. O problema, neste ponto, é que vai se acumulando dívida externa para financiar excesso de consumo, sem que se vislumbrem alterações que possam gerar capacidade de pagamento futuro. Além disso, a maior parte do capital que ingressou no país é de curto prazo e poderia, a qualquer instante, dada a incerteza em relação ao câmbio ou queda na taxa de juros interna, refluir.

A dramaticidade da situação se mostrou com a crise mexicana, onde a expectativa de uma desvalorização cambial levou a uma grande fuga de recursos, fazendo com que a desvalorização se consumasse. Com isso, o início do ano foi marcado por uma mudança de prioridade do governo, que buscou, em primeiro lugar, evitar a crise cambial, mas sem perder o controle da inflação,

Neste sentido, iniciou-se uma série de medidas de contenção da demanda interna, principalmente com restrições ao crédito e também uma gradual alteração na política cambial, com o alargamento das bandas de flutuações e desvalorizações mais freqüentes do câmbio. Além disso, foi utilizado o expediente dos adiantamentos do contratos de câmbio que, com juros elevados, estimulava os exportadores, e também houve um retrocesso no processo de abertura comercial com a elevação de tarifas de uma série de produtos, com destaque para os automóveis, sendo introduzido, inclusive, o regime de cotas. Neste ponto é interessante observar o erro do governo, que pré-anunciou a elevação tarifária, levando a uma compra maciça de carros importados para se antecipar à medida.

Um aspecto que merece destaque e que dificulta ainda mais a reversão do saldo externo é que hoje o produto importado está muito mais enraizado na vida dos brasileiros do que, por exemplo, no ajuste dos anos 80. Foi criado todo um sistema de distribuição interno, além de os importadores contarem com generosas linhas de financiamento do produtor no exterior, o que é uma importante fonte de concorrência contra os produtores domésticos. Com isso, e acrescida a valorização do real, a redução no nível de atividade para reverter o saldo externo deverá ser muito mais acentuada do que poderia ter sido no início do plano.

As políticas fiscal e monetária também mostraram-se confusas nos primeiros meses. A necessidade de manutenção das taxas de juros elevadas mostrou-se ineficaz para conter o endividamento e a demanda. Um ponto interessante é que, como o maior devedor da economia é o Estado, elevações nas taxas de juros aumentam a remuneração (renda) dos detentores de títulos públicos, permitindo aumentar o consumo deteriorando, ainda, a situação fiscal.

O crescimento econômico se deu, em grande parte, sobre o endividamento e recuperação de renda de determinados segmentos, que possibilitaram uma “bolha de consumo”. As medidas contracionistas do governo, caracterizadas principalmente pelas restrições ao crédito, começaram a surtir efeito no segundo trimestre de 1995, uma vez que as empresas produziram muito no primeiro trimestre para repor os estoques, devido ao elevado volume de vendas do final de 1994. As conseqüências um acúmulo de estoques e um grande crescimento no índice de inadimplência, uma vez que as pessoas começaram a ver uma maior parcela de suas rendas comprometida com os gastos em serviços, e os juros altos, em um momento em que o

refinanciamento começou a se tornar mais difícil. Esta elevada inadimplência e os altos custos de manutenção dos estoques que começam a se tornar invendáveis tendem a acentuar o processo de falências na economia. Com o alto grau de endividamento dos agentes, a crise tende a ser mais acentuada.

Um outro ponto que merece ser analisado é a questão das reformas estruturais e do ajuste fiscal do setor público. Conforme destacado, o sucesso destas estratégias de estabilização depende de se impedir o aparecimento de novos choques na economia e de se criar condições de condução da política econômica que permitam dissipar os choques, ou seja, evitar que estes se propaguem.

A consolidação do processo de estabilização está na dependência de um reequacionamento das condições de oferta da economia. Esta está sujeita à diminuição do grau de incerteza, o que permitiria a volta da normalidade das regras de formação de preços na economia e de uma melhor previsibilidade sobre as condições futuras, possibilitando a retomada do investimento produtivo. Para tanto, faz-se necessária uma série de reformas estruturais na economia: reforma tributária, reforma previdenciária, regulamentação sobre a empresa estrangeira, reformulação dos portos, recuperação da infraestrutura e criação de linhas de financiamento adequadas em termos de prazos e custos para as empresas.

O sucesso inicial no que diz respeito à estabilização deveria ser usado para se acelerar tais reformas de modo a consolidá-las. A vitória de Fernando Henrique Cardoso e a ampla base parlamentar formada sugeriam esta possibilidade. Após um ano de Plano Real pode-se dizer que, apesar do sucesso inicial, muito resta a ser feito, e que não se pode ter por garantida a consolidação do processo.

Entre as principais dificuldades, está a questão do ajuste fiscal, pois persiste o conflito entre quem vai pagar a conta. Uma outra dificuldade refere-se à questão do financiamento. Estes obstáculos mantêm o quadro de incerteza em relação ao juros, condições futuras de mercado e, dado o desequilíbrio externo, em relação ao próprio câmbio e à sustentabilidade do processo de abertura, que, por enquanto, têm servido para evitar que a incerteza reinante se materialize em volta do processo inflacionário.

A estratégia para manter a estabilização foi passar da âncora cambial para a âncora salarial, sustentada em elevadas taxas de desemprego. Assim, repetindo a história brasileira, a forma encontrada de superação das crises

econômicas continua a ser a concentração de renda que permita potencializar a acumulação de capital. A grande dificuldade do momento é como fazer a acomodação, dentro da elite. A principal questão que se coloca diz respeito a quem vai abrir mão dos benefícios do orçamento público de modo a permitir o equacionamento das contas públicas. Enquanto esta não for resolvida, manter-se-á o clima de incerteza com riscos de volta ao quadro anterior.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARIDA, P. & RESENDE, A. L. Recessão e taxa de juros: o Brasil nos primórdios da década de 80. *Revista de Economia Política*, v. 5, n. 4, 1985.
- ARONOVICH, Selmo. *Inflação, crescimento e decisões empresariais: uma abordagem neo-estruturalista para a economia brasileira*. Rio de Janeiro, 15^o Prêmio BNDES de Economia, 1991.
- BACHA, Edmar. Moeda, inércia e conflito: reflexões sobre políticas de estabilização no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 18, n. 1, p. 1-18, abr. 1988.
- *Análise macroeconômica: um texto intermediário*. Série PNPE-6, Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1982.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. A aceleração da inflação inercial. In: REGO, José Márcio (org.) *Aceleração recente da inflação: a teoria da inflação inercial reexaminada*. São Paulo: Bial, 1989.
- CARDOSO, Eliana. Oferta de alimentos e inflação. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro: IPEA, v. 10, n. 1, p. 45-70, abr. 1980.
- CARVALHO, C. E. *Liquidez e choques antiinflacionários*, São Paulo: IESP/FUNDAP, 1991. (mimeo)
- CAVALCANTI, C. B. *Transferência de recursos ao exterior e substituição de dívida externa por dívida interna*. Rio de Janeiro: BNDES, 12^o Prêmio BNDES de Economia, 1988.
- CRUZ, P. D. *Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos setenta*. São Paulo: Brasiliense, 1984.
- FIORI, J. L. Sonhos prussianos, crises brasileiras. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, ano 11, n. 1, 1990.
- *Para uma economia política do estado brasileiro*. Texto discussão 11, IESP/FUNDAP, 1993.
- FRENKEL, Roberto. Decisiones de precios en alta inflación. *Estudios Cedes*, Buenos Aires, v. 2, n. 3, 1979.

- Salários e inflação na América Latina - resultados de pesquisas recentes na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e Costa Rica. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro: IPEA, v. 15, n. 1, p. 12-60, abril 1986.
- KANDIR, Antônio, *A dinâmica da inflação: uma análise das relações entre inflação, fragilidade financeira do setor público, expectativas e margens de lucro*. São Paulo: Nobel, 1989.
- KEYNES, John M. *A teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro*. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (série "Os Economistas").
- KNIGHT, Frank *Risk, uncertainty and profit*. Boston and New York: Houghton Mifflin Co., 1921.
- LOPES, Francisco. Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. *Revista de Economia Política*, v. 5, n. 2, abril-junho 1985.
- MODIANO, Eduardo. *Inflação: inércia e conflito*. Rio de Janeiro: Campus, 1988.
- PAULANI, L. et alii *O heterodoxo e o pós-moderno: o cruzado em conflito*. São Paulo: Paz e Terra, 1987.
- PEREIRA, Edgard Antônio & ROMANO, Ricardo. O Plano Cruzado e a inflação brasileira. *ANAIS da ANPEC*. Belo Horizonte, dezembro de 1988.
- RESENDE, André Lara. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. *Revista de Economia Política*, v. 5, n. 2, abril-junho 1985.
- ROBINSON, Joan *Ensaio sobre a teoria do crescimento econômico*. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (série "Os Economistas")
- SILVA, A. M. *Intermediação Financeira no Brasil*, s/d. (mimeo).
- SIMONSEN, Mario Henrique & DORNBUSCH, Rudiger. Estabilização da inflação com o apoio de políticas de rendas - um exame da experiência na Argentina, Brasil e Israel. *Revista Brasileira de Economia*, v. 41, n. 1, jan.-mar. 1987.
- TAVARES, M. C. O sistema financeiro e o ciclo de expansão recente. In: BELLUZZO, L. G. M. e COUTINHO, R. (orgs.), *Desenvolvimento capitalista no Brasil - v. 2*. São Paulo: Brasiliense, 1983.
- A retomada da hegemonia norte-americana. *Revista de Economia Política*, v. 5, n. 2, 1985.
- TONETO Jr., R. *Estado, bancos e acumulação financeira no Brasil: 1964/1984*. Dissertação de Mestrado, São Paulo: IPE/FEA/USP, 1992.

Uma versão preliminar deste trabalho foi apresentada no Programa de Seminários Acadêmicos do IPE/FEA/USP em jun/94. Os autores agradecem os comentários dos professores e colegas Flávio A. M. de Saes, Guilherme Dias, Paulo de Tarso Soares, Amaury Gremaud, Paulo Furquim e Sérgio Ishikawa, além dos pareceristas, ficando os erros sob inteira responsabilidade dos autores.