

TEXTO PARA DISCUSSÃO N° 259

Inflação e Hiato de Produto: Experiências e Sugestões

Carlos H.F. Mussi
Eduardo Felipe Ohana

MAIO DE 1992

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

O Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA
é uma Fundação vinculada ao Ministério da Economia,
Fazenda e Planejamento

PRESIDENTE

Roberto Macedo

DIRETOR EXECUTIVO

Lísio Fábio de Brasil Camargo

DIRETOR DE ADMINISTRAÇÃO E DESENVOLVIMENTO INSTITUCIONAL

Antônio Emílio Sendim Marques

DIRETOR DE PESQUISA

Ricardo Varsano

DIRETOR DE POLÍTICAS PÚBLICAS

Antônio Carlos da Ressurreição Xavier

TEXTO PARA DISCUSSÃO tem o objetivo de divulgar
resultados de estudos desenvolvidos no IPEA, informando
profissionais especializados e colhendo sugestões.

Tiragem: 200 exemplares

SERVIÇO EDITORIAL

Brasília - DF:

SBS. Q. 1, Bl. J, Ed. BNDES - 10º andar

CEP 70.076

Av. Presidente Antonio Carlos, 51 - 17º andar

CEP 20.020 - Rio de Janeiro - RJ

**INFLAÇÃO E HIATO DE PRODUTO:
EXPERIÊNCIAS E SUGESTÕES**

Carlos H. F. Mussi*
Eduardo Felipe Ohana**

() Economista da CEPAL-Brasília*

*(**) Coordenador de Macroeconomia - IPEA*

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO

2. ALGUMAS EVIDÊNCIAS SOBRE A
RELAÇÃO ENTRE OCIOSIDADE
ECONÔMICA E INFLAÇÃO

3. UMA CURVA DE PHILLIPS PARA A
DÉCADA DE 80 NO BRASIL

4. A ESTIMATIVA DA CURVA DE
PHILLIPS: ANÁLISE E SUGESTÕES

BIBLIOGRAFIA

SINOPSE

O trabalho analisa a evolução da inflação brasileira na década de 80 e a eficácia de políticas recessivas como estratégia de estabilização dos preços. Com este propósito, as primeiras seções apresentam o comportamento da economia brasileira nos poucos períodos identificados como de política ativa de taxa de juros, e a compara com evidências de outros países latino-americanos.

A partir do modelo macroeconômico convencional da *Curva de Phillips*, o documento avalia a relação inflação — hiato do produto e formação de expectativas, sobre a variação de preços. Para o caso brasileiro incorporou-se, na formação destas expectativas uma variável fiscal, refletindo a capacidade do setor público de cumprir os seus compromissos financeiros, além do impacto das variações da taxa de câmbio real.

Após estimar o modelo proposto para o período 1980-1991, com dados anuais, identificou-se a significativa influência, ainda que parcial, da indexação sobre a taxa de inflação. A variável de hiato do produto é significativa, porém de pequeno impacto isolado. Exercícios apresentados indicam a necessidade de bruscas quedas no produto, caso se adote apenas uma estratégia recessiva antiinflacionária.

Conclui-se que, após revisitar o tema das equações de preços, a taxa de inflação responde principalmente às regras de indexação, apesar da significância da ociosidade e das variáveis fiscal e cambial na formação de expectativas. Portanto, um programa de estabilização com êxito para o caso brasileiro não deve prescindir de um novo regime fiscal e de políticas de renda e monetária adequados aos resultados do setor público.



1. Introdução

A inflação brasileira, durante a década de 80, apresentou uma tendência de elevação por patamares. Através da variação do IGP-DI, observa-se um nível de taxa mensal da ordem de 5,0% entre 1980 e 1982. De 1983 a 1985, o patamar passou para 10%. Os anos seguintes, 1986 (4,2%) e 1987 (14,6%), perderam essa característica de estabilidade, em função das fortes intervenções dos congelamentos de preços. Entre 1988 e 1990, a taxa média mensal alcançou cerca de 25%. Em 1991, com a reedição do congelamento e de outras medidas não ortodoxas, o patamar caiu para 15,8%. Contudo, deve-se notar, a taxa de 25% voltou a ser observada entre os meses de outubro daquele ano e fevereiro de 1992.

Esses últimos doze anos de marcha inflacionária no Brasil favoreceram o desenvolvimento de várias teses sobre políticas de estabilização. No início do período, o choque do preço da energia e o hiato cambial moldaram medidas de incentivos aos investimentos na substituição energética e às exportações, junto com o controle da demanda interna. Como coadjuvante nesse ajuste, a política de administração da taxa de juros foi ativa (taxa mensal real superior a 0,5%) no último quadrimestre de 1981 e no segundo semestre de 1982 (Quadro 1).

A partir de 1983, consolidava-se o ajuste cambial e as preocupações do governo giravam em torno da minimização dos efeitos recessivos da política econômica implementada. Assim, apesar da instauração de um novo patamar de inflação, a política de taxa de juros submergiu. As taxas primárias de juros (*overnight* líquido) foram, em termos reais, negativas em 1983 e 1984.

Apesar das insistências do FMI, o problema fiscal que se formava não foi suficientemente forte para permitir a geração de um consenso profissional sobre as finanças do setor público. O governo inaugurado em 1985 tentou ancorar a inflação nas tarifas públicas, ao mesmo tempo em que retomava — durante o segundo trimestre — a política ativa de taxa de juros.

A aceleração da inflação no final de 1985, em linha com o descrédito quanto à magnitude do problema fiscal, foi tratada por uma sucessão de programas heterodoxos de estabilização. Somente no terceiro trimestre de 1987 — Plano Bresser — a política de taxa de juros voltou a funcionar. Nesse ano, a deterioração do quadro fiscal já havia sido reconhecida pela equipe econômica do governo. Contudo, a classe política rejeitou, ao final daquele ano, um conjunto de medidas nessa linha. Dessa forma, o governo, passivamente, adotou a estratégia do "feijão com arroz". Em 1988, a inflação média mensal aumentou 5 pontos percentuais em relação ao ano anterior.

Um retorno à heterodoxia foi ensaiado em janeiro de 1989. Como coadjuvante, acionou-se uma administração ativa da taxa de juros no primeiro quadrimestre do ano. Como os instrumentos financeiros que estavam à disposição (LFT) eram limitados, o governo se viu forçado a recuar dessa iniciativa. Ao final daquele ano, às portas da hiperinflação, a política ativa de juros foi retomada, sem sucesso.

O ano de 1990 foi bastante atípico em termos de política econômica. Após uma criativa e inédita reforma monetária, a preocupação com o quadro recessivo estimulou uma abrupta monetização, que, apesar da cunha fiscal, possibilitou um cenário de reaceleração da inflação. A recuperação, no último quadrimestre, do valor real da taxa de câmbio, em resposta à degradação das contas externas, foi acompanhada por elevação da taxa real de juros. A inflação, não obstante, se acelerou, apesar de uma acentuada queda no nível de atividade — o nível de utilização da capacidade instalada da FGV/RJ cai de 79% em outubro de 1990 para 68% em janeiro de 1991.

Em 1991, assistiu-se a um estranho conjunto de políticas econômicas. Essas variaram de um congelamento de preços com reformas no sistema financeiro à liberalização econômica, acompanhada por uma tentativa de ancoragem da taxa de câmbio real. Em seguida, ocorreu uma mididesvalorização cambial e foi implantada uma política ativa de juros, que, ao reproduzir o quadro recessivo do ano anterior, não conseguiu reduzir, de forma significativa, a taxa inflacionária.¹

1 Alguns economistas alegam que o sucesso do atual regime de taxa de juros teria sido o corte na taxa de inflação esperada.

Esta alongada introdução, servindo-se de um sumário executivo sobre as experiências na década de 80 de medidas de controle inflacionário, pretende justificar o tema desta nota, que se refere à eficácia da política ativa de administração da taxa de juros como instrumento solitário no combate à inflação.

Nesse sentido, a questão a ser analisada constitui-se na relevância da recessão como estratégia antiinflacionária. Como apontado, a persistência inflacionária ao longo da década não estimulou uma política ativa contínua de taxa de juros. A intermitência dessa medida em muito se deve à restrição de ordem política à formação de um cenário recessivo. Como a queda no nível de atividade é identificada com o instrumento da taxa de juros, as pressões políticas tendem a atuar sobre essa variável, tornando as recessões experimentadas sacrifícios vãos.

Esta nota apresenta na primeira parte algumas evidências internacionais da relação entre hiato de produto e inflação. Na segunda parte, o modelo convencional de IS-LM com curva de Phillips é apresentado para ensejar uma sugestão sobre a equação de preços para o caso brasileiro, envolvendo alguns determinantes de expectativas.

QUADRO 1
BRASIL: PERÍODOS COM POLÍTICA ATIVA DE TAXA DE JUROS
NA DÉCADA DE 1980^{a/}

PERÍODO	TAXA DE JUROS REAL ^{b/} MÉDIA MENSAL (%)	UTILIZAÇÃO DE CAPACIDADE (%)		TAXA DE INFLAÇÃO (IGP/DI) (%)	
		TRIM. ANTERIOR	AO FINAL DO PERÍODO	MÊS ANTERIOR	1º MÊS SEGUINTE
1981 último quadrim.	1,3	76,0	74,0	6,7	6,3
1982 2º semestre	2,2	76,0	73,0	7,9	6,1
1985 2º semestre	3,0	77,0	77,0	12,7	8,9
1987 3º semestre	3,2	83,0	80,0	25,9	11,1
1989 1º quadrim.	4,1	80,7	79,0	28,9	12,8
1989 último trim.	6,1	80,7	79,0	38,9	71,9
1990 último quadrim.	3,1	74,0	68,0	12,9	19,9
1991 último quadrim.	3,9	74,5	69,0	15,4	26,8

FONTE: FGV/RJ. Capacidade na Indústria de Transformação.
Análise Editora. Taxa de juros no Brasil.

NOTAS:

a/ Política ativa é definida pela taxa real mensal maior que 0,5%, por três meses ou mais.

b/ Foi utilizada a taxa de *overnight* líquida de imposto de renda até 1988. Após 1989, trabalhou-se com a taxa bruta do *over*.

2. Algumas Evidências sobre a Relação entre Ociosidade Econômica e Inflação

No início da década de 1980, a literatura econômica nacional registrou vários trabalhos sobre equações de preços, que tentavam modelar os condicionantes da inflação no país. Dentre esses, cabe destaque ao debate entre Contador e Lopes/Resende, onde o principal tema referia-se à significância da capacidade ociosa na economia para explicar o comportamento da inflação. O pano de fundo de discussão era sustentado pelo contraste entre as teses de estabilização utilizando políticas de rendas e as propostas ortodoxas.

O modelo macroeconômico convencional inter-relaciona políticas monetárias e fiscais — utilizando-se do instrumental analítico da IS e LM, originalmente desenvolvido por Hicks em 1937 — com o comportamento dos preços através da curva de Phillips, da seguinte forma [Ner Hicks (1937) e Phillips (1958)]:

(1) **LM:** $m - p = a - bi + y$, onde as variáveis são apresentadas na forma logarítmica. m = moeda; p = índice de preço, i = taxa de juros (custo de oportunidade da moeda) e y = produto real.

(2) **IS:** $y = d - h(i - \pi^e)$, onde π^e é a taxa de inflação esperada.

(3) $\pi = j(y - \bar{y}) + \pi^e$, onde \bar{y} = produto potencial.

Assim, o modelo macroeconômico convencional estipula que medidas monetárias restritivas (corte de liquidez ou administração da taxa de juros) fazem o juro nominal subir. A elevação dessa taxa provoca o excesso de oferta no mercado de bens. Se o nível dos preços é inflexível para baixo, de forma que a liquidez real não volte a aumentar, transações econômicas são canceladas e os fatores de produção são desempregados. Esse é o processo de formação de capacidade ociosa na economia.

A curva de Phillips associa o comportamento da inflação com o excesso de demanda e com a expectativa inflacionária, sob a forma de uma relação e não de uma proposição teórica.

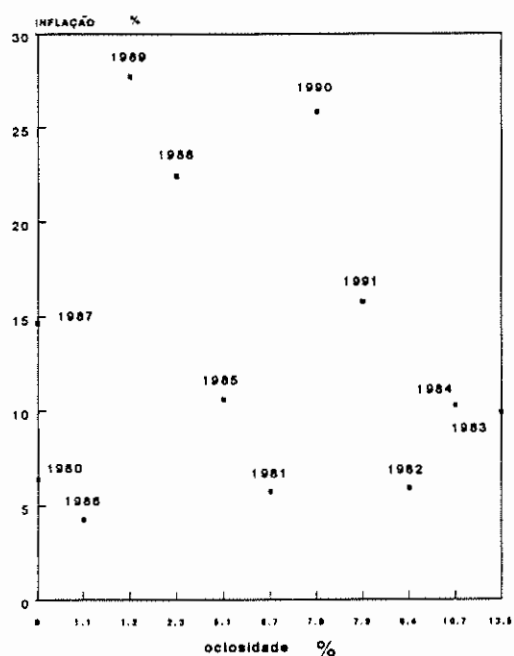
O Quadro 2 mostra, para vários países da América Latina, diagramas sobre a relação entre hiato de produto e inflação, na década de 80. Fica evidente que outros fatores de política econômica interferem na associação das variáveis, o que pode ser avaliado, nos vários países, pelo número de anos com comportamento contrário ao esperado pela curva de Phillips. (Quadro 3).

Esses resultados reafirmam as conclusões de Contador (1985) a respeito da influência de outras variáveis (e medidas econômicas) sobre esta relação entre inflação e pressão de demanda, que, como menciona aquele autor, permanece inatacada — a não ser pelos monetaristas — na literatura e na fé dos economistas.

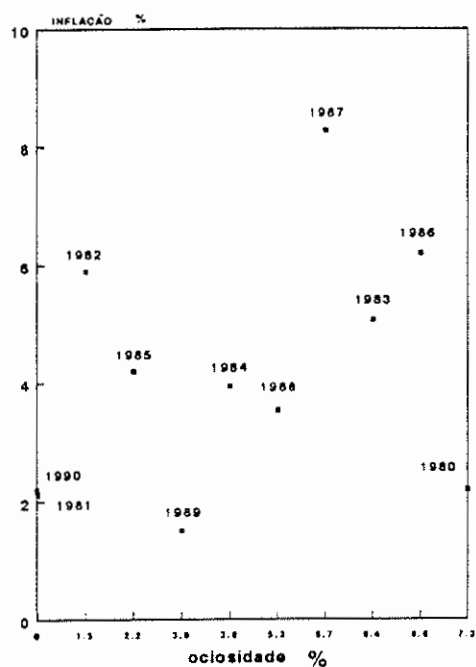
O caso brasileiro é um típico resultado das interferências de política econômica. A análise do diagrama para o Brasil (Quadro 4) permite a classificação, ao longo da década, de três distintos padrões. O primeiro refere-se ao período de 1980-84, que se caracteriza pela acumulação de poderes excepcionais no Executivo para a condução de programas econômicos. Foram préfixações e controles de preços, ao lado de políticas salariais restritivas, moldando e limitando o repasse de impactos dos ajustes. Não obstante, nota-se claramente a mudança do patamar inflacionário em 1983, ligada à maxidesvalorização cambial naquele ano. Essa centralização de poder, em parte, foi responsável pela formatação da indexação nesse período. A análise do diagrama retrata a base empírica do desenvolvimento da tese sobre a inflação inercial, que desembocou, com toda a força, no plano Cruzado em 1986.

QUADRO 2

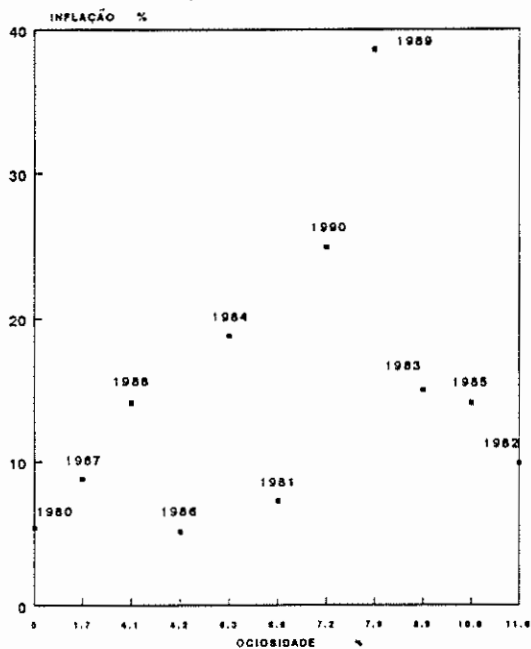
BRASIL
Inflação mensal e ociosidade



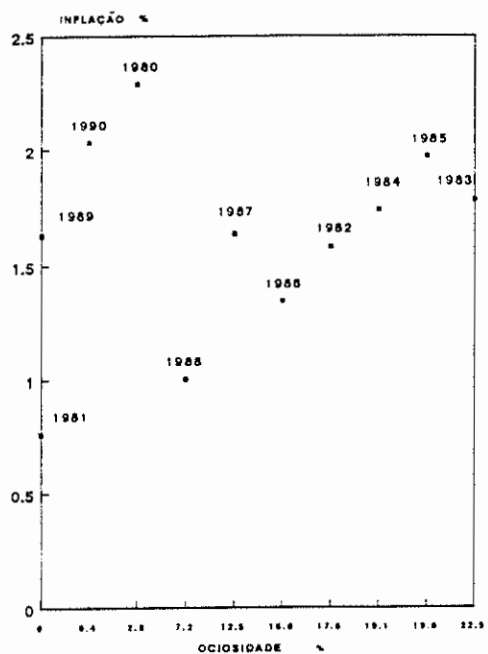
MÉXICO
Inflación mensual e ociosidade



ARGENTINA
Inflación mensual e ociosidade



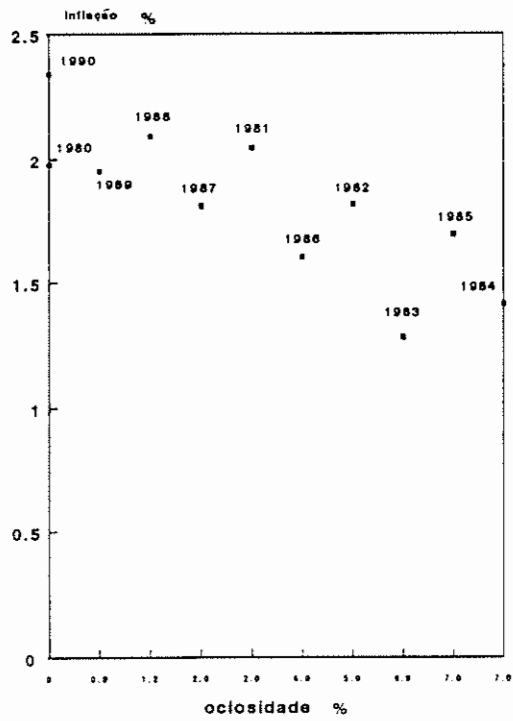
CHILE
Inflación mensual e ociosidade



QUADRO 2 (Cont.)

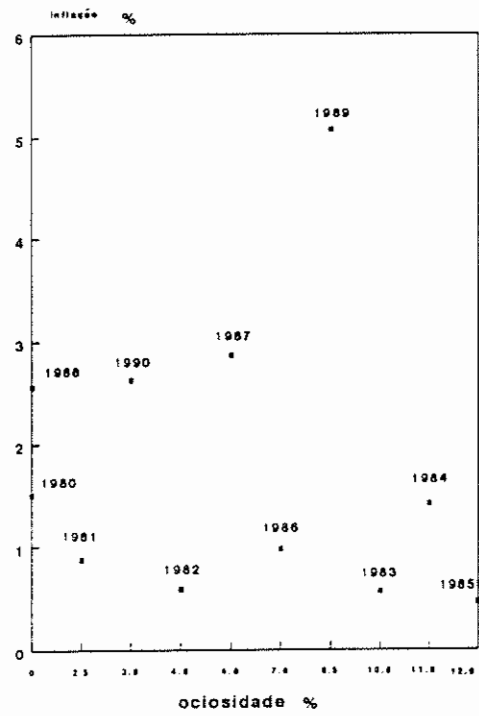
COLÔMBIA

Inflação mensal e ociosidade



VENEZUELA

Inflação mensal e Ociosidade



QUADRO 3

ASSOCIAÇÃO ENTRE INFLAÇÃO E CAPACIDADE OCIOSA(1)
Nº DE ANOS COM COMPORTAMENTO CONTRÁRIO AO PREVISTO PELA CURVA DE
PHILLIPS NA DÉCADA DE 80

PAÍSES	Nº DE ANOS
Argentina	7
Brasil(2)	5
Chile	9
Colômbia	3
México	6
Venezuela	5

NOTA: (1) A capacidade ociosa foi estimada através da reta de tendência do produto potencial, que passa pelos anos de pico de produção. A inflação é medida pelo índice de preços ao consumidor, exceto no caso do Brasil, em que se usou o IGP-DI.

(2) Período 1980-1991.

O segundo padrão de política econômica é ligado à aplicação de planos heterodoxos nos anos de 1986, 1987 e 1990. O ano de 1986 é claramente de repressão inflacionária. Em parte, o mesmo ocorre em 1987, quando é comparado com 1988 e 1989. Por outro lado, o ano de 1990 parece sofrer excesso de inflação ao ser comparado com 1988, 1989 e 1991.

O último padrão descreve aqueles anos em que a política econômica seguiu princípios mais convencionais, sem artificialismos exagerados, resultando em pontos razoavelmente consistentes com uma curva de Phillips - 1988, 1989 e 1991. Essa observação não significa um endosso à estratégia de controle inflacionário pela geração de ociosidade. Por um lado, porque se trata de uma simples observação gráfica para três pontos. Por outro, o deslocamento ao longo da curva, dado o seu hipotético posicionamento, exigiria taxas de ociosidade politicamente insuportáveis (esse ponto será tratado na parte seguinte).

Assim, as evidências indicam que:

- i) a relação inflação — hiato de produto não é direta, dependendo das circunstâncias da política econômica;
- ii) as variáveis determinantes do deslocamento da curva de Phillips devem ser mais analisadas.

3. Uma Curva de Phillips para a Década de 80 no Brasil

A curva de Phillips, em sua formulação mais usual na análise da inflação, inclui, como na equação (3), um termo para expectativas sobre a variação dos preços (π^e).

O tratamento das expectativas, em modelos dessa natureza, costuma seguir formulações matemáticas, tipo esquemas auto-regressivos, definindo um padrão de reprodução dessa variável, que simplesmente se enquadra numa forma analítica tratável.

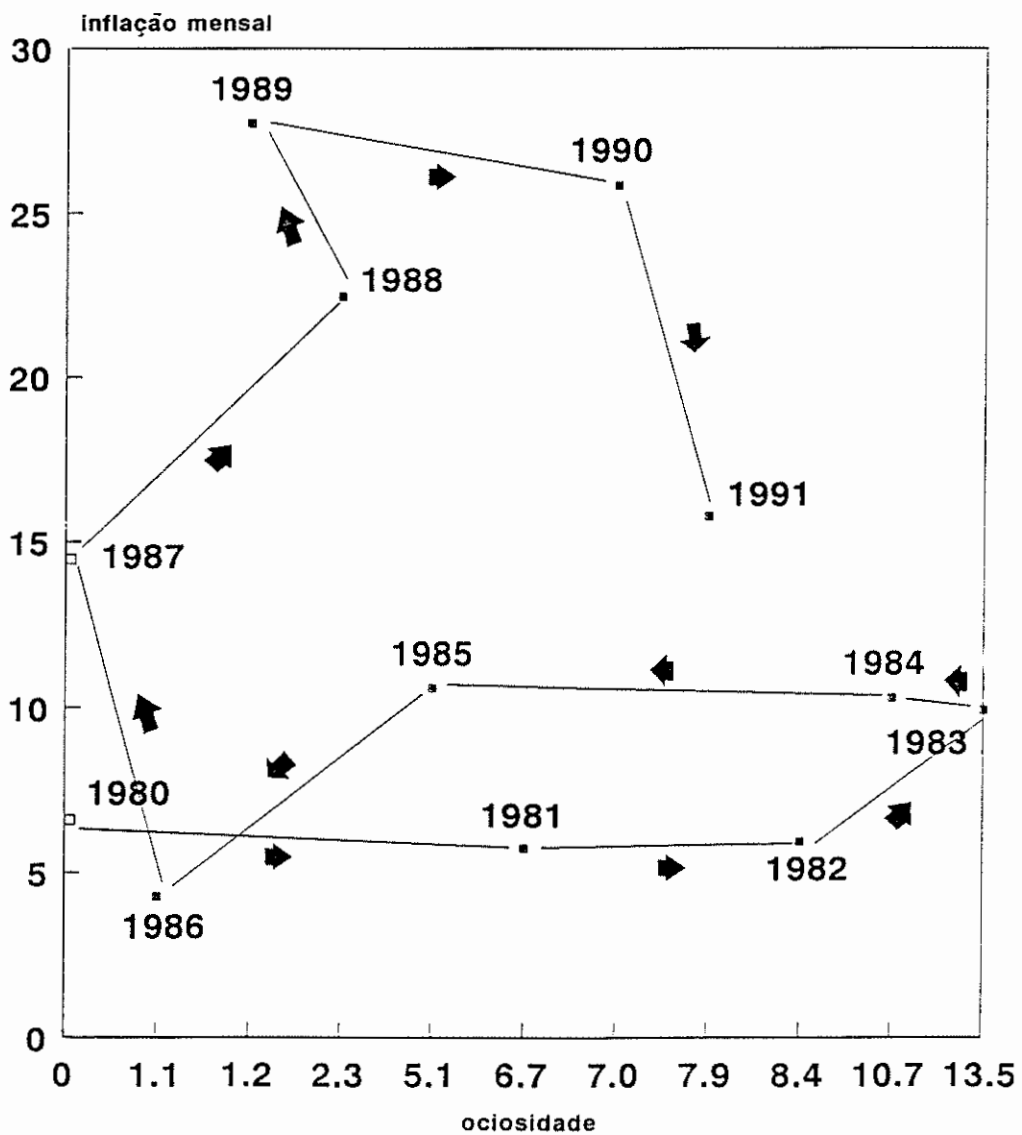
A questão importante com relação às expectativas refere-se à identificação das variáveis que definam seu comportamento. Não parece razoável formular que a inflação esperada é simplesmente aquela observada no passado recente, independentemente de qualquer ação de política econômica.

Outras formulações sobre a formação de expectativas, como a denominada "racional", propõem que

QUADRO 4

BRASIL

inflação mensal e ociosidade



os agentes econômicos são capazes de, analiticamente, antecipar movimentos explícitos de política econômica. A experiência brasileira com a política ativa de taxas de juros permite que se espere uma seqüência de eventos que passam pelo aumento do ônus financeiro para o setor público, agravando o quadro fiscal, e pela redução do nível de atividade — em parte porque o passivo interempresas é onerado —, o que conduz a uma linha de resistência política contra o desemprego.

O setor público brasileiro experimentou déficits consecutivos ao longo de toda a década de 80. A forma de financiamento mais utilizada foi o endividamento interno com taxas crescentes e prazos decrescentes. A redução dos prazos dos títulos públicos, ao longo do período, representou a contrapartida do risco dos papéis, não coberto pela taxa de juros. Em outros termos, o crédito ao setor público passou a ser rotativo, em um processo de *clean up* quase que diário de seu passivo.

Por essa razão, a capacidade do setor público de cumprir seus compromissos financeiros com a dívida interna é um conceito fundamental para os credores, em função dos riscos de confisco, aumento de tributação específica ou financiamento inflacionário. Na prática, o sofisticado sistema financeiro nacional, com agentes ultra-rationais, serve de caixa de ressonância sobre desvios na capacidade de pagamento fiscal.

Nesse sentido, é importante observar que esses títulos públicos, ao possuírem virtualmente poder liberatório, transformaram o conceito M2 de meios de pagamento na verdadeira moeda de transação, sendo M1 um mero estado temporário de M2. Assim, demandar M2 significa não dar circulação a este numerário no mercado de bens (passando por M1). Para que isto aconteça, é preciso que a taxa de juros seja superior à inflação esperada. Conseqüentemente, quando a demanda por M2 aumenta, cai a taxa de juros. Esse tipo de resultado é relevante para o modelo tradicional IS-LM porque a LM passa a ter inclinação negativa, com implicações importantes para o entendimento do impacto recessivo da política de administração da taxa de juros.

Portanto, a capacidade de pagamento da dívida interna do setor público figura, em nossa proposição, como modeladora das expectativas inflacionárias. Na equação, ela é representada pela relação entre dívida interna do Governo Federal fora do Banco Central e receita do Tesouro Nacional, VARFIS.

Pela mesma razão fiscal, a variação real da taxa de câmbio representa um impacto sobre as finanças públicas associado aos compromissos com a dívida externa. Em paralelo, uma desvalorização real da taxa cambial prenuncia a formação de pressão inflacionária sobre itens relevantes na cesta de consumo, como derivados de petróleo, transporte, trigo, entre outros. A essa variável formadora de expectativa denomina-se CAMB.

Inegavelmente, a indexação (π_{t-1}) é uma variável endógena em uma economia que opera com taxas mensais de inflação elevadas.

Dessa forma, a equação para expectativas foi formulada como:

$$(4) \pi^e = v \pi_{t-1} + k \text{ VARFIS} + h \text{ CAMB}, \text{ onde } v', k', h' > 0$$

substituindo-se (4) em (3), a curva de Phillips resulta:

$$(5) \pi = j (y - \bar{y}) + k \text{ VARFIS} + h \text{ CAMB} + v \pi_{t-1}$$

Essa equação foi estimada com mínimos quadrados ordinários e a melhor formulação é apresentada abaixo, com algumas simulações.

4. A Estimativa da Curva de Phillips: Análise e Sugestões

Dentre as diversas estimativas para a especificação proposta para a curva de Phillips no Brasil, período 1980-1991, dados anuais, o melhor resultado foi:

$$(6) \pi = 0,887 \pi_{t-1} - 16,37 \text{ OCIO} + 1,49 \text{ VARFIS} + 3,80 \text{ CAMB} - 869,10 \text{ D91}$$

$$(13,80) \quad (-3,05) \quad (9,73) \quad (3,07) \quad (-6,70)$$

$$R^2 = 0,98$$

$$R^2 = 0,97$$

$$\text{D.W.} = 1,11$$

$$F = 100,46$$

onde:

π = IGP-DI, variação percentual anual (dezembro a dezembro)

π_{t-1} = IGP-DI, variação percentual no ano anterior.

OCIO = capacidade ociosa do PIB, calculada pela reta de tendência do PIB, que passa pelos dois pontos de pico.

VARFIS = dívida interna federal fora do Banco Central/ receita do Tesouro Nacional.

CAMB = variação real média da taxa de câmbio (Cr\$/US\$).

D91 = dummy para 1991, representando o impacto das reformas monetária e financeira implementadas pelo atual governo.

Obs.: Os valores entre parênteses representam a estatística *t* de Student.

A indexação, mesmo anual, é significativa e parcial, constituindo-se na variável dominante na determinação da inflação, sendo um sério problema aos planos de estabilização. A experiência brasileira, relatada no início deste trabalho, alude à fragilidade de planos limitados a essa variável.

A curva de Phillips, deve-se enfatizar, não segue uma formulação teórica para relação inflação-ociosidade. Trata-se, meramente, de uma constatação empírica dessa relação. Portanto, o máximo que se pode tirar desse tipo de resultado é a informação sobre consistência entre o comportamento das diversas variáveis.

Por exemplo, suponhamos que a política econômica, dadas as inflações de janeiro (26,84%) e fevereiro (24,79%), deseje alcançar linearmente a taxa mensal de 2% em dezembro desse ano — algo próximo do combinado com o FMI no último acordo de janeiro de 1992 —, acumulando uma inflação janeiro-dezembro de 228,8%. Com as demais variáveis constantes (*ceteris paribus*), vale dizer, CAMB = zero, VARFIS constante e π_{t-1} dado, o resultado de consistência para esse exercício — que eventualmente seria administrado pela política ativa de juros *in solo* — aponta uma ociosidade do PIB em 18,8%, o que equivale a uma taxa de crescimento do PIB em 1992 de -10,0% sobre 1991.

Outros exercícios podem ser apresentados, na forma de cenários:

i) A recessão econômica influi negativamente na arrecadação do setor público. Em janeiro de 1992, o resultado do Tesouro aponta uma queda real de arrecadação de 19,4% sobre janeiro de 1991. Esse comportamento da receita abala a variável fiscal, pressionando a inflação. A questão, portanto, refere-se ao tamanho da ociosidade para uma meta inflacionária, em 1992, de 228,8%, dada a redução real na receita do governo de 20%.

VARFIS = queda na receita real em 20%

π_{t-1} = dado

CAMB = zero

==> ociosidade = 20,5% do PIB, equivalente a uma taxa de crescimento do PIB em 1992 de -11,7%

ii) Qual o cenário para inflação em 1992, se todas as variáveis permanecerem constantes em relação a 1991?

VARFIS = constante
 π_{t-1} = dado
CAMB = zero
OCIO = constante (igual a 1991)

==> inflação 1992 = 406,8%

iii) Qual a inflação esperada, pelo exercício, em 1992, se a receita do governo (Tesouro) cai 20% em termos reais?

VARFIS = queda na receita de 20%, sem aumento real no endividamento público

π_{t-1} = dado
CAMB = zero
OCIO = constante (igual em 1991)

==> inflação 1992 = 434,3%

iv) Qual a perspectiva da inflação para 1992, se o déficit operacional (variação no endividamento real) do setor público federal for 2,7% do PIB e a receita fiscal cair 20%, com as demais variáveis constantes?

VARFIS = aumento do endividamento em 2,7% do PIB e
queda na arrecadação do Tesouro em 20%

π_{t-1} = dado
CAMB = zero
OCIO = constante

==> inflação 1992 = 481,0%

v) Supondo, no quadro acima, que a política econômica administrasse a taxa de juros para que a inflação em 1992 fechasse em 228,8%, qual seria a ociosidade?

VARFIS = aumento do endividamento em 2,7% do PIB e
queda na arrecadação do Tesouro em 20%

π_{t-1} = dado
 π = 228,8%
CAMB = zero

==> ociosidade = 23,32% do PIB
taxa de crescimento de -15,0%

vi) Se uma medida de congelamento por um ano fosse possível, o efeito renda real — fim do imposto inflacionário — provocaria o aquecimento da demanda agregada, como experimentado durante o Plano Cruzado. Suponha-se, então, que o congelamento de preços gerasse ocupação completa da capacidade produtiva. Nesse caso, qual seria a taxa de inflação resultante, se o restante permanecesse constante em relação a 1991?

VARFIS = constante
 π_{t-1} = zero
CAMB = zero
OCIO = zero

==> inflação 1992 = 110%.

Fica claro, através dos exercícios, que o efeito da indexação é forte o suficiente para desafiar uma política antiinflacionária que não considere políticas de renda em seu programa. Em paralelo, uma

política de renda *cum* administração de taxa de juros somente, estilo Plano Verão, esbarra na variável fiscal, que, juntamente com qualquer ruído pelo lado da taxa cambial, prejudicaria a estabilização.

Não se pode esperar dessa equação respostas a questões comportamentais como o que aconteceria com a demanda por M2 na presença de um congelamento de preços. O aumento na velocidade de transação de M2 pode, além do efeito renda real, detonar um superaquecimento da demanda agregada numa época de congelamento com taxas de juros nominais reduzidas (ilusão monetária) e *tablita*. Da mesma maneira, é possível que a adoção de medidas fiscais e um programa de estabilização com política de rendas, assegurando-se uma atmosfera de compromisso fiscal no país, gere confiança suficiente nos credores do setor público, estabilizando a demanda por moeda (ou títulos públicos).

Esses são pontos técnicos que estão no centro das preocupações com a administração de um programa de estabilização, que pode ser subsidiado por modelos mais completos que uma simples curva de Phillips. Não obstante, mesmo sem importantes relações comportamentais, a equação estimada permite um teste de consistência sobre um possível conjunto de objetivos.

O delineamento de um programa de estabilização, tal como analisado pela curva de Phillips, dificilmente poderia prescindir de uma política de rendas, que em nosso exercício significaria fazer $\pi_{t-1} = \text{zero}$. Para se contrapor ao efeito renda real dessa política e evitar aumento no endividamento real do setor público, a receita fiscal seria ampliada em 2,7% do PIB. A taxa de 2,7% do PIB é o déficit operacional esperado para 1992. A variação da taxa real de câmbio seria nula e a meta inflacionária seria 5% acumulados em 12 meses.

Se essas metas fossem alcançadas e se a arrecadação fiscal fosse suficiente para permitir a devida administração das taxas de juros, sem que o setor público recorresse a novo endividamento, o nível de ociosidade consistente para 1992 (ou 12 meses seguintes) seria de 5% do PIB, o que significaria uma taxa de crescimento do PIB de 5,3% em relação a 1991.

Esse tipo de exercício demonstra que um programa econômico de estabilização deve considerar mutuamente políticas de rendas, fiscal e monetária. Mostra ainda a existência de um espaço consistente e factível para o comportamento do nível de atividade. A maior dificuldade do atual exercício reside na relação fiscal-monetária, vale dizer, é necessário que a renda fiscal disponível (superávit primário) seja tal que a política de taxa de juros possa ser administrada em sintonia fina com o nível da demanda agregada. Contudo, como o déficit operacional de 2,7% do PIB, previsto, considera um gasto com juros reais da dívida interna em cerca de 4,1% do PIB e de 1,6% com a dívida externa, os números simulados não estão distantes do necessário ao programa.

É importante notar que a administração do programa deveria, ainda, reconhecer e seguir o *timing* apropriado. Não seria recomendável a instauração das medidas de política de rendas antes de se assegurar um confortável e seguro resultado do setor público que seja consistente no tempo, significando um novo regime fiscal. Na verdade, seria aconselhável uma *overdose* na arrecadação para permitir, através de um recuo nas alíquotas ou elevação de gastos, a sinalização para o crescimento, em linha com a política monetária.

5. Conclusões

Este trabalho foi estimulado pelo quadro conjuntural da economia brasileira no início de 1992. Existem, aparentemente, fortes dificuldades no âmbito das negociações sobre um programa fiscal que seja suficientemente forte para reviver a confiança nas finanças públicas. Essas dificuldades existiram por toda a década de 80.

Perante esse quadro, a administração da política econômica atual passou a adotar uma política de administração ativa da taxa de juros que provocou uma ociosidade na capacidade instalada da economia de cerca de 8,0% do PIB potencial em 1991, o que só é superado pelos anos de 1982, 1983 e 1984. Tal como naqueles anos, o custo político dessa estratégia começa a aflorar, na forma de pressões e pronunciamentos em favor de medidas anticíclicas e de suavização da taxa de juros.

Tratou-se de revisitar o tema das equações de preço, tão em voga ao início da década passada, com o propósito de analisar a força da recessão contra a inflação e a importância das variáveis fiscais na

formação das expectativas inflacionárias. As conclusões para o desempenho da década de 80 são as de que, embora a ociosidade tenha significância, a indexação é a variável dominante e o aspecto fiscal da economia é relevante na formação das expectativas.

O exercício mostra que a sustentação da política de estabilização, somente através da administração da taxa de juros, exigiria um grau de ociosidade, para uma meta de 2% de inflação em dezembro de 1992, equivalente a uma queda no PIB de cerca de 10,0%.

As principais lições dessa pesquisa vão ao encontro do que estão dizendo os economistas no país há algum tempo. Primeiro, que um programa de estabilização que prescindia de uma política de rendas e de um novo regime fiscal, dificilmente teria êxito. Segundo, o item problemático na inflação brasileira é a indexação, enquanto a variável mais importante e complexa é a questão fiscal.

BIBLIOGRAFIA

- BARBOSA, Fernando de Holanda. As Origens e Conseqüências da Inflação na América Latina. Rio de Janeiro, FGV, 1987. 27 p. versão preliminar.
- CALVO, Guillermo A. Are High Interest Rates Effective for Stopping High Inflation? Some Skeptical Notes. *The World Bank Economic Review*, 6(1):55-69 Jan. 1992.
- CALVO, Guillermo A. & CORICELLI, Fabrizio. Stagflationary Effects of Stabilization Programs in Reforming Socialist Countries: Enterprise - Side and Household - Side Factors. *The World Bank Economic Review*, 6(1):71-90 Jan. 1992.
- COMMANDER, Simon. Inflation and The Transition to a Market Economy: an Overview. *The World Bank Economic Review*, 6(1):3-12 Jan. 1992.
- COMMANDER, Simon & CORICELLI, Fabrizio. Price - Wage Dynamics and Inflation in Socialist Economies: Empirical Models for Hungary and Poland. *The World Bank Economic Review*, 6(1):33-53 Jan. 1992.
- CONTADOR, Cláudio R. Reflexões sobre o Dilema entre Inflação e Crescimento Econômico na Década de 80. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 15(1):33-72 Abr. 1985.
- CONTADOR, Cláudio R. Sobre as Causas da Recente Aceleração Inflacionária: Comentário. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 12(2):607-614 Ago. 1982.
- DORNBUSCH, Rudiger. Lessons from Experiences with High Inflation. *The World Bank Economic Review*, 6(1):13-31 Jan. 1992.
- HICKS, J.R. Mr. Keynes and the Classics: a suggested interpretation. *Econometrica*, 5. 1937
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, N. When do Heterodox Stabilization Programs Work? Lessons from Experience. *The World Bank Research Observer*, 7(1):35-57 Jan. 1992.
- LEAL, Carlos Ivan Simonsen & WERLANG, Sérgio Ribeiro da Costa. Macroeconomia com M4. In: Encontro Nacional de Economia, 18. Brasília, 1990. Anais. Brasília ANPEC, 1990. v.2 p. 793-809.
- LERDA, Juan Carlos. Indexação Ampliada, Esquema Ponzi de Financiamento do Setor Público e Hiperinflação Clássica: O Caso do Brasil? Brasília, UnB. Departamento de Economia, 1988. 21 p. mimeo.
- LINDAUER, David L. & VELENCHIR, Ann D. Government Spending in Developing Countries: Trends, Causes and Consequences. *The World Bank Research Observer*, 7(1):59-78 Jan. 1992.
- LOPES, Francisco & RESENDE, André Lara. Sobre as Causas da Recente Aceleração Inflacionária: Réplica. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 12(2):615-622 Ago. 1982.
- PHILLIPS, A.W. The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, 25:283-99, nov.1958.
- RESENDE, André Lara & LOPES, Francisco. Sobre as Causas da Recente Aceleração Inflacionária. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 11(3):599-616 Dez. 1981.
-

