

A INFLAÇÃO NO BRASIL

INPES/IPEA

Julho de 1977

I - INTRODUÇÃO

O agravamento do processo inflacionário a partir de 1974 - após um período de taxas decrescentes e em que o fenômeno foi considerado sob controle do governo - serviu para lembrar aos políticos e técnicos o seu caráter recorrente no Brasil. Na verdade há uma grande preocupação, não com a mera existência de inflação per si, mas sim com as suas causas, as possíveis divergências entre o receituário disponível e o mais adequado, e os custos envolvidos na cura ou abrandamento da pressão inflacionária.

Se a ocorrência do fenômeno-inflação fosse isolada e independente de outras variáveis cruciais, o seu controle dependeria basicamente de certas medidas profiláticas. Infelizmente, a inflação, ou mais precisamente mudanças na taxa de inflação, afeta e é afetada por variáveis reais, surgindo daí dilemas políticos do tipo "inflação-versus-crescimento-da-renda" e "inflação-versus-distribuição-da-renda". A irresistível tentação de rotular governos como "responsáveis" ou "irresponsáveis", pela aparente habilidade demonstrada em controlar a inflação ou atender metas políticas isoladas, deve ser abandonada em favor da posição mais realista e madura de que as injunções políticas, os custos sociais de medidas econômicas, e a ocorrência de fatos imprevistos fazem com que as metas de controle da inflação, crescimento econômico, e balanço de pagamentos se alternem hierarquicamente na prioridade do governo.

A inflação brasileira tem sido exaustivamente analisada sob enfoques distintos e geralmente antagônicos por "monetaristas", "keynesianos", e "estruturalistas". Este estudo não pretende ser "mais um" a engrossar as fileiras de qualquer uma das correntes de pensamento. Não obstante a longa vivência da economia brasileira com a inflação, infelizmente inexitem ou são desconhecidos traba-

lhos com uma abordagem não filiada ou enviesada em favor de uma das três correntes citadas.

Apesar do fascínio do tema e do calor das discussões a verdade é que muito pouco tem sido oferecido em termos de medidas econômicas objetivas e não dogmáticas para o controle da inflação no Brasil. Este argumento se aplica com bastante propriedade aos momentos mais recentes quando inclusive surgiram suspeitas de que o surto inflacionário passou a assumir causas e características distintas do passado.

O presente trabalho está mais inclinado para a política econômica do que para o mundo acadêmico. Vale dizer, ele pretende identificar as principais causas da inflação após 1964 e, com base em evidências empíricas, ambiciona apontar os instrumentos políticos mais indicados para o controle da inflação. O fato do trabalho ter sido redigido por um grupo com algumas divergências acadêmicas serviu para manter a sua orientação equidistante de posições extremas, o tanto quanto possível.

A Seção II traça uma série de comentários sobre as correntes de opinião sobre as causas e efeitos da inflação brasileira. A Seção III faz uma abordagem empírica para o período 1964-1975. Uma discussão sobre a chamada "inflação corretiva" e os ajustes setoriais é apresentada na Seção IV. Os efeitos da política de combate à inflação são examinados na Seção V, onde são tratados diversos aspectos importantes: o dilema entre inflação e crescimento econômico, a viabilidade do "fine tuning" da política monetária, a distribuição de renda e outros. A eficácia de uma série de medidas para o combate à inflação é examinada na seção seguinte. A correção monetária, o congelamento e controle de preços, a política do Conselho Interministerial de Preços, o controle do crédito, as minidesvalorizações cambiais e a política salarial são alguns dos instrumentos cujo papel é analisado. Com base nos resultados

empíricos e nas evidências, a Seção VI analisa a inflação em 1976, e apresenta simulações para 1977.

Finalmente, a última seção trata da orientação e da implantação de medidas para o controle da inflação a curto e a médio e longo prazo.

II - EFEITOS E CAUSAS DA INFLAÇÃO

A tipologia e intensidade dos efeitos da inflação variam entre países e no tempo. Uma economia já viciada de longa data por um processo inflacionário agudo, digamos com taxas acima de 20%, reage de uma forma distinta do que uma economia acostumada com estabilidade de preços ou com uma leve inflação. No primeiro caso, indivíduos e instituições tendem a desenvolver mecanismos tais que minimizam os efeitos mais nocivos da inflação. No segundo caso, a capacidade de reação e antecipação ao crescimento dos preços é mais tênue, quando existente. A adaptação de um ambiente com preços relativamente estáveis, para outro inflacionário, não é instantânea e isenta de perdas. Entretanto após a economia ter se adaptado ao crescimento sistemático nos preços, a inflação estável não gera outros efeitos além dos já ocorridos.

Depois que o processo inflacionário se estabelece em bases permanentes, a inflação só terá novos efeitos na economia à medida que a sua taxa se alterar. Ou seja, é a mudança das taxas de inflação per si, que tem efeitos na economia. Esta linha de raciocínio é mais adequada para analisar a experiência inflacionária de países como o Brasil, sem perda de generalidade para a compreensão dos surtos inflacionários de outros países.

Enquanto as opiniões sobre as causas e métodos de cura de inflação são variadas e polêmicas, o debate é menos acerbado quanto às suas conseqüências. As conseqüências mais sérias da

inflação podem ser divididas em quatro grupos para fins expositivos:

- a) na distribuição da riqueza e da renda,
- b) no crescimento econômico,
- c) na alocação de fatores e na acumulação de capital,
- d) na substituição de ativos monetários por fatores de produção.

Na discussão dos efeitos redistributivos da inflação é importante distinguir a capacidade de previsão e de defesa de cada grupo ou setor da economia. Em geral a literatura restringe a discussão dos efeitos redistributivos à habilidade de formar expectativas inflacionárias perfeitas. Aquela grupo ou setor que fizesse as melhores previsões da inflação teria garantido a seu favor a redistribuição de renda e riqueza. Infelizmente este raciocínio é incompleto pois ignora o diferente poder de reação de cada grupo. Algumas pessoas podem ter expectativas tão acuradas ou mais perfeitas que outras, e mesmo assim se não tiverem condições de garantir os reajustes necessários na sua remuneração ou nos preços de seus bens e produtos, terão que contemplar passivamente a redistribuição de renda a favor de outros grupos mais fortes, política ou economicamente.

A redistribuição de renda e riqueza em decorrência da inflação ocorre de formas distintas dentro do setor privado da economia e entre o setor privado e o governo. Dentro do setor privado, a redistribuição se processa por dois canais, na maioria das vezes simultâneos: através de retardos desiguais nos reajustes de salários e lucros, e através das relações e disputas entre credores e devedores. O primeiro canal está associado à chamada "inflação de demanda", e diz que os preços tendem a crescer mais rápido e na frente dos salários, de tal forma que os salários reais decrescem

e os lucros reais aumentam com uma inflação crescente. Este processo de redistribuição de renda é justificado, sem evidências convincentes, como uma forma forçada de elevar a taxa de poupança e conseqüentemente a taxa de crescimento do produto real.

Ainda dentro do mesmo tema, um processo inflacionário insustentável pode modificar a composição da estrutura produtiva da economia e a distribuição de renda entre empresas. Se os salários ajustam-se com retardo à inflação, os setores e empresas com maior intensidade do fator trabalho são favorecidos relativamente àqueles setores e empresas intensivos em capital.

As evidências para o caso brasileiro comprovam a ocorrência de alguns destes canais de redistribuição de renda. Em primeiro lugar, o salário mínimo real tem variado em direção oposta à da taxa de inflação. À medida que o processo inflacionário tornou-se mais agudo, os sucessivos governos adotaram a política de reajustes sempre inferiores à inflação para amortecer as pressões de custos, e esta política é visível antes mesmo de 1964. Note-se que a rigor o reajuste do salário mínimo deveria compensar a perda real sofrida, acrescido do aumento de produtividade geral da mão-de-obra. No triênio 1955/57, o salário mínimo médio real era de Cr\$ 1.250,00; caindo para Cr\$ 1.066,00, no triênio 1958/60; para Cr\$ 983,00 em 1961/63; para Cr\$ 825,00 em 1964/66; até o seu valor mais baixo de Cr\$ 776,00 em 1967/68. A partir daí o salário real inicia uma lenta ascensão atingindo Cr\$ 780,00 em 1970/72; Cr\$ 792,00 em 1973/75 e Cr\$ 800,00 em 1976.¹ Tal comportamento é o inverso daquele observado na taxa de inflação. Considerando-se que aproxi

¹Em 1977, o salário mínimo foi reajustado em 44% ao mesmo tempo em que o governo prometeu o abono de um salário adicional a ser remunerado pelos rendimentos do PIS/PASEP, aqueles com renda mensal até 5 salários mínimos. Com este salário adicional (14%) o aumento efetivo é de 57%.

madamente 40% dos trabalhadores urbanos e 76% dos rurais recebem até um salário mínimo, cada alteração do salário mínimo influi na fixação das remunerações de uma ampla proporção da força de trabalho. É certo que a evidência de que o salário real e a inflação estão inversamente associadas é muito mais um fruto de medidas políticas deliberadas para reduzir os custos de produtos via achatamento do salário real e/ou de controle da inflação, do que de um mecanismo econômico ditado pelo mercado. Ainda assim, tal mecanismo de redistribuição de renda não deve ser ignorado, e é de se esperar que permaneça atuante. A decisão do governo de distribuir um 14º salário a partir de 1977 constitui um esforço de melhorar a remuneração real dos trabalhadores de baixa renda, sem que haja pressões adicionais nos custos de produção uma vez que os recursos são financiados pelo PIS/PASEP. Ainda assim a eventual melhoria é do tipo "uma-vez-por-todas", e para que o salário real atinja níveis mais elevados seria necessário manter reajustes acima da inflação, ou estabelecer um 15º, um 16º salário, e assim por diante. É fácil concluir que a única solução viável é o esquema de reajustes acima da inflação.

Quanto aos efeitos da inflação na composição da produção e redistribuição das rendas entre empresas e setores, o exame é mais complexo. O mecanismo de redistribuição deriva em parte da relação inversa entre salário real e a inflação, discutida acima. Por extensão, os setores produtivos e empresas mais intensivos em trabalho deveriam beneficiar-se com a inflação, relativamente aos setores e empresas intensivos em capital. A lucratividade daqueles setores e empresas intensivos em trabalho deve aumentar uma vez que parte considerável do custo total, sob a forma de salários e encargos, está sendo sub-remunerada em termos reais. Por outro lado os setores e empresas com processos intensivos em capital também

se beneficiam com a queda nos gastos com o fator trabalho, mas em menor proporção.

O exame da taxa de rentabilidade, medida pela relação entre lucros totais e o ativo total de vários ramos de atividade sabidamente com intensidade distinta no emprego de fatores parece confirmar a validade da argumentação acima na experiência brasileira. De um modo geral a correlação entre a taxa de retorno e a inflação mostrou-se negativa nos setores intensivos em capital não sujeitos a preços administrados, e positiva e significativa naqueles setores mais intensivos em trabalho, como a Indústria Têxtil e Comércio.¹ A intensidade de utilização do capital e novos investimentos em cada setor respondem ao retorno internalizado pelos fatores principalmente capital alocados dentro do setor. Conseqüentemente, um processo inflacionário tem efeitos não neutros e discriminatórios nos estímulos econômicos recebidos por cada setor. É natural, portanto, que após um prolongado período de taxas crescentes de inflação, a alocação de recursos entre os setores esteja distorcida, e a sua correção exige um reajuste na economia, o que pode exigir modificações nos preços relativos. Este fenômeno é a origem da chamada "inflação corretiva" a ser discutida mais adiante.

Outro canal de distribuição da renda opera através das relações e arranjos institucionais entre credores e devedores. Em geral as taxas nominais de juros reagem com retardo à mudanças na taxa de inflação. Dessa forma, devedores são beneficiados em detrimento dos credores, sempre que o processo inflacionário se intensifica. Quanto mais devedora for a empresa (ou mesmo o indivíduo) mais se beneficia com a inflação. Infelizmente, o exame das posi-

¹Para uma descrição mais completa, veja Claudio R. Contador, "Inflação e o Mercado de Ações no Brasil: Teste de Algumas Hipóteses", Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 3, dezembro de 1973, pp. 913-936.

ções de débito e crédito de empresas, agregados por ramos de atividade, não permite uma conclusão definitiva para o caso brasileiro,¹ e o mecanismo de redistribuição de renda, via este canal dependeria de condições específicas de cada empresa, tais como a sua capacidade de barganha, o acesso a crédito institucional, a existência de subsídio ou proteção, etc.

Processos inflacionários, mesmo aqueles estáveis, provocam perdas no sistema produtivo com a má alocação e desvio de recursos e fatores. Durante períodos inflacionários, o funcionamento do sistema de mercado é distorcido pela diferença na rapidez de ajuste dos preços entre os setores da economia. No afã de amortecer os sistemas, os governos são propensos a lançar mão de tabelamentos de preços, etc., tendendo a ampliar ainda mais as distorções. Preços relativos são, temporário ou permanentemente distorcidos gerando por um lado incentivos excessivos em alguns setores, e por outro lado, desestímulo em outros setores. A composição do produto agregado é afetada enquanto perdurar os retardos nos ajustes ou até que o governo é convencido que os preços relativos devem ser corrigidos. Quando isto acontece, o processo inflacionário tende a sofrer um novo ímpeto, desta vez corretivo. É a chamada "inflação corretiva". A experiência brasileira nas últimas décadas mostra que a inflação corretiva torna-se um mal necessário, após um certo período de manipulações excessivas e inadequadas de preços, estabelecimentos de quotas, taxas de câmbio fixas, etc. Isto não significa entretanto que os esquemas de controle de preços devam ser abolidos. Significa apenas que o controle deve ser dosado segundo as formas de mercado. Nos mercados onde prevalece maior

¹Para uma descrição mais completa, veja Claudio R. Contador, "Inflação e o Mercado de Ações no Brasil: Teste de Algumas Hipóteses", Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 3, dezembro de 1973, pp. 913-936.

concorrência como no caso da produção agrícola, os controles de preços máximos devem ser mais tênues ou podem ser completamente abolidos.¹ Por outro lado, naqueles mercados e setores dominados por poucas empresas ou onde a concorrência é menos manifesta, aceita-se que os controles sobre preços e estratégias de comercialização sejam mais intensos.

A experiência latino-americana, e em particular a brasileira, sugere que a inflação tem possíveis efeitos no crescimento do produto. Os efeitos da inflação no crescimento do produto real operariam por dois canais: um na taxa de adoção de inovações, e outro nos mercados de capital e do crédito. Se o processo inflacionário atinge taxas razoáveis, digamos acima de 30-40%, e principalmente se as taxas são instáveis, os consumidores e produtores são atingidos pelas dificuldades e riscos envolvidos na formação das expectativas sobre preços relativos no futuro. Nestas condições, a decisão de introduzir uma inovação que reduza os custos de produção, digamos em 5%, não tem o mesmo apelo quando a inflação é muito elevada ou a sua instabilidade é tal que pode anular completamente a redução nos custos. Se esta atitude de indiferença é suficientemente generalizada, a consequência óbvia é de que a taxa de avanço técnico reduz-se, e com ela, a taxa de crescimento do produto. Para um certo intervalo de tempo, a contribuição do progresso técnico para o crescimento econômico pode ser pequeno, mas as perdas acumuladas decorrentes dos sucessivos adiamentos podem ser substanciais após algumas décadas.

¹Pode ser mesmo recomendável um controle dos preços mínimos recebidos pelo produtor, nos moldes da política executada pela Comissão de Financiamento de Produção, Instituto Brasileiro do Café, CEPLAC, etc. Neste caso, o controle deve ser exercido na atuação dos intermediários.

A inflação também atinge o crescimento econômico através do mercado de capitais e de crédito. Existem fortes razões para crer que a oferta agregada de poupanças privadas seja relativamente elástica às taxas reais de juros negativas ou próximas a zero, e que a elasticidade diminua rapidamente tornando-se até mesmo nula a taxas reais positivas. Taxas reais de juros negativas são uma característica dos processos inflacionários mais intensos, e em tais condições é natural que os indivíduos percam o interesse em formar poupanças voluntárias. Afinal, para que sacrificar o consumo presente se o ganho no consumo futuro será inferior ao atual sacrificado? Para muitos a inflação tem sido vista como uma forma de elevar a chamada poupança "forçada", e se tal for o caso os efeitos da inflação sobre o nível da formação do capital seria incerta. Contudo é de se esperar que a composição da poupança seja severamente atingida. É fato inconteste que a inflação distorce a alocação das poupanças dos indivíduos e empresas a favor de formação de estoques especulativos, acumulação de bens imóveis, e de moeda estrangeira. Embora possa ser elevada sob o ponto privado, a produtividade marginal social destas aplicações - que nada ou pouco agregam à capacidade produtiva ou à produção real da economia - é claramente inferior a outras alternativas existentes.

A alocação do crédito entre curto e longo prazos é distorcida pela inflação. As taxas de juros sofrem a imposição de controles da política monetária e/ou uma rigidez institucional, de tal forma que as taxas de juros a longo prazo não refletem níveis normais de expectativas de inflação. Assim, a taxa de juros a longo prazo é estabelecida a um nível inferior ao que seria ditado pela estrutura de taxas que incorporasse a inflação. Existem evidências de que uma inflação crescente tende a retrair os recursos destina-

dos a crédito a longo prazo.¹ Inicialmente, estes recursos, antes devotados a longo prazo, passam a engrossar a oferta de crédito a curto prazo que parece aumentar nos estágios iniciais do processo. Assim, a oferta de recursos para capital de giro e para o consumo de duráveis é beneficiada nestes estágios iniciais em detrimento dos recursos destinados a investimentos fixos. Contudo, com o tempo, a oferta agregada de crédito em termos reais tanto para operações de curto como de longo prazo reduz-se. A implantação do esquema de correção monetária no Brasil - uma medida que será abordada mais adiante - logrou algum sucesso em reverter este mecanismo, embora os recursos de instituições governamentais ofertados diretamente ou repassados a outras instituições privadas tenham sido os principais responsáveis pelo restabelecimento do incipiente mercado de crédito a longo prazo no Brasil.

Sem dúvida, se o governo não tivesse complementado e/ou reorientado a poupança privada, o processo inflacionário crônico teria imposto uma queda na taxa de crescimento econômico. Este fenômeno é pouco visível no Brasil atual dada a participação do governo na formação bruta de capital, tanto sob a forma de investimentos diretos como de empresas governamentais. Segundo estimativas, o governo teria sido responsável por mais de 60% do investimento fixo em 1969², e é de se esperar que a sua contribuição não tenha caído desde então. Se incluirmos aquela parcela de investimento resultante de estímulos via incentivos fiscais, a participação do setor público agregado deve atingir a mais de 70% da formação bruta do capital. Portanto, dada a participação do governo, a formação

¹Cláudio R. Contador, "Efectos de la Indización en el Mercado de Capitales del Brasil"; em La Corrección Monetaria: Cuatro Estudios, cuadernos del INPES, nº 24, 1976; e "Correção Monetária e Crédito no Brasil", Conjuntura Econômica, vol. 29, novembro de 1975, pp. 96-101.

²Werner Baer, Isaac Kerstenetzky e Annibal V. Villela, "As Modificações no Papel do Estado na Economia Brasileira", Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 3, dezembro de 1973, pp. 883-912.

do capital como um todo no Brasil é pouco sensível às decisões de poupança e investimento do setor privado. Conseqüentemente, os efeitos da inflação sobre o nível e composição dos investimentos fixos podem ser considerados modestos.

Ainda que a inflação não afete o crescimento econômico via a formação de capital, ela poderia ter uma influência transitória sobre a taxa de crescimento do produto real. Pressões na demanda agregada tem efeitos no crescimento dos preços e, dependendo da capacidade ociosa existente, na renda real da economia. Inflação e crescimento econômico estariam então ligados diretamente em ambas as direções.

Da mesma forma que o estímulo à demanda agregada tende a desenvolver pressões inflacionárias, o combate à inflação tem efeitos não neutros no crescimento econômico. Este é o âmago das crises de estabilização, e é importante quantificar os benefícios e os sacrifícios em termos de crescimento econômico decorrentes do interesse político em elevar ou reduzir a taxa de inflação para um determinado nível.

Este problema é normalmente examinado com a chamada "curva de Phillips", que na versão mais recente salienta a existência de uma relação entre a taxa de inflação e o crescimento econômico ou a capacidade ociosa da economia. A existência do dualismo no mercado do trabalho e do emprego informal - características menos visíveis ou inexistentes nas outras economias ocidentais - dificulta a quantificação do que seria o "desemprego" no Brasil, e por isso é mais conveniente associar inflação à capacidade ociosa de todos os fatores.

Um grande número de estudos realizados por diferentes autores levam a crer que o conflito entre o combate à inflação e o crescimento econômico quando muito é fenômeno de curto prazo, enquanto determinadas condições não são satisfeitas. A longo prazo,

o crescimento econômico independe do processo inflacionário, e a economia brasileira não seria uma exceção a esta norma. Um trabalho recente¹ encontrou uma associação estável e significativa entre a capacidade ociosa - medida pela diferença entre o produto efetivo e o potencial - e a taxa de inflação não-antecipada. Duas regressões foram estimadas: uma com o Produto Interno Bruto, para a economia como um todo;

$$Y^* - Y = 0,091 - 0,2124 \left(\frac{\Delta P}{P} - \pi \right) - 0,0539 D \quad (1)$$

(10,12) (-3,51) (-2,22)

$$R^2 = 0,42$$

$$DW = 0,66$$

e outra para a Indústria de Transformação:

$$Y^* - Y = 0,1724 - 0,2803 \left(\frac{\Delta P}{P} - \pi \right) - 0,1374 D \quad (2)$$

(17,09) (-4,13) (-5,05)

$$D^2 = 0,64$$

$$DW = 1,00$$

onde Y^* e Y correspondem ao produto potencial e o efetivo, expressos em logaritmos, respectivamente; $\Delta P/P$, a taxa de inflação medida pelo índice geral de preços; π , a expectativa de inflação, e D uma variável dicotômica com valor 1 para o período 1969-74. O objetivo da variável dicotômica seria capturar os efeitos da política do controle de preços e dos "efeitos-anúncio" fartamente empregados neste período. Os dados são anuais e cobrem o período 1947-1975. Todos os coeficientes são significantes ao nível de 5%, pelo menos, e os números entre parênteses mostram os valores do "t" de "student".

¹Contador, "Crescimento Econômico e o Combate à Inflação", Revista Brasileira de Economia, vol. 31, jan./março de 1977, pp.131-167.

Na média, as estimativas apontam que o "trade-off" entre a inflação não-antecipada e a capacidade ociosa é maior na Indústria do que na economia como um todo: para cada 1% de inflação não-antecipada, a capacidade ociosa diminui em 2% na economia e em 3% na Indústria. Este resultado era esperado pois existem razões para acreditarmos que o "trade-off" seja mais elástico na Indústria ou em qualquer setor isolado de atividade, do que no agregado da economia. Para a economia como um todo, a oferta de fatores de produção é dada, enquanto para um setor isolado - tal como a Indústria - a oferta é mais elástica, uma vez que existe mais mobilidade para atrair e dispensar os fatores. Conseqüentemente uma redução na capacidade ociosa da economia como um todo exige taxas muito mais elevadas de inflação não-antecipada do que o mesmo percentual de redução na capacidade ociosa de um setor isolado.

Ambas equações nos mostram que pressões inflacionárias não-antecipadas provocam quedas momentâneas na capacidade ociosa e conseqüentemente um aumento temporário no crescimento econômico. Por exemplo, uma inflação efetiva maior em 10% do que aquela esperada pelos indivíduos e empresas reduz, na média, a capacidade ociosa em 2% a 3%. Dadas as pressões de demanda e o crescimento potencial do PIB em torno de 7%, e da Indústria, de 8%, isto significa que o produto efetivo deverá crescer a curto prazo, em média, a taxas mais elevadas que estes valores. Naturalmente, a longo prazo a taxa efetiva de inflação iguala-se à antecipada e não existem maiores pressões sobre a capacidade ociosa. Observe-se que no horizonte de longo prazo este raciocínio não exclui a existência de inflação, mas sim a existência de divergências entre previsões e realizações.

III - INFLAÇÃO CORRETIVA E A MUDANÇA NOS PREÇOS RELATIVOS

No decorrer dos processos inflacionários os preços não crescem na mesma proporção: os preços de alguns bens e serviços crescem mais rápido que outros e conseqüentemente os preços relativos se modificam. Este fenômeno é conhecido e muitos autores sustentam mesmo que a inflação é uma forma relativamente suave de via bilizar as mudanças necessárias nos preços relativos sem incorrer em maiores flutuações no produto e emprego durante o processo de a juste. Num regime de estabilidade de preços seria necessário que alguns preços caíssem em termos absolutos para compensar o aumento nos preços de outros bens. Dada a relativa inflexibilidade para baixo nos preços absolutos, tal processo de ajuste imporá modificações dolorosas na produção dos setores atingidos.

Assim a inflação pode ser uma saída política e do próprio sistema econômico para contornar as inevitáveis perdas de produto durante o período de reajuste nos preços relativos. Esta forma de encarar a inflação como um "mal necessário" é tão mais verdadeira quanto maiores forem as mudanças necessárias nos preços relativos e as pressões da demanda agregada. Apesar de algumas opiniões em contrário, pode-se dizer que o crescimento econômico experimentado pelo Brasil de forma ininterrupta nas últimas três décadas tornou-se viável pela presença de uma inflação simultânea.

Isto não significa que a inflação deva ser preconizada co mo uma forma de desenvolver a economia ou que quanto mais elevada a inflação maior a taxa de crescimento do produto. Claramente exis tem limites em que a inflação facilita a mudança nos preços relati vos e passa a ter efeitos perversos. Este limite estaria talvez em torno de 10 a 15% ao ano para a economia brasileira. Assim, taxas inflacionárias acima destes valores teriam efeitos contrários na a locação de recursos, na adoção de inovações técnicas, e outros efeitos negativos, conforme foi discutido anteriormente.

A interdependência entre mercados faz com que o crescimento no preço de certos produtos e fatores imponham um crescimento nos preços de outros produtos relacionados e/ou que utilizam os primeiros como insumos intermediários. Considerando que o setor público, inclusive empresas, é responsável por 60% da formação bruta de capital, e por aproximadamente 30% do consumo agregado, pode-se dizer que cerca de 40% da demanda agregada seria explicada pela atuação governamental. É óbvio que esta magnitude não é desprezível, e não seria absurdo imputar ao governo uma parcela considerável do mérito pelo crescimento econômico e também dos percalços gerados pela pressão inflacionária.

Dado o impacto do dispêndio público na demanda agregada torna-se importante identificar aqueles setores onde a demanda tem crescido mais rápido que a oferta, e/ou tenham sofrido mudanças exógenas nos preços relativos (por exemplo via "inflação importada"). A Tabela 1 reproduz as taxas anuais de crescimento nos preços de uma série de setores a partir de 1971. No período 1971-1973 ocorreu uma relativa uniformidade no crescimento dos preços setoriais, com exceção de Madeiras, Couros e Peles, mas as mudanças nos preços relativos não tiveram maiores repercussões. Note-se que este intervalo faz parte de um período em que a taxa de inflação estava sob relativo controle e em níveis próximos a 20% ao ano. A partir de 1974, surgiram pressões em vários setores: matérias primas; materiais de construção; química; combustíveis; metais e produtos metalúrgicos; ferro, aço e derivados; metais não-ferrosos, papel e papelão; e outros. Parte das pressões tiveram origem externa à economia, como o caso dos combustíveis e lubrificantes, mas grande parte das pressões foram de origem doméstica e em sua maioria provocadas pelos dispêndios públicos e induzidos pelo governo. Os efeitos acumulados e persistentes destas pressões levaram a um crescimento nos custos domésticos nos períodos subsequentes, e novos efeitos em setores vitais - tais como Alimentos - até então com

TABELA 1

TAXAS ANUAIS DE CRESCIMENTO DE PREÇOS

EM ALGUNS SETORES

ÍNDICES DE PREÇO ^a	1971	1972	1973	1974	1975		1976		ABRIL 1977
					Junho	Dez.	Junho	Dez.	
Preços por Atacado em Geral	21,5	17,7	15,3	29,0	23,1	29,4	38,6	44,8	46,1
Matérias Primas	15,8	14,4	15,0	35,6	33,4	25,4	31,2	38,0	39,4
Gêneros Alimentícios	28,5	20,1	15,3	28,0	18,0	32,8	48,5	50,1	52,7
Materiais de Construção	14,5	20,1	21,4	34,1	23,0	21,1	35,6	50,3	45,2
Química Total	17,0	20,0	13,5	55,1	33,2	35,9	34,9	43,2	43,7
Combustíveis e Lubrificantes	22,6	26,8	14,5	59,8	31,5	52,1	52,3	57,5	52,0
Metais e Produtos Metalúrgicos	14,2	12,8	16,7	39,0	33,0	19,8	30,3	36,6	37,6
Têxteis, Vestuário e Calçado	18,5	16,4	16,8	12,9	4,0	21,3	39,7	50,8	41,7
Máquinas e Equipamentos	12,0	14,6	12,7	22,6	28,9	30,7	31,1	31,5	37,7
Ferro, Aços e Derivados	17,5	13,6	16,0	38,9	40,5	20,5	20,8	28,0	39,0
Metais Não-Ferrosos	- 1,5	11,3	19,7	37,5	3,8	16,6	79,4	80,1	28,9
Eletrodomésticos	10,7	10,4	10,2	13,9	18,0	24,1	34,9	45,1	40,0
Madeira	31,0	48,8	43,2	23,2	-10,1	5,6	41,6	61,6	46,3
Mobiliário	13,4	19,2	18,0	31,5	20,8	32,7	39,7	47,3	51,0
Papel e Papelão	24,1	13,6	19,4	50,8	14,2	7,9	14,2	35,7	42,0
Borracha	16,3	17,6	9,5	19,7	42,6	31,1	18,8	40,2	46,8
Couros e Peles	25,5	42,5	46,8	2,3	0,2	21,0	77,2	61,3	55,7
Bebidas	18,5	18,3	15,5	25,8	35,4	25,7	32,4	39,3	38,4

^aRespectivamente colunas: 12, 13, 14, 15, 19, 20, 21, 23, 39, 56, 57, 63, 69, 70, 74, 75, 76, 90, da Conjuntura Econômica.

preços em crescimento próximo à média. A julgar pelas evidências do Quadro 1 a economia brasileira teria então entrado numa fase de reajuste nos preços relativos a partir de 1974-75 e a pressão inflacionária seria inevitável nestas ocasiões.

É certo que parte da atual pressão inflacionária seria possível de ser controlada através de políticas setoriais adequadas. O governo procuraria em primeiro lugar aliviar o crescimento na demanda naqueles setores já excessivamente aquecidos. Em segundo lugar, estes setores deveriam receber um tratamento preferencial para estimular o ritmo de crescimento da oferta.

Esta interpretação para as origens de um importante componente do atual surto inflacionário contrasta com o raciocínio convencional de combater a inflação via políticas macroeconômicas gerais. Por um lado, sabe-se que a política monetária tem um efeito amplo e rápido sobre toda a economia e por isso é recomendada quando existe uma certa uniformidade no crescimento dos preços setoriais. Contudo, na presença de um processo inflacionário com mudanças substanciais nos preços relativos, é natural que a política monetária perca muito da sua eficácia.¹ O mesmo poderia ser dito das medidas fiscais, mas ao contrário da política monetária, a política fiscal tem condições de dar um tratamento discriminatório, tanto sob o ponto de vista da distribuição setorial do dispêndio público, como através de um esquema diferenciado de tributação. Para tal seria importante ter uma visão realista das condições de capacidade ociosa e da intensidade das previsões da demanda em cada setor básico.

Conforme dito anteriormente, a mudança nos preços relativos não pode ser responsabilizada sozinha pelas atuais taxas de inflação acima de 40%. Quando muito, as mudanças nos preços relati-

¹Mais adiante citaremos outras deficiências da política monetária na forma com que vem sendo adotada na última década.

vos contribuíram com 15% para este total. Vale dizer, haveria um grande percentual da inflação cujas verdadeiras causas devem ser identificadas. A próxima seção trata desta questão.

IV - PRINCIPAIS DETERMINANTES DA INFLAÇÃO BRASILEIRA

No rigor do seu conceito, inflação corresponde a um aumento contínuo nos preços. O fato do preço da moeda ser o inverso de um índice geral de preços mostra então que a inflação é uma contínua queda no preço ou valor da moeda. Visto sob este ângulo, não há como rejeitar o argumento de que a inflação é eminentemente um fenômeno monetário. Mas isto não significa que as origens da inflação sejam sempre e unicamente monetárias. A inflação tem muitas causas e um excesso de oferta de moeda pode ser apenas uma delas. Para adotar uma posição não compromissada a priori, diremos que aumentos nos preços podem resultar de deslocamentos da demanda agregada - o que seria interpretado como a "inflação de demanda" - e/ou por deslocamentos para a esquerda da oferta agregada - a chamada "inflação de custos". A "inflação corretiva" discutida na seção anterior estaria enquadrada como um caso particular da "inflação de custos". Uma terceira corrente diria ainda que a inflação pode resultar de desajustes entre os crescimentos dos setores da economia. Esta seria uma versão da chamada "corrente estruturalista".

Seguindo com o argumento, mudanças contínuas na demanda agregada, quer resultante de uma política monetária ou de gastos excessivos do governo, ou de qualquer dispêndio autônomo da economia, tem o efeito de provocar a inflação. Analogamente, aumentos no salário mínimo, no custo das importações, e nos gastos financeiros e com tributos por parte das empresas, deslocam a oferta agregada e conseqüentemente também provocam inflação. A diferença entre os dois tipos de inflação é tênue e seria observada apenas num

primeiro momento, na direção das pressões sobre a produção real (positiva no caso da "inflação de demanda", e negativa, no da "inflação de custos"). Mas, uma vez iniciado o processo inflacionário, os aumentos de preços provocados por um excesso de demanda acabam por se transformar em aumentos de custos, e assim por diante.

Finalmente, a diferença entre o crescimento da produção agrícola e da industrial e de serviços também poderia ter efeitos inflacionários. Conforme é alegado, a agricultura caracteriza-se ou está mais próxima ao protótipo da concorrência perfeita e como tal o preço dos produtos primários são determinados basicamente pelo mecanismo de mercado. A produção industrial, por outro lado, é concentrada nas grandes empresas e oligopólios e os preços são administrados e determinados com base no custo de produção. Neste raciocínio, todo e qualquer problema de desajuste entre o crescimento da agricultura e do setor industrial e de serviços, recai quase exclusivamente no mercado de produtos primários. Além disto, na dinâmica do processo, qualquer mudança no crescimento dos preços de qualquer um dos setores tem efeitos inflacionários. Se nos produtos agrícolas e insumos básicos, o aumento nos preços é transferido via aumento de custos aos preços dos produtos industriais finais. Se, por outro lado, nos insumos manufaturados, o aumento nos custos é igualmente transferido nos preços dos bens finais. Esta linha de raciocínio conclui, então, que o mecanismo de mercado é pouco eficiente para regular o ajuste adequado entre o crescimento dos setores.

Para evitar uma exposição mais longa sobre o tema, aceitaremos que a inflação brasileira possa resultar de fatores que deslocam a demanda agregada - tais como os gastos governamentais e a política monetária - de fatores que modificam os custos de produção - tais como os aumentos nos salários e no custo das importações - e também por fatores que pressionam os preços via mudanças nos preços relativos.

Dos diversos fatores que deslocam a demanda agregada, consideraremos os mais óbvios sob a esfera de atuação "direta" do governo: os dispêndios do setor público e empresas governamentais, e o excesso de liquidez e crédito na economia. Infelizmente não dispomos de informações consolidadas dos gastos do governo e suas empresas e autarquias e por este motivo somos forçados a encontrar uma variável "proxy" que represente as flutuações no dispêndio público. A variável mais imediata, embora com imperfeições, é o dispêndio total efetivo da União, identificado pela despesa na execução financeira do Tesouro Nacional. A descentralização horizontal dos gastos do governo, intensificada e tornada mais visível na última década, lembra que o crescimento do dispêndio via Caixa do Tesouro é na verdade uma subestimativa do verdadeiro dispêndio do setor público.

Pelo lado monetário, não há como rejeitar o fato de que o excesso de liquidez e de crédito deslocam a demanda agregada. Aqui caberiam comentários mais longos, mas que são adiados para adiante. Por ora é suficiente lembrar que com a criação de uma série de substitutos de moeda após 1964, as autoridades monetárias vêm gradualmente perdendo o controle sobre o conceito operacional da moeda e crédito.¹ O conceito de base monetária parece explicar muito mais a inflação do que os conceitos de meios de pagamentos ou outras definições mais abrangentes.

Dos fatores que deslocam os custos de produção, os mais óbvios são o aumento no salário mínimo, a taxa de câmbio e a correção monetária. Dos três, os reajustes no salário mínimo são os mais representativos, seguidos pela taxa de câmbio. Apesar da abun-

¹C. R. Contador, "Desenvolvimento Financeiro, Liquidez e Substituição entre Ativos no Brasil", Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 4, junho de 1974, pp.245-284; "Oferta de Moeda e Desenvolvimento Financeiro", em Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico, (Rio, IBMEC, 1977), pp.203-243.

dante propaganda, a correção monetária não parece ter um efeito realimentador na taxa de inflação.¹

A análise empírica com dados trimestrais para o período 1958-1975 mostra que a inflação brasileira, medida pelo índice geral de preços, (coluna 2 da Conjuntura Econômica) é satisfatoriamente explicada por fatores que deslocam a demanda agregada (no caso as variações na base monetária e nos gastos governamentais), por fatores que deslocam os custos (no caso o salário mínimo), e a mudança nos preços relativos, medida pela instabilidade no crescimento dos índices de preços por atacado (oferta global) de produtos agrícolas e de produtos industriais, dos ramos Química, Metais e Produtos Metalúrgicos, e Tecidos, Vestuários e Calçados (respectivamente colunas 17, 18, 21 e 23 da Conjuntura Econômica).

O modelo estimado assumiu o formato:

$$\frac{\Delta P}{P} = 0,1157 + 0,2968 \frac{\Delta H}{H} + 0,03841 \frac{\Delta G}{G} + 0,3699 \frac{\Delta W}{W} + 1,1724 PR \quad (3)$$

(0,51)
(2,04)
(2,71)
(4,03)
(2,70)

[0,25]
[0,33]
[0,35]
[0,15]

$$R^2 = 0,833$$

$$DW = 0,71$$

↑
Beta Coefic.

onde P representa o índice geral de preços; H, a base monetária; G, os gastos do governo federal segundo a execução financeira do Tesouro Nacional; W, o salário mínimo; e PR, a soma dos quadrados dos desvios entre o crescimento atual e a taxa média de crescimento nos últimos 3 trimestres dos índices setoriais de preço. O ajuste é bastante satisfatório, e o modelo explica cerca de 83% da variação da inflação no período, com todos os coeficientes das variáveis positivos e significantes. Há razões para acreditarmos que os efeitos de mudanças na base monetária, gastos governamentais e

¹C. R. Contador, "O Efeito Realimentador da Correção Monetária", a sair em Pesquisa e Planejamento Econômico.

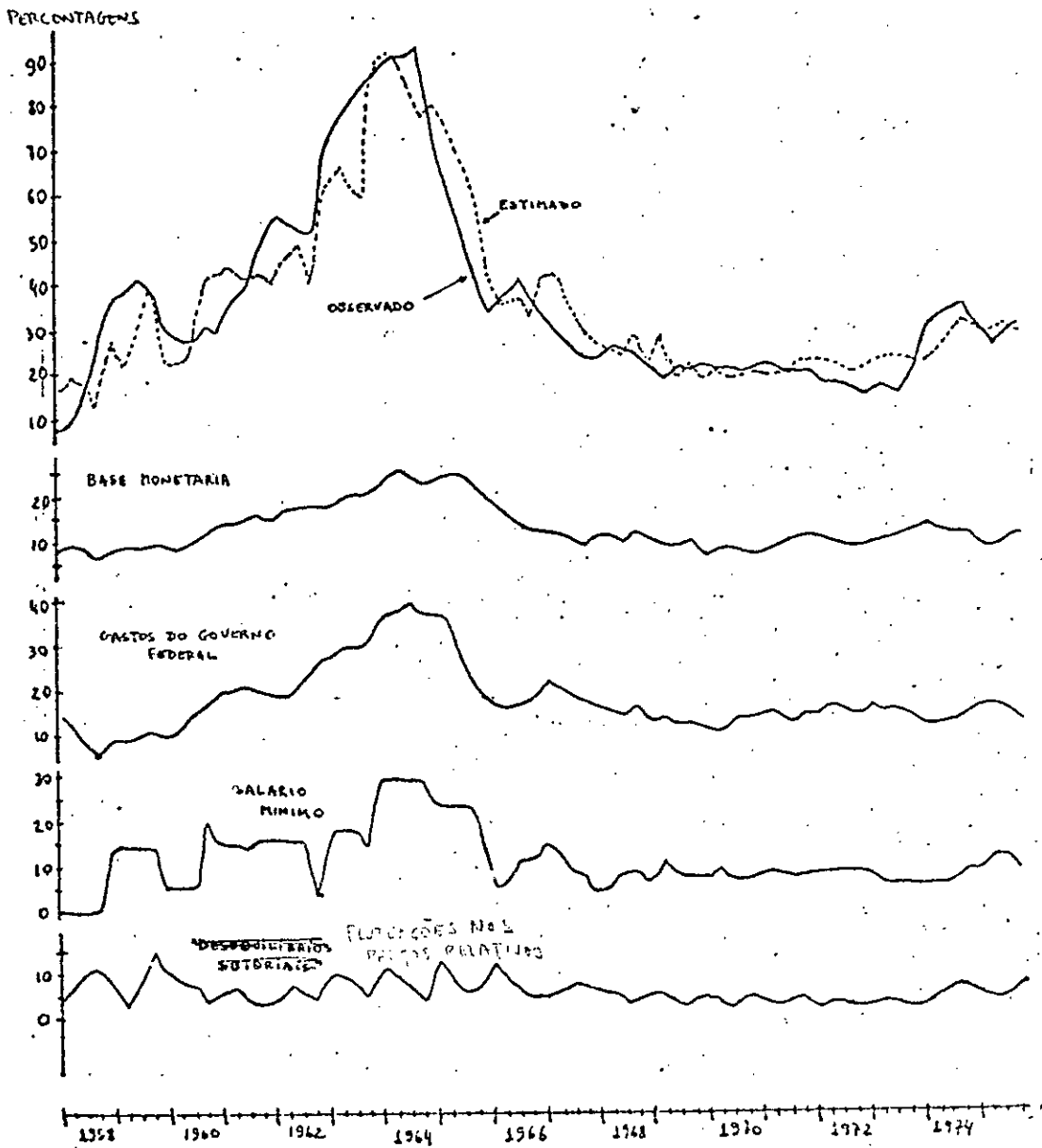
salário mínimo não são completos em apenas um trimestre, mas se distribuem, por vários períodos. Sendo assim, foram experimentados diversos polinômios em retardos distribuídos, e os parâmetros estimados das variáveis correspondem à soma dos efeitos acumulados nos últimos cinco trimestres.

Esta visão "eclética" provou ser visivelmente superior em poder de explicação a qualquer resultado isolado de explicações monetaristas, ou fiscalistas, e serve como uma evidência apaziguadora entre correntes antagônicas. A regressão (3) sugere que variações em qualquer uma das três variáveis admitidas como sob controle direto do governo, ou seja, na base monetária, nos gastos governamentais, e no salário mínimo, têm um impacto importante na taxa de inflação. A julgar pelos coeficientes "beta", entre colchetes abaixo dos parâmetros estimados, os aumentos no salário mínimo teriam o principal papel na explicação da inflação, seguido dos gastos governamentais, da base monetária, e das flutuações nos preços relativos. A Figura 1 mostra o efeito de cada variável para a explicação da taxa de inflação em bases anuais.

Portanto, segundo a evidência histórica do período 1958-1975, a inflação brasileira seria um resultado, ordenado por importância, de deslocamentos na oferta e na demanda agregada - cujos efeitos seriam capturados pelas variações na base monetária, gastos governamentais e salário mínimo - e apenas secundariamente de flutuações nos preços relativos. Estes últimos teriam uma contribuição oscilando entre 3 e 13% no período 1958-1975. É bem verdade que a seção anterior mostrou que após 1974 as mudanças nos preços relativos tem sido mais intensas, e atualmente a sua contribuição estaria mais próxima de 10-12%. Não é possível ignorar o papel atual dos desequilíbrios setoriais na explicação da inflação brasileira, mas do surto inflacionário acima de 40% a sua contribuição seria de 1/4 do percentual de crescimento nos preços. O principal foco inflacionário ainda residiria nos deslocamentos da oferta e

FIGURA 1

A EXPLICAÇÃO DA TAXA DE INFLAÇÃO NO BRASIL,
MEDIDA PELO ÍNDICE GERAL DE PREÇOS.



demanda agregadas. Assim se o governo dispõe de instrumental capaz e está disposto a arcar com os efeitos de curto prazo, o combate à inflação poderia ser realizado com medidas sobre a oferta e demanda, de preferência discriminando os setores a serem mais atingidos e aqueles a serem menos sacrificados. É bom frisar que outros objetivos seriam sacrificados durante o processo e vimos anteriormente que a curto prazo o crescimento da renda real seria um deles. Outros objetivos seriam também afetados: foi constatado que aumentos no salário mínimo deslocam a oferta agregada e portanto podem ser utilizados para reduzir os aumentos nos custos. Mas, a política de "achatamento" dos salários implicaria, por outro lado uma redistribuição de renda mais injusta. Algumas vezes tem sido lembrado que a retirada de alguns encargos sociais poderia ser uma solução provisória que reduziria custos das empresas, sem efeitos negativos sobre a distribuição de renda. Esta, entretanto, seria uma medida sem maiores efeitos sobre a taxa de inflação a longo prazo.

A análise empírica assumiu que as variações na base monetária, nos gastos governamentais e no salário mínimo eram exógenas. No entanto sabemos que as mudanças em duas destas variáveis ditas explicativas poderiam resultar de reajustes na terceira, ou até mesmo na taxa de inflação. Vale dizer, para identificar o foco inflacionário, o importante seria reconhecer quais as mudanças efetivamente ativas e quais as que se ajustam passivamente. Infelizmente o modelo acima é omissivo quanto a este aspecto, e é provável que dependendo de certas circunstâncias, os aumentos no salário mínimo seriam exógenos e seguidos por mudanças nas outras variáveis; outras vezes, os aumentos excessivos na base monetária deflagrariam a cadeia de reajustes; e assim por diante. O fato das estimativas serem bastante significantes sugere que a interdependência entre as variáveis explicativas não é, entretanto das mais elevadas.

Existe ainda uma acirrada discussão entre monetaristas e não-monetaristas sobre a exogeneidade da oferta de moeda ou da base monetária. Para os monetaristas mais ingênuos, o excesso na oferta de moeda teria a primazia em explicar a inflação e os aumentos nominais nas demais variáveis seriam um simples reflexo da oferta excessiva de moeda, ou mesmo da inflação. No outro extremo estariam aqueles economistas que consideram a política monetária como exclusivamente passiva. Como geralmente ocorre, a verdade estaria no meio termo. Infelizmente, os testes sobre a hipótese de exogeneidade da oferta de moeda ou da base monetária são ainda precários¹ e quando muito podem não rejeitar a hipótese, mas não comprová-la.

Para turvar ainda mais a questão, existem sérias dúvidas sobre o conceito operacional de moeda no Brasil. A criação de um grande número de substitutos após 1964 fez com que o conceito de moeda se tornasse muito mais amplo do que a definição restrita de Meios de Pagamentos do Banco Central. O importante nesta linha de pensamento é que novo conceito de moeda, por agregar ativos financeiros tais como os depósitos de poupança e a prazo, tornou-se cada vez mais difícil de ser controlado diretamente pelo Banco Central. O estoque de moeda seria, então, cada vez mais endógeno, e determinado pela economia. Por outro lado, a base monetária seria, então, a variável sob um certo controle das autoridades monetárias, e este foi um dos motivos do seu emprego na regressão.

Infelizmente, à medida que aprofundamos o nosso raciocínio, torna-se cada vez mais difícil responder a certas questões e das sugestões definitivas e o máximo que pode ser dito sem incorrerem em maiores controvérsias é que o combate à inflação, ignorados os seus efeitos nos demais objetivos do governo, deve ser reali-

¹Eliana A. Cardoso, "Moeda, Renda e Inflação: Algumas Evidências da Economia Brasileira", a sair em Pesquisa e Planejamento Econômico.

zado sobre a demanda agregada, e com controles de preços (por exemplo, na forma da atuação do CIP) e de crédito, obedecendo-se a uma certa seletividade nos setores a serem mais atingidos.

V - A INFLAÇÃO EM 1976 e 1977

O ajuste da regressão (3) pode ser considerado bastante razoável, e o modelo possui sem dúvida um poder de explicação superior ao da grande maioria de trabalhos acerca das causas da inflação no Brasil. Para um teste mais definitivo resta, então, indagar qual seria o desempenho preditivo da regressão (3) e as que seguem, num período mais recente, fora do horizonte em que foram feitas as estimativas.

Além do modelo (3) foram também construídos outros experimentos, com dados trimestrais para o período 1955-1975, alguns baseados em hipóteses exclusivas e outros incorporando vários fatores. O modelo monetarista "a la Friedman" é o mais convencional nos estudos empíricos e forneceu os resultados

$$\frac{\Delta P}{P} = -0,026 + 0,983 \frac{\Delta M_1}{M} - 0,575 \frac{\Delta Y}{Y} \quad (4)$$

(-0,50) (9,61) (-2,65)

$$R^2 = 0,630$$

$$DW = 0,45$$

onde M_1 é o conceito de meios de pagamentos, e Y , a renda real. As dúvidas quanto à qualidade do conceito M_1 recomendaram pelo menos um experimento adicional com uma definição mais ampla de moeda. Agregando os depósitos a prazo e o saldo das cadernetas de poupança temos o conceito conhecido como M_2 :

$$\frac{\Delta P}{P} = -0,011 + 0,909 \frac{\Delta M_2}{M} - 0,696 \frac{\Delta Y}{Y} \quad (5)$$

(-017) (7,22) (-2,80)

$$R^2 = 0,580$$

$$DW = 0,36$$

Um raciocínio que restringisse as causas da inflação brasileira exclusivamente às flutuações nos preços relativos encontraria a regressão,

$$\frac{\Delta P}{P} = 0,214 + 2,804 PR \quad (6)$$

(4,38) (3,25)

$$R^2 = 0,131$$

$$DW = 0,23$$

com um poder de explicação inferior ao dos demais experimentos.

Dos fatores que influenciam a demanda agregada, a base monetária e os gastos governamentais provaram ser os mais atuantes;

$$\frac{\Delta P}{P} = -0,069 + 0,571 \frac{\Delta B}{B} + 0,442 \frac{\Delta G}{G} - 0,280 \frac{\Delta Y}{Y} \quad (7)$$

(-1,74) (3,90) (3,07) (-1,63)

$$R^2 = 0,780$$

$$DW = 0,54$$

Aumentos no salário mínimo e na taxa de câmbio elevam os custos de produção e conseqüentemente deslocam para cima a curva de oferta agregada. Para uma dada curva de demanda agregada, tais deslocamentos provocam aumentos nos preços,

$$\frac{\Delta P}{P} = 0,075 + 0,619 \frac{\Delta W}{W} + 0,286 \frac{\Delta E}{E} \quad (8)$$

(3,08) (6,12)

$$R^2 = 0,730$$

$$DW = 0,85$$

onde E corresponde à taxa de câmbio.

Muitos outros experimentos poderiam ser reproduzidos, mas estes são os principais. Com as equações (3) a (8) podemos comparar o desempenho preditivo dos modelos em 1976 e nos dois primeiros trimestres de 1977, e também formar expectativas para a taxa de inflação no restante de 1977.

A Tabela 2 mostra as previsões realizadas com os modelos, e o erro padrão das previsões para 1976 e nos dois primeiros trimestres de 1977. O modelo (3) dito "completo" apresenta o menor erro médio e para os dois últimos trimestres de 1977 sugere um declínio na taxa de inflação. Dificilmente, entretanto, a inflação deve atingir a uma taxa anual muito inferior a 40%. As estimativas mais otimistas ocorreriam com o modelo monetarista mais simples e com o de demanda.

Em resumo, existem razões para acreditarmos que a inflação no segundo semestre de 1977 deve reduzir-se para um nível ligeiramente acima dos 40%, uma taxa ainda considerada elevada e bem acima da meta oficial de 30%. Mesmo assim este resultado não é de todo insatisfatório em face das dificuldades crescentes que o governo enfrenta na condução de medidas antiinflacionárias.

TABELA 2

PREVISÕES DA TAXA DE INFLAÇÃO EM 12 MESES
ÍNDICE GERAL DE PREÇOS

	INFLAÇÃO ^a OBSERVADA	" M O D E L O S "						MUDANÇAS NOS PREÇOS RELATIVOS ^f	COMPLETOS ^g
		MONETÁRIA		DEMANDA ^d	CUSTO ^e				
		M ₁ ^b	M ₂ ^c						
1976 - I	0,356	0,299	0,379	0,246	0,335	0,354	0,321		
II	0,407	0,343	0,420	0,351	0,392	0,335	0,429		
III	0,462	0,306	0,391	0,374	0,394	0,329	0,450		
IV	0,464	0,306	0,412	0,359	0,399	0,301	0,403		
1977 - I	0,463	0,301	0,396	0,401	0,403	0,382	0,419		
II ^h	0,470 ⁱ	0,338	0,415	0,456	0,412	0,380	0,454		
III ^h	...	0,477	0,393	0,344	0,413	0,354	0,396		
IV ^h	...	0,307	0,402	0,338	0,414	0,354	0,389		
ERRO-PADRÃO DAS PREVI- SÕES	-	0,129	0,051	0,079	0,055	0,103	0,036		

^a Taxa de Crescimento nos últimos doze meses do Índice Geral de Preços, coluna 2 da Conjuntura Econômica.

^b Estimativas com parâmetros da regressão 4.

^c Idem, regressão 5.

^d Idem, regressão 7.

^e Idem, regressão 8.

^f Idem, regressão 6.

^g Idem, regressão 3.

^h A partir do terceiro trimestre de 1977, os valores foram simulados com as seguintes hipóteses:
 $\Delta M_1 = 40\%$, $\Delta M_2 = 45\%$, $\Delta H = 40\%$; $\Delta G = 38\%$, $\Delta W = 44\%$, $\Delta Y = 6\%$, $\Delta E = 38\%$, $PR = 0,06$

ⁱ Provisório.

VI - AS DIFICULDADES E INSTRUMENTOS DA POLÍTICA ANTIINFLACIONÁRIA

Um dos problemas básicos da política antiinflacionária já foi discutido anteriormente e refere-se ao conflito nas medidas antiinflacionárias com outras metas prioritárias. Vale dizer, o combate à inflação passa a ser condicionado ao atendimento de outros objetivos mais prioritários.

A política antiinflacionária exige, além de um instrumental econômico adequado, que consumidores e produtores formem expectativas e acreditem que a inflação vai diminuir no futuro próximo. Mas a forma de sensibilizar a economia para esta direção não é tarefa fácil, nem existem formas seguras, e exige uma série de condições, sendo a principal a própria estabilidade do intento governamental em reduzir as pressões inflacionárias. Assim, é recomendável que uma vez declarada e tornada pública a meta de combate a inflação, a política econômica mantenha-se num curso coerente à esta meta. Desvios e indecisões tendem a dificultar e prolongar desnecessariamente o combate à inflação. Muitas vezes acredita-se que seja possível aplicar uma "sintonia fina" na política monetária e de crédito adaptando-a à divergência entre a inflação observada e aquela desejada oficialmente. Contudo, esta tática é fadada ao insucesso, devido aos retardos entre as medidas e os seus efeitos. A falta de paciência em aguardar os resultados de medidas antiinflacionárias é outra deficiência que deve ser evitada. As fricções existentes impedem que os efeitos das medidas sejam imediatos, e os modelos empíricos estimados sugerem que os efeitos ainda persistem passado mais de um ano da época da aplicação da política.

Além das dificuldades acima, o combate à inflação no Brasil tropeça em vários problemas associados ao instrumental político, principalmente quanto a divergências entre aqueles disponíveis às autoridades e aqueles mais eficientes, ou seja, com poder efetivo para alcançar as metas desejadas.

A este respeito, os principais comentários poderiam ser resumidos em seis itens. Naturalmente a lista não pretende ser exaustiva.

a) O Conceito de Moeda

Com o desenvolvimento do mercado financeiro houve a criação de um grande número de ativos financeiros com preços e/ou retornos indexados: cadernetas de poupança, certificados de depósito, letras de câmbio, letras imobiliárias, obrigações e letras do Tesouro e outros. O crescimento destes novos ativos é considerado explosivo. Para dar uma pálida idéia, basta lembrar que entre 1963 e 1975, o estoque em termos reais destes ativos aumentou em 75 vezes. É claro que a criação e a expansão de um grande número de ativos financeiros, até certo ponto substitutos de moeda, aliados aos complexos arranjos institucionais de correção monetária e de funcionamento de intermediários financeiros tiveram um efeito importante sobre a eficácia da política monetária manipulada via um indicador singelo, com importância decrescente. Atualmente o saldo de meios de pagamentos - a variável utilizada como indicador de liquidez pelo Banco Central - é pouco superior a 30% do estoque dos ativos financeiros mais convencionais, enquanto no início da década de 1960 era superior a 90%.

b) O "Superavit" do Tesouro Nacional

A atuação do Tesouro Nacional tem sido apresentada como contracionista em face do "superavit" que até fins de maio alcançava Cr\$ 6,4 bilhões. Ou seja, a julgar pela posição de gastos inferiores à receita de impostos, a atuação do governo deveria ser interpretada como antiinflacionária e portanto perfeitamente coerente com a meta de controle da inflação. Mais ainda, desde 1973 a Caixa do Tesouro Nacional vem apresentando "superavit". Desde 1973, por outro lado, a taxa de inflação vem subindo desde os 20% em 1973

até mais de 40% em 1976. Nestas circunstâncias é razoável duvidar do papel antiinflacionário dos "superavits" do Tesouro.

Na verdade existem três fortes razões para duvidar do papel antiinflacionário do superavit atual do orçamento federal. Em primeiro lugar parte do superavit é explicado pela contabilização no presente exercício de tributos que deveriam ter sido recolhidos no ano passado. Em segundo lugar, os gastos com os serviços da dívida sob a forma de ORTN e LTN em circulação da Conta do Tesouro Nacional, passaram a integrar as operações de giro da própria dívida pública. (Atenção, estes aspectos também estão sendo mencionados no Trabalho sobre o Setor Público). Modificações na forma de contabilização de receitas e despesas do orçamento público mostram, portanto, que o superavit é fictício, sem maiores impactos antiinflacionários na economia.

Finalmente, em terceiro lugar, o dispêndio financeiro na Conta do Tesouro Nacional tende a ser cada vez menos representativo do verdadeiro impacto da atuação governamental na demanda agregada. Os recursos que integram a Conta do Tesouro Nacional representam hoje aproximadamente 50% dos recursos manipulados diretamente pelo Governo Federal. Mais ainda, o dispêndio das demais instituições governamentais (empresas estatais e mistas, autarquias, etc.) não integram o orçamento da União. Em face da crescente importância e expansão das atividades destas instituições é fácil concluir que os verdadeiros efeitos da ação do governo sobre a demanda agregada podem ser radicalmente diferentes daqueles apresentados na conta do Tesouro Nacional.

Paralelo à crescente intervenção do governo na economia, as autarquias e empresas públicas passaram a desenvolver objetivos e executar planos não necessariamente consistentes com decisões políticas de um curto prazo do governo federal, principalmente se estas instituições tem horizontes de expectativas mais longos do que os Planos governamentais. Na presença de pressões inflacionárias,

estas instituições tendem a resistir às recomendações e pressões antiinflacionárias do governo e a seguir o rumo traçado das suas próprias metas.

c) O "Open-Market"

A implantação em bases permanentes de um mercado aberto para títulos governamentais foi saldada como a criação de um instrumento de política monetária com mais vantagens que a manipulação das emissões, do encaixe obrigatório e da taxa de redesconto. Entretanto, em que pese a sua contribuição para o desenvolvimento do mercado financeiro, o "mercado aberto" está longe de assumir aquele papel esperado de instrumento eficaz para a política monetária.

Uma das críticas mais sérias à política do "mercado aberto" na forma com que é executada no Brasil é que muitas vezes as ofertas de títulos governamentais (basicamente de Letras do Tesouro) são realizadas meramente para reunir os recursos necessários para o resgate de títulos anteriormente emitidos. Tal prática eleva desnecessariamente a taxa de juros do sistema financeiro, com sério detrimento de outras formas de captação de poupança e sem ao menos reduzir o excesso de liquidez do sistema. Conseqüentemente a política de "open-market" pouco tem contribuído para o combate à inflação.

Aliás, por uma aberração de formulação de política de mercado aberto, os bancos comerciais podem manter como reservas compulsórias, uma certa proporção de títulos do Tesouro. Como a contabilização das reservas é feita pelo valor nominal dos títulos, os bancos comerciais têm condições de elegar os empréstimos em resposta a uma compra de títulos (naturalmente até o limite fixado em lei), exatamente o contrário do que seria esperado de uma política imaginada contracionista. Felizmente, o Banco Central atentou para esta incoerência e vem gradativamente reduzindo o percentual

das reservas obrigatórias passíveis de serem mantidas sob a forma de títulos governamentais.

d) A Correção Monetária

Os sentimentos a respeito da correção monetária podem ser classificados historicamente em duas correntes. De 1965 a aproximadamente 1973, a correção monetária foi vista como um dos fatores responsáveis pelo desempenho satisfatório da economia brasileira. De 1974 em diante, em decorrência de novo alento inflacionário e das expectativas menos favoráveis sobre o crescimento econômico, a correção monetária passou a ser encarada como uma das fontes da inflação. Popularizou-se a opinião de que a correção monetária realimenta a inflação, e sendo assim os seus critérios de cálculos deveriam ser manipulados para amortecer os seus "efeitos realimentadores".

Apesar da crença generalizada, existem fortes evidências empíricas que rejeitam a existência do efeito realimentador.¹ Conseqüentemente, insistir em manipular os critérios de indexação não teria maiores efeitos antiinflacionários, e na verdade corresponderia a um desvio inútil dos esforços para o combate à inflação.

e) Controle de Preços

O controle de preços soa como uma heresia e em claro conflito com os fundamentos da concorrência perfeita. No entanto, a falta de concorrência e as práticas empresariais de fixação de preço, baseado no custo médio mais uma margem que flutua com as pressões da demanda, mostram que o controle ou administração do aumento de preços pode ser um instrumento importante para o controle da inflação. É importante não confundir este tipo de controle com o tabelamento, "congelamento" ou fixação de preços máximos, prático-

¹Claudio R. Contador, "O Efeito Realimentador da Correção Monetária", a sair em Pesquisa e Planejamento Econômico.

cas que geram a escassez, o aparecimento de mercados paralelos e distorções na alocação de fatores.

Naturalmente existem claras dificuldades operacionais para que o controle de preços transforme-se num complemento importante para a atuação das demais medidas políticas. Uma das principais deficiências é a ausência de uma visão integrada dos mecanismos e retardos na propagação da inflação pelos diversos setores. Se conhecidos estes mecanismos, os efeitos diretos e indiretos de uma súbita mudança em certos preços relativos podem ser antecipados e medidas convenientes adotadas. Outra deficiência é a falta de coordenação entre a concessão de aumentos de preços e as metas setoriais de expansão. Dependendo naturalmente do crescimento e pressões de demanda, aumentos mais flexíveis ou liberdade de estabelecimento de preços seriam concedidos àqueles setores e tipos de empresas com expansão a ser estimulada.

f) A Indexação Cambial e de Salários

Os critérios de indexação cambial (também chamado de sistema de "mini-desvalorizações") e de reajuste dos salários refletem até certo ponto os conflitos entre os objetivos de combate à inflação, o equilíbrio ou superavit no Balanço de Pagamentos, e a redistribuição ou manutenção de um padrão mínimo de renda dos Trabalhadores. Sendo assim, os comentários sobre o papel da correção dos salários e taxa cambial no combate à inflação ficam restritos aos possíveis efeitos inflacionários destas formas de indexação.

A este respeito os comentários são análogos àqueles feitos à correção monetária. Enquanto a indexação cambial e o reajuste no salário mínimo procuram apenas restaurar preços relativos anteriores ou um certo poder de compra, o impacto inflacionário seria inexistente. Por outro lado, objetivos de estimular as exportações via desvalorizações mais freqüentes e mais intensas, ou de elevar o poder de compra real do salário mínimo acima do aumento da produtividade média tem claramente efeitos inflacionários que para

serem amortecidos ou eliminados exigem medidas políticas compensatórias. A escolha das medidas políticas compensatórias é crítica e em geral conflita com outros objetivos.

VII - A INFLAÇÃO E O FUTURO

Os prognósticos mais aceitos para o Brasil são de que a economia continuará crescendo a uma taxa média de aproximadamente 7% ao ano, e que terá que eliminar gradualmente os problemas sociais de pobreza e de distribuição desigual de renda. Tudo indica portanto que a economia será submetida a fortes pressões na demanda agregada, na composição dos setores produtivos, e em mudanças substanciais nos preços relativos.

Nestas condições não há como escapar de um certo fatalismo de que a inflação permanecerá como um fenômeno crônico no nosso cenário, pelo menos nas próximas duas décadas. Mas isto não significa que taxas elevadas, como acima de 40% ao ano, serão justificadas. Na verdade, uma taxa média de 20% ao ano parece ser bastante razoável para acompanhar e viabilizar as modificações que são desejadas na economia brasileira. Existem cinco razões fundamentadas e uma meramente psicológica que justificam esta taxa de inflação.

1 - As evidências mostram que a política de estabilização pode ser razoavelmente executada sem maiores pressões contractionistas no crescimento econômico e emprego até uma taxa de inflação em torno de 20%. É claro que taxas de inflação mais baixas são possíveis de ser obtidas, mas envolvem um longo período de ajuste ou tem efeitos reais transitórios indesejáveis.

2 - A taxa de inflação de 20% está no limiar do que seria considerado o "limite de estabilidade inflacionária". Conforme foi visto numa seção anterior, o nível da taxa de inflação per se é pouco importante. O que causa efeitos prejudiciais é a sua ins-

tabilidade, e esta instabilidade torna-se mais acentuada à medida que a inflação aumenta. À taxa de 20% ao ano ainda seria possível manter uma certa estabilidade no crescimento dos preços, nos moldes do período 1969-1973.

3 - A taxa de inflação de 20% ao ano é suficiente para viabilizar um aumento de 25-27% na base monetária. Isto significa uma fonte importante de recursos drenados do setor privado e que podem ser usados em infra-estrutura, projetos sociais e atividades fora do interesse ou capacidade do setor privado.

4 - Esta taxa torna viável as modificações necessárias para restaurar a normalidade e equilíbrio nos preços relativos sem que hajam maiores pressões contracionistas na atividade e emprego dos setores com preços relativos declinantes.

5 - A experiência mostra que taxas elevadas de inflação corroem os salários reais, prejudicando assim a redistribuição de renda; desestimulam a adoção de inovações técnicas; e pelo fato de ampliar a incerteza deslocam a preferência de indivíduos e empresas em favor de especulação com imóveis e estoques.

Finalmente haveria ainda uma justificativa "psicológica" para uma taxa estável de inflação em torno de 20% ao ano. A esta taxa, o exterior acompanhou e associou o chamado "milagre brasileiro". Haveria assim uma imagem, fictícia, é claro, de que o desempenho da economia brasileira é satisfatório quando submetido a uma inflação deste quilate. O Brasil terá que enfrentar os pesados encargos da dívida externa acumulada na última década, e será crucial que a confiança dos credores e de instituições e organismos financeiros seja mantida elevada, embora baseada num indício sem maiores fundamentações econômicas.

