

**BASTOS, Carlos Pinkusfeld Monteiro. “Inflação e estabilização”. In: José Luís Fiori; Carlos Medeiros. (Org.). *Polarização mundial e crescimento*. Petrópolis, Editora Vozes, 2001, p. 201-241.**

## **Inflação e estabilização\***

**Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos**

Durante os anos 80, a grande maioria das economias da América Latina registrou processos inflacionários persistentes, com elevadas taxas, sem precedentes mesmo para uma região com longa tradição inflacionária. Além desta, outra novidade atingiu a região naquele período: mesmo os países que conseguiram levar adiante com grande sucesso seus projetos desenvolvimentistas do pós-guerra, como Brasil e México, tiveram então suas economias praticamente estagnadas.

Ao final da década de 90, ainda que permanecesse o desempenho medíocre em termos de crescimento econômico, toda a região apresentava taxas de inflação muito reduzidas, mesmo para os padrões históricos inflacionários do continente.

Em torno de tais fatos da história econômica da América Latina consolidou-se uma interpretação aceita de forma praticamente consensual entre economistas e mesmo no senso comum. De forma simplificada, essa interpretação pode ser resumida nos termos apresentados abaixo.

Durante muitos anos, os países da América Latina foram guiados por política macroeconômicas “populistas”, que deixaram como consequência mais funesta processos inflacionários incontroláveis e que terminaram por destruir o próprio alvo maior das políticas desenvolvimentistas: o crescimento econômico acelerado. Após algumas “aventuras heterodoxas”, todos os países, um a um, foram aprendendo da forma mais difícil a dura lição da responsabilidade fiscal, cuja inobservância seria a causa fundamental da inflação e, por consequência, de todos os enormes desajustes macroeconômicos que daí decorrem. Segundo essa interpretação, tais aventuras não foram de todo inúteis, já que alguns de seus elementos relacionados à “coordenação dos agentes econômicos” acabaram aceitos como parte do receituário básico das políticas de estabilização de sucesso nos anos 90, que no entanto tinham como peça central o equilíbrio fiscal. Assim, déficit fiscal levaria a descontrole da emissão monetária, tendo como resultado excesso crônico de demanda agregada, responsável pela inflação.

A interpretação ortodoxa da inflação e da estabilização dos 80/90 acabou convergindo para fiscalismo quase fundamentalista, que se tornou o norte da política econômica aplicada no continente na segunda metade dos 90. Vistas as consequências sobre o desenvolvimento desses países de tal opção de política econômica, a crítica à interpretação da inflação como fenômeno de excesso de demanda de origem fiscal se torna relevante.

Interpretação alternativa, que segue a teoria da inflação de custos, aponta esse mesmo surto inflacionário como resultado de grave desequilíbrio externo, ocasionando persistente desvalorização do câmbio nominal, com impacto sobre os custos. A interação desse impulso externo com a dinâmica dos juros e salários nominais causaria uma espiral inflacionária.

O curioso em relação à interpretação que se tornou dominante é que os fenômenos ocorridos nos anos 80 e 90, dado seu caráter extremo, fornecem excelente oportunidade para a confirmação dos princípios básicos da teoria da inflação de custos.

---

\* O autor agradece aos participantes do Grupo de Economia Política do IE/UFRJ pela discussão e apoio permanentes. Agradeço, também, o apoio financeiro da FAPERJ.

Os fatos apontam na direção de que os surtos inflacionários dos anos 80 são consequência direta da deterioração das contas externas dos países latino-americanos e do virtual estancamento dos fluxos voluntários para os mesmos. Da mesma forma, as estabilizações que se consolidaram nos anos 90 refletiram um movimento simétrico, qual seja, a melhoria das contas externas desses países e principalmente seu retorno ao mercado internacional de capitais. No caso brasileiro, essa diferença explica tanto o fracasso quanto o sucesso de dois planos de estabilização fortemente heterodoxos, como são os casos do Cruzado em 1986 e do Real em 1994.

Nossa contribuição, nesse trabalho, é o desenvolvimento de uma interpretação tanto da inflação dos anos 80 e 90 quanto de sua estabilização, baseada na abordagem da inflação de custos, assumindo a questão externa papel crucial em ambos os eventos. Na primeira seção procuramos caracterizar as mudanças nas condições estruturais externas da América Latina, que explicam tanto o surto inflacionário como seu posterior estancamento. Nessa seção fazemos também uma comparação com fenômeno histórico similar, as hiperinflações dos anos 20 em alguns países europeus, não só nos seus aspectos empíricos como também no que se refere à interpretação teórica do mesmo fenômeno. Essa comparação nos dá um parâmetro e ajuda a organizar a discussão sobre os fenômenos latino-americanos recentes.

Na segunda seção, retomamos o desenvolvimento teórico do pensamento heterodoxo latino-americanos, o qual enfatizava o impacto da restrição externa sobre a inflação, cronicamente elevada, no continente. Na seção seguinte são analisados os modelos de inflação de custos desenvolvidos nos anos 80 e identificados algumas de suas limitações, para compreender a dinâmica inflacionária do Brasil nos anos 80 e 90. Na quarta seção procuramos superar as limitações apontadas anteriormente, desenvolvendo uma discussão da relação, sugerida na literatura sraffiana, entre as taxas de juros e mark-ups nominais. Finalmente, na última seção, essas ideias são utilizadas para uma releitura das experiências dos Planos Cruzado e Real.

### ***Condições estruturais para inflação e estabilização***

Segundo nossa interpretação, o surto da alta inflação que atingiu a América Latina durante os anos 80 e parte dos 90, bem como a estabilização econômica da região nessa década são consequência direta da mudança dramática das condições externas dessas economias. Um primeiro passo que nos indica que algo negativo e peculiar ocorreu na região nos anos 80 é a comparação entre as taxas de inflação do continente e as dos países desenvolvidos. Se, por um lado, é fato que as médias das taxas inflacionárias do continente europeu foram mais elevadas nos países latino-americanos do que nos países desenvolvidos, por outro devemos notar que a tendência da taxa de inflação é a mesma dentro das respectivas décadas. A exceção é a década de 80 quando, grosso modo, a inflação média na América Latina mais do que dobra e a dos países desenvolvidos cai à metade. Na década seguinte observa-se o retorno à convergência de tendências.<sup>1</sup> Na

---

<sup>1</sup> Ainda que não seja nosso objetivo desenvolver essa ideia em detalhe, deve-se ressaltar que a análise do fenômeno inflacionário deve partir de um ponto de vista de economia aberta, ou seja, do impacto dos principais custos que são, em grande medida, sistêmicos à economia mundial. A análise tradicional da inflação parte do vício original de ser basicamente referida a uma economia fechada e do eventual excesso de demanda sobre a capacidade produtiva máxima. Essa tradição é condenável por todos os ângulos. Por um lado, mesmo dentro da tradição do excesso de demanda, relega-se a segundo plano o papel crucial no curto prazo do comércio exterior. Por outro, na abordagem da inflação de custos, perde-se o caráter intrinsecamente internacional da formação de elementos básicos, como preços de *commodities*, taxas de câmbio e juros nominais. Bom exemplo dessa perda de qualidade analítica na tradição heterodoxa, com a ênfase na análise da economia fechada, é a interpretação usual da política

verdade, dentro dessa perspectiva sistêmica deve-se observar que a inflação praticamente é varrida do mundo, ainda que não se possa constatar a imposição de nenhuma disciplina fiscal em todos os países.<sup>2</sup>

O início do “drama” inflacionário latino-americano começa com os choques das *commodities* e principalmente do petróleo, a partir do final dos anos setenta. Mas, como já vimos, isso não era originalidade desse continente. Entretanto, o choque de juros e petróleo, bem como a consequente reversão do preço das *commodities* atingiram a região de forma muito intensa, tanto no que diz respeito, em parte, aos preços, como principalmente numa fortíssima deterioração dos saldos em transações correntes das condições dos financiamentos dos balanços de pagamento. A estratégia de endividamento externo dos anos anteriores, que tem como data crítica a moratória do México de 1982, mostrou-se inviável, tendo em vista as novas taxas de juros e a situação das balanças comerciais.

A tabela 1 mostra um resumo dessa situação.<sup>3</sup> Em primeiro lugar, o continente passou a comprometer parcela substancial de suas exportações com o pagamento das rendas enviadas ao exterior e, em segundo, os fluxos de capitais passaram a ser negativos. Essa situação forçava os países a adotarem políticas de elevadas desvalorizações reais da taxa de câmbio e de manutenção das taxas reais então alcançadas, gerando persistentes pressões inflacionárias (para a dinâmica juros, câmbio e preços, ver quinta seção). É curioso notar que essas políticas eram adotadas sob a égide do FMI, com o nome genérico de políticas de estabilização, quando na verdade nada mais inflacionário que violentas desvalorizações cambiais em economias já altamente inflacionárias e com generalizados esquemas formais e/ou informais de indexação.

---

antiinflacionária dos juros altos de Paul Volcker, ao final da década de 70. Numa leitura convencional, de economia fechada, essa elevação dos juros teria impacto sobre a demanda interna, e, assim, sobre a inflação, enquanto numa perspectiva internacional teria impacto na volatilidade dos preços das *commodities* e do câmbio.

<sup>2</sup> Fazendo a média dos anos 99 e 98 e 96 e 99, encontramos poucos países com inflação acima de 20% nessas duas medidas. Muitos são países pobres africanos, a maioria vivendo guerras civis, como Angola, Gabão, Serra Leoa, Sudão e Zimbábue. Na Ásia, temos Indonésia, Laos, Myanmar e Quirguistão. Na América Latina, Equador e na Europa Oriental, a Romênia. Apenas um país com economia de maior porte vem enfrentando problemas de inflação nos últimos anos, a Turquia. De qualquer forma, suas taxas médias localizam-se na casa dos 70%, sendo que apenas um país, Angola, registra taxas médias superiores a 100%.

<sup>3</sup> A tabela consolida os dados para Brasil, México, Chile, Colômbia e Argentina.

**Tabela 1**  
**Dados consolidados do setor externo de Brasil, México, Chile, Colômbia e**  
**Argentina entre 1980-1999 (US\$ milhões)**

| Ano  | Exportações | Conta Corrente | Renda (crédito) | Renda (débito) | RLEE     | RLEE/Exp. (%) | Conta de Capital |
|------|-------------|----------------|-----------------|----------------|----------|---------------|------------------|
| 1980 | 54.813      | 30.204         | 4.916           | 20.968         | (16.052) | 29            | 27.676           |
| 1981 | 62.495      | 39.590         | 5.388           | 31.249         | (25.861) | 41            | 47.554           |
| 1982 | 58.585      | 29.917         | 4.791           | 38.012         | (33.221) | 57            | 13.163           |
| 1983 | 62.510      | 7.504          | 3.371           | 31.777         | (28.406) | 45            | (11.284)         |
| 1984 | 71.325      | 1.791          | 4.511           | 35.257         | (30.746) | 43            | (4.304)          |
| 1985 | 68.148      | 3.655          | 4.464           | 33.528         | (29.064) | 43            | (7.808)          |
| 1986 | 60.298      | 10.356         | 3.705           | 30.250         | (26.545) | 44            | (7.204)          |
| 1987 | 70.050      | 1.839          | 3.595           | 28.684         | (25.089) | 36            | (13468)          |
| 1988 | 85.409      | 237            | 4.473           | 32.400         | (27.927) | 33            | (13.227)         |
| 1989 | 92.929      | 7.018          | 5.275           | 36.583         | (31.308) | 34            | (16.680)         |
| 1990 | 99.616      | 6.667          | 7.115           | 35.481         | (28.366) | 28            | (29)             |
| 1991 | 102.460     | 14.735         | 7.141           | 35.543         | (28.402) | 28            | 20.640           |
| 1992 | 111.148     | 23.929         | 7.267           | 30.769         | (23.502) | 21            | 43.595           |
| 1993 | 119.873     | 35.806         | 7.661           | 35.382         | (27.721) | 23            | 67.388           |
| 1994 | 140.109     | 39.798         | 10.273          | 39.151         | (28.878) | 21            | 43.788           |
| 1995 | 173.096     | 21.423         | 13.119          | 45.772         | (32.653) | 19            | 30.274           |
| 1996 | 193.550     | 30.779         | 15.352          | 51.086         | (35.734) | 18            | 63.492           |
| 1997 | 217.976     | 47.673         | 17.252          | 56.886         | (39.634) | 18            | 75.390           |
| 1998 | 220.703     | 62.044         | 18.056          | 61.166         | (43.110) | 20            | 63.729           |
| 1999 | 235.215     | 25.008         | 12.931          | 37.939         | (25.007) | 11            | 40.405           |

Fonte: FMI.

A mesma tabela 1 nos mostra a reversão dessa situação a partir do final dos anos 80 e os volumes substanciais de fluxos de capitais que passam a ocorrer nos anos 90 para toda a região. Para os objetivos deste artigo, o registro dessa mudança das condições estruturais do mercado de capitais internacional é suficiente para estabelecer condições estruturais consistentes com a estabilização econômica do continente. Deve-se, entretanto, perceber que o retorno do fluxo de capitais precede a estabilização inflacionária, o que vai contra a ideia, muitas vezes repetida por autoridades econômicas, da importância da estabilidade para o acesso aos mercados de capitais internacionais. Na verdade, o oposto é verdadeiro.<sup>4</sup> Uma vez que se estabelecem as condições externas estruturais, tanto para explicar inflação quanto estabilização, não se pode deixar de notar que os fenômenos observados na América Latina nas décadas de 80 e 90 são praticamente idênticos aos das estabilizações europeias dos anos 20.

Depois da Primeira Guerra, países como Alemanha, Áustria, Polônia, Hungria e Rússia também enfrentaram dramática deterioração das suas condições externas, bem como o estancamento do fluxo de capitais voluntários do exterior. A deterioração esteve ligada à reparação de guerra, mais intensa nos casos da Alemanha e Áustria, e ao chamado “deslocamento” das estruturas produtivas e do comércio nos novos estados que surgiram do despedaçamento do Império austro-húngaro.<sup>5</sup> Essa situação iria se

<sup>4</sup> As razões para esse retorno ao mercado de capitais internacional se originam no *front* externo, como a renegociação da dívida externa e o processo de securitização da mesma, bem como a liberalização financeira nos Estados Unidos. Buscando aproveitar essa mudança das condições do mercado financeiro internacional promoveram-se reformas de ordem interna, como a liberalização da conta de capitais, as privatizações e mudanças nas regras de investimentos externos.

<sup>5</sup> Como parte de um mesmo império alguns países tinham funções produtivas específicas dentro da divisão geoeconômica de uma mesma nação, perdidas com a independência. Isso ocorre em meio à

reverter com a mudança das condições do mercado internacional de capitais ocorrida na segunda metade dos anos 20. Na verdade, deu-se importante mudança no clima geopolítico internacional, com as dificuldades que estavam sendo impostas principalmente à Alemanha vistas como desestabilizadoras do precário equilíbrio europeu. Medida concreta que refletiu essa mudança de abordagem para os problemas da Europa oriental e principalmente à Alemanha foi a implementação do Plano Dawes, em 1924. Esse plano incluiu tanto empréstimos quanto a repactuação dos pagamentos de reparação de guerra pela Alemanha. No ano de sua implementação, os empréstimos do plano representaram 95% dos quase um bilhão de marcos-ouro recebidos como crédito de longo prazo pela Alemanha, valor que se elevou algo em torno de 12% nos dois anos seguintes.<sup>6</sup>

A experiência histórica dos anos 20 não apenas ajuda a entender a inflação da América Latina nos anos 80 como resultado da mudança das condições externas, como também mostra que o debate polarizado entre a posição ortodoxa e a leitura de inflação de custos vem desde essa época, com interessante divisões políticas em torno dos diferentes diagnósticos teóricos, e consequentemente das propostas de política de estabilização.

Seguindo a terminologia proposta no clássico sobre hiperinflação de Bresciani-Turroni (1989), as duas interpretações para a inflação alemã estariam divididas na abordagem “Inglesa-Quantitativa” e na “Alemã-Qualitativa”. A primeira focalizava a atenção nos déficits fiscais e no seu correspondente financiamento monetário como causa básica da inflação. A segunda forma de interpretação da inflação alemã concentrava seu interesse nos desequilíbrios de balanço de pagamentos. As pesadas reparações impostas pelo Tratado de Versalhes acarretavam déficit muito grande no balanço de pagamentos e por sua vez levava à desvalorização do Marco e, por consequência, à “inflação monetária”.

A nomenclatura de Bresciani-Turroni é feliz ao associar as ideias de inflação de custo aos alemães, ou mais precisamente “ao Reichsbank, sucessivos governos alemães, grandes banqueiros e industriais, autoridades alemãs e por grande parte da imprensa” (p. 42).<sup>7</sup> Já o termo escola quantitativa inglesa, sugerindo que a visão de inflação de demanda era sustentada por economistas britânicos,<sup>8</sup> é menos preciso, uma vez que economistas ortodoxos de outros países também aderiram de forma explícita à interpretação monetarista da inflação alemã. O relatório final de um encontro realizado

---

necessidade de rápida construção nacional, colocando enorme pressão sobre o balanço de países como Polônia e Hungria.

<sup>6</sup> Essa leitura da inflação e estabilização alemãs segue, é claro, a abordagem heterodoxa, sendo que a ortodoxia marginalista mantém que tanto inflação como estabilização resultam de uma só causa: o descontrole das contas nacionais alemãs; Sargent (1982) representa o estudo “clássico” nessa linha de interpretação. Para uma leitura heterodoxa e extremamente mais rica em detalhes históricos, ver Franco (1986).

<sup>7</sup> Embora majoritária, essa visão não era hegemônica na Alemanha. Ironicamente, o marxista e socialista Hilferding, não apenas como teórico, mas como ministro das finanças do governo Stresemann, em 1922, defendia posições absolutamente ortodoxas em questões de estabilização. Para ele, o déficit de balanço de pagamentos era resultado do excesso de emissão monetária, ou seja, excesso de demanda interna, e a reforma monetária, logo depois levada a cabo com extremo sucesso, seria uma “monstruosidade teórica”, porque a moeda teria seu valor determinado pelo trabalho necessário para produzi-la. Kindelberger (1985) anota essa postura teórica e de política econômica com a seguinte observação: os socialistas misturam progressismo social com conservadorismo em assuntos monetários.

<sup>8</sup> Mais uma vez, cabe ressaltar exceção notável entre os economistas ingleses. Joan Robinson, ao resenhar em 1938 o livro Breccianni-Turroni, assume posição crítica em relação àquele autor e desenvolve explicação de inflação de custos como tendo sua força-motriz inicial na desvalorização cambial, propagando-se pela reação dos salários nominais.

em 1922 para discutir a estabilização alemã (*Gutachten der internationalen Finanzsachverständigen über die Stabilisierung*) reuniu, no seu contingente acadêmico, um economista marginalista sueco, Cassel, um economista americano da universidade de Colúmbia, J. Jenks, e John Maynard Keynes. No relatório da maioria, que resultou desse encontro,<sup>9</sup> afirmava-se que uma vez eliminado déficit público, a inflação alemã estaria também eliminada. Ou seja, o diagnóstico dos economistas *mainstream* da época era que a inflação alemã resultava de excesso de demanda e, mais precisamente, de excesso de demanda resultante dos gastos excessivo do governo.

É interessante notar que Keynes, apesar de posição teórica absolutamente ortodoxa em relação à estabilização alemã,<sup>10</sup> ao longo do tempo vai mudando sua posição em relação à política de estabilização adequada, convergindo para a posição alemã que sublinhava a necessidade tanto de empréstimo externo de estabilização quanto de alguma forma de perdão das dívidas de guerra. Nesse período, Keynes continuou mantendo contato com *policy makers* alemães e viu com grande temor os impactos desestabilizadores que uma Alemanha em crise poderia causar sobre o equilíbrio político europeu.<sup>11</sup> Entretanto, seu sentido de causação teórica não se alterou, ou seja, o perdão das dívidas e mesmo os empréstimos eram vistos pela ótica da pressão que deixaria de ser exercida sobre o gasto público, ou como forma alternativa e não inflacionária desse gasto.

Essa posição de Keynes é semelhante a uma suposta forma alternativa de interpretação da hiperinflação alemã, mas no fundo apenas adiciona alguns elementos à leitura tradicional de excesso de demanda. Essa leitura é autodenominada “visão estruturalista” e curiosamente se aproxima em boa medida em parte da tradição de análise estruturalista que veremos na seção seguinte. Essa “visão estruturalista”<sup>12</sup> inicialmente apela para a necessidade do ecletismo, já que “não é nada evidente que uma teoria seja capaz de cobrir todo o processo inflacionário” (Kindelberger, 1985, p. 257). O mesmo autor defende que “não há razão para que haja monocausalidade, exceto talvez, pela predileção acadêmica por parcimônia nas formulações teóricas (...) É possível que todas as escolas detenham uma parte da verdade, e que particularmente uma escola esteja certa em cada momento” (Kindelberger, p. 257).

Deixadas de lado as opiniões metodológicas desse autor, interessa destacar que no fundo essa interpretação utiliza a palavra estrutural para indicar que sua análise pretende entender os fatores sociopolíticos que levaram o Estado alemão a gerar um déficit público tão grande. Ou seja, a incapacidade de elevar impostos, ou determinar as classes sociais que arcariam com o ônus do financiamento de máquina estatal. Uma vez que essa escolha política é impraticável, o déficit gera inflação, que impõe a toda a sociedade, e de fato majoritariamente às camadas menos protegidas, a carga desse ajuste. Essa posição é, de uma forma ou outra, defendida por autores como, Holtfrerich (1986), Feldman (1993) e Aglietta e Orleans (1990).<sup>13</sup> Em resumo, eles buscam

---

<sup>9</sup> Houve cisão entre os membros desse encontro, o que redundou em dois relatórios separados, tendo os economistas supracitados subscrito o relatório da maioria. A diferença básica entre o parecer da minoria e o da maioria dizia respeito à necessidade de empréstimo internacional para ajudar a estabilização alemã, posição defendida pela minoria.

<sup>10</sup> Nunca se deve esquecer que esse ainda é o Keynes do *A Tract in Monetary Reform*, um livro absolutamente convencional e que logo em sua segunda página afirma de forma inequívoca: “de 1914 a 1920 todos esses países [que tiveram hiperinflação] experimentaram uma expansão da oferta de moeda para gastar em relação a uma oferta dada de coisas para se adquirir, ou seja, inflação” (p. 2).

<sup>11</sup> Para descrição desse processo, ver Nogueira Batista Jr., 1992.

<sup>12</sup> Estamos usando a expressão “visão estruturalista” para identificar essa escola e evitar confusão com a abordagem teórica que se desenvolve a partir da reflexão dos economistas latinos ligados à Cepal.

<sup>13</sup> Para apresentação mais detalhada das principais teses estruturalistas, ver Bastos e Willcox (2001).

entender as causas sociais estruturais que fazem com que o Estado alemão gaste mais do que arrecada.

Do nosso ponto de vista, a suposta diferenciação entre a “visão estruturalista” e a “inglesa quantitativa” é absolutamente irrelevante do ponto de vista teórico. Ainda que a primeira busque explorar as causas sociais do déficit público, no fundo o mecanismo causal de que se utilizam para explicar por meio do financiamento monetário de um déficit fiscal. Uma vez que se entenda que o fenômeno inflacionário é basicamente resultado da alteração dos custos de produção, essa suposta “visão estruturalista” deve ser criticada com a mesma ênfase que escolas mais tradicionais, que se limitam a explicitar o mecanismo econômico inflacionário.

Veremos na próxima seção como as ideias não-ortodoxas latino-americanas evoluíram no tempo, com suas limitações e acertos, destacando os aspectos que permitem formular uma interpretação que siga de forma estrita a teoria de inflação de custos.

### ***Teoria de inflação e o pensamento heterodoxo latino-americano***

O primeiro grande passo de ruptura do pensamento econômico latino-americano com a ortodoxia foi dado por Raul Prebisch, em seu texto clássico *Estudio económico de América Latina*, escrito em 1949. Nesse texto e momento Prebisch estava interessado na forma de a América Latina superar o seu atraso econômico e social via industrialização e não tinha na análise da inflação seu objetivo imediato. Entretanto, a mesma postura herética e de ruptura com o pensamento convencional também está presente quando o autor trata da inflação. Para Prebisch “o controle da inflação em nossos países requer diagnósticos específicos e não a adoção *tout-court* de medidas relacionadas com expansão monetária e creditícia” (Gamboa 1978, p. 9). Outra figura central do pensamento cepalino, Aníbal Pinto, também defende que o que a análise tradicional vê como as causas da inflação são apenas expressão de desequilíbrios mais profundos.<sup>14</sup> Esse tipo de argumentação é cepalino em sua essência, ou seja, tenta identificar dois níveis de análise, sendo que o mais profundo revelaria as causas históricas e sociais para a recorrência de um certo fenômeno econômico. Tais condições estruturais se revelariam ou se transmitiriam por mecanismos causais econômicos específicos.

É difícil afirmar que a Cepal, ou que os autores ligados a essa instituição tenham desenvolvido uma teoria ou mesmo uma interpretação homogênea e formalmente bem definida para a inflação na América Latina. Entretanto, podemos alinhar algumas ideias básicas que surgem em textos de autores latino-americanos da época para analisar criticamente a contribuição desse pensamento para uma interpretação heterodoxa da inflação.

Um ponto básico na chamada interpretação cepalina da inflação é a existência de desequilíbrios na estrutura produtiva que resultam em gargalos setoriais, dada uma certa demanda, superior à capacidade da oferta desse setor. Oliveira (1964) acrescenta a essa ideia outro componente importante, qual seja, a rigidez de preços para baixo. Uma vez que exista essa rigidez, eventuais mudanças de preços relativos, em consequência, dos gargalos setoriais, levam a aumento do nível geral de preços, ou seja, inflação. A ideia é recorrente em modelos de preços fixos e flexíveis, ou seja, modelos em que um setor competitivo da economia responde às oscilações de demanda e outro, oligopolizado, cujos preços são mais estáveis e respondem às estruturas de custos de produção. A existência desses dois setores pode fazer com que excessos de demanda setoriais

---

<sup>14</sup> Ver Pinto 1978a, 1978b.

acabem por se transformar em elevação do nível geral de preços, uma forma de inflação de demanda mesmo em presença de excesso de capacidade no conjunto da economia. Em geral, o setor agrícola é caracterizado como competitivo, de preços flexíveis enquanto o setor industrial operaria com preços fixos.<sup>15</sup> Essa peculiaridade teria, como veremos a seguir, grande importância para explicar a inflação na América Latina, porque a oferta desse setor seria inelástica, originando-se aí as pressões inflacionárias setoriais.<sup>16</sup>

Como já foi mencionado, dentro da perspectiva do pensamento cepalino são identificados diferentes níveis de análise na explicação do mesmo fenômeno. No caso da inflação, em trabalho clássico dessa tradição, Sunkel (1958)<sup>17</sup> apresenta quatro categorias de pressões inflacionárias logicamente independentes:

- a) pressões inflacionárias básicas ou estruturais;
- b) pressões inflacionárias circunstanciais;
- c) pressões inflacionárias induzidas pelo próprio processo inflacionário, ou acumulativas;
- d) mecanismo de propagação.

Em uma perspectiva que busca determinar um mecanismo causal básico como objetivo passível de análise teórica, devemos nos concentrar no item **a** dos quatro listados acima. Entretanto, podemos identificar nos itens **b** e **d** alguns dos elementos que mais se afastariam de uma abordagem de inflação de custos dos economistas críticos latino-americanos.<sup>18</sup> O item **b** refere-se a tragédias naturais ou razões políticas, que no entanto acabam levando ao aumento do gasto público. O item **d**, apesar de algumas particularidades entre os autores aqui estudados, envolve a relação entre déficit do setor público e propagação de impulsos inflacionários.<sup>19</sup> Esse tipo de análise se aproxima da também chamada abordagem “estruturalista” para a hiperinflação alemã, que já

---

<sup>15</sup> Oliveira (1964) relaciona a rigidez estrutural de preços na América Latina, que daria para o caráter estruturalista a sua inflação, ao estágio de desenvolvimento econômico. Segundo o autor, economias muito primitivas ou muito avançadas não teriam inflação estrutural, porque no primeiro caso todos os preços seriam flexíveis e logo pressões setoriais gerariam apenas mudanças de preços relativos. No segundo caso, a maioria da economia seria oligopolizada, logo com preços rígidos para baixo. Entretanto, a mobilidade dos preços dos fatores de produção permitiria ao sistema de preços ajustar corretamente a produção e os preços relativos. A América Latina combinaria um setor de preços rígidos bastante desenvolvido com baixa flexibilidade dos fatores de produção.

<sup>16</sup> Essa não é uma hipótese geral adotada por todos os autores latinos. Para Furtado (1961), o setor de onde partiriam as pressões setoriais no caso brasileiro seria o de infraestrutura. A questão agrícola aparece ligada mais diretamente ao caso chileno. Mesmo na Argentina, Kaldor (1978) vê possibilidade de pressão dos preços agrícola para exportação. Pinto (1978a) também avança nessa direção, sublinhando as carências da estrutura produtiva no que diz respeito a energia, transportes, estradas, etc.

<sup>17</sup> É verdade que o trabalho de Sunkel tem como objetivo estudar o caso chileno, mas de maneira geral é considerado como um estudo que pode ser estendido a outros países da América Latina. Ver Oliveira (1962), nota 2, p. 321, Pazos (1972), nota 2, p. 10. Vásquez, em estudo publicado originalmente em 1957, antes do texto de Sunkel, desenvolve uma análise, em seus aspectos fundamentais, semelhante à deste autor. No texto de Vásquez já se encontra a divisão do estudo da inflação em duas categorias, pressões básicas e de propagação, bem como a importância da restrição externa (ver nota 21) e da produção agrícola para explicar a inflação chilena. Vásquez também estuda a inflação mexicana e suas diferenças em relação ao caso chileno.

<sup>18</sup> O item **c** não difere muito de outros elementos de desequilíbrio setorial, sendo sua particularidade o fato de esse desequilíbrio resultar da própria inflação.

<sup>19</sup> Pinto (1978b), por exemplo, afirma que “parece claro que embora não seja certa nem demonstrável a preponderância autônoma ou original das ações monetárias e fiscais, é igualmente razoável pensar que elas responderam – como diriam alguns – permitiram a manifestação subjacente a favor da expansão nos dois planos” (p. 51). Em Sunkel, temos: “A luta por recursos se manifesta na intenção fiscal de aumentar ou ao menos manter sua participação real no gasto nacional, diante da sua incapacidade para obter a correspondente transferência de rendas reais (recursos) por parte do setor privado” (p. 575).



criticamos anteriormente. Nesta abordagem, apesar da adição de elementos históricos e/ou sociopolíticos, tem-se, em termos macroeconômicos, um tipo de análise bastante convencional.

Inicialmente, deve-se notar que apesar de setorial e não agregado, o mecanismo básico gerador de elevação dos preços nessa explicação é a via das pressões de demanda, o que afastaria tal explicação da abordagem mais heterodoxa da inflação de custos. A explicação de como e por que tal gargalo se constitui pode acrescentar grau ainda maior de ortodoxia a tal interpretação. Oliveira (1964), por exemplo, ao assinalar o papel da rigidez nos mercados de fatores e consequentemente a ineficiência dos sistemas de preços nos países em desenvolvimento, segue uma leitura bastante convencional. Os outros autores latino-americanos aqui estudados são menos explícitos analiticamente ao apontar a origem de tais desequilíbrios, aludindo, de forma genérica, aos “desequilíbrios do processo de desenvolvimento”.<sup>20</sup>

Apesar da crítica inicial à interpretação estruturalista latina para inflação, essa abordagem se aproxima de um mecanismo da teoria da inflação de custos ao relacionar tais desajustes com a questão da permanente dificuldade dos países latino-americanos em superar suas restrições externas ou, mais precisamente, com a permanente pressão sobre os balanços de pagamentos, pela falta de dinamismo das exportações. Praticamente, todos os autores latino-americanos tratam do tema, com variados graus de rigor analítico, mas é em Kaldor (1978) que encontramos a questão exposta de maneira mais explícita e nos permite identificar seus elementos mais heterodoxos.<sup>21</sup>

Segundo Kaldor, os “gargalos estruturais aparecem quando a harmonização entre o ‘mix de produtos’ e o ‘mix de demanda final’ não pode ocorrer de maneira normal via comércio internacional. A explicação de por que isso não ocorre se encontra no coração dos problemas das ‘inflações estruturais’” (Kaldor, 1978, p. 124/125). Por causa dessa característica de permanente pressão sobre a capacidade de importar de certos países, Kaldor os divide em dois grupos: inflacionários (aqueles que apresentariam essa restrição) e não inflacionários. Consistentemente, para Kaldor, “os países latino-americanos que conseguiram evitar a inflação, ou gradualmente eliminar seus processos inflacionários, foram aqueles que conseguiram superar, de uma forma ou de outra, o impasse da restrição crônica de balanço de pagamentos” (p. 133). Certamente, essa linha de causação, uma vez tendo seu início em um choque externo,<sup>22</sup> iniciada e acrescida de elementos de conflitos distributivos daí surgidos, caracterizara uma explicação para as economias latinas perfeitamente consistente com a teoria de inflação de custos.<sup>23</sup>

---

<sup>20</sup> Furtado (1961) sublinha esse aspecto do desequilíbrio dos fatores de produção ao afirmar que o “subdesenvolvimento é por si mesmo um desequilíbrio no nível de fatores” (p. 196). Entretanto, ao contrário de Oliveira, que apropriadamente utiliza a ideia de inflexibilidade na remuneração de tais fatores para explicar os eventuais desequilíbrios, esse autor recorre a uma eventual inadequação tecnológica para construir sua explicação.

<sup>21</sup> Vásquez desenvolve esse mecanismo de forma explícita para a economia mexicana, em que a restrição externa seria a fonte básica de pressão inflacionária. Citando esse autor: “a pressão inflacionária básica no México também proveio da incapacidade de as exportações crescerem com a mesma velocidade que a economia interna; com isso criaram-se desequilíbrios no balanço de pagamentos e deu-se origem a uma série de desvalorizações sucessivas, cujo efeito no nível de preços internos não foi mitigado por subsídios cambiais (...) Uma diferença fundamental entre a inflação chilena e a mexicana está no comportamento da oferta de alimentos. No México, quase não houve pressão inflacionária proveniente da rigidez agrícola” (p. 302). A relação entre restrição externa e inflação no Chile é desenvolvida em Vásquez (2000), p. 298.

<sup>22</sup> A partir da deterioração do balanço de pagamentos, seja pelo lado das exportações e/ou importações ou balanço de serviços.

<sup>23</sup> Como exemplo dessa ideia de restrição externa, como elemento importante para o fenômeno inflacionário, podemos encontrar passagens de Pinto (1978a): “dada a forma habitual de que se revestiram

Se essa vertente de análise pode ser considerada a mais promissora do ponto de vista de uma teoria de inflação de custos, há outro aspecto, dito “estrutural”, também presente nos trabalhos de vários autores, que incorpora um elemento tradicional de análise de inflação. Esse elemento é a identificação do processo inflacionário como forma de canalizar recursos para o desenvolvimento, ou seja, o mecanismo de poupança forçada financiando o investimento (público ou privado). Furtado (1961) apresenta esse tipo de mecanismo como elemento fundamental para todo o processo de industrialização, afirma que “nas condições em que se processou o desenvolvimento (...) a inflação resultou ser condição necessárias da industrialização” (p. 247/249). Furtado justifica essa afirmação por meio da caracterização do que ele denomina “as grandes ondas inflacionárias”. Na segunda onda inflacionária, que vai da economia de guerra até o começo dos anos 50, teria havido pressão sobre produtos industriais,<sup>24</sup> sendo que essas elevações de preços atuavam no sentido de encaminhar para os investimentos industriais uma grande massa de recursos.<sup>25</sup> Na terceira onda inflacionária, que ocorre na segunda metade dos anos 50, o investimento em setores atrasados (ou seja, os setores de infraestrutura que não se haviam desenvolvido nas primeiras ondas de substituição de importações) concomitantemente à “manutenção do nível de emprego”<sup>26</sup> traziam no bojo uma “espiral inflacionária”. O crescimento do gasto global pressionaria os preços, levando a mudanças na distribuição de renda e ao tradicional mecanismo de poupança forçada.

Pinto adota uma posição semelhante a Furtado quando afirma que: “Por si só, um longo período de expansão (...) leva implícito um potencial inflacionário, pela necessidade de mudanças permanentes da estrutura produtiva e no compasso das variações nos níveis de renda e nas pautas de demanda e gasto” (p. 46).

Esse tipo de preocupação com o potencial inflacionário do crescimento e sua relação com a questão da poupança forçada e inflação fica ainda mais clara em outra passagem do trabalho de Aníbal Pinto. O hábito de poupar seria “raro” e mais especificamente após a Segunda Guerra Mundial essa poupança<sup>27</sup> “não foi suficiente para reunir todos os recursos exigidos pelo investimento privado e pelo crescente gasto público; (...) por essa maneira se criaram forçosamente as ‘poupanças’ necessárias aos

---

[as] transações [externas] na região, suas flutuações e insuficiências quantitativas, parece indiscutível que elas constituam ou tenham constituído outro foco patente de desequilíbrio e de pressões inflacionárias abertas ou latentes” (Pinto 1978<sup>a</sup>, p. 28). Sunkel (1958) diz que “o baixo desenvolvimento do poder de compra das exportações chilenas, diante do crescimento da população e da renda, determinou uma persistente pressão por meio da demanda por importações sobre os recursos disponíveis para importar. Este fenômeno de longo prazo tem se acentuado periodicamente por violentas contrações de curto prazo do comércio exterior, às quais o país é cada vez mais vulnerável. Ambos os fatos pressionam constantemente a taxa de câmbio, provocando a desvalorização crônica do peso. As desvalorizações induzem por sua vez o reajuste dos níveis de custo e de rendas no país” (p. 581).

<sup>24</sup> Aparentemente essa pressão decorria da diminuição da capacidade de importar após o fracasso da política do Governo Dutra e, aparentemente, da existência de uma oferta pouco elástica, como se pode depreender dessa citação: “... a maior procura de manufaturas de consumo depara com uma oferta pouco elástica, [tendo como] resultado uma elevação dos preços relativos nesse setor com aumento da rentabilidade e intensificação das inversões” (p. 205).

<sup>25</sup> Ainda que não afirme explicitamente, parece que esse mecanismo de mudança de preços relativos tenha transferido renda do setor agrário exportador, o que se depreende da seguinte afirmação: “... caso não tivessem sido transferidos para o setor industrial ... estes [recursos] teriam sido absorvidos por expansões ainda mais irracionais e desorbitadas das plantações de café” (p. 250).

<sup>26</sup> Nesse caso o autor só pode estar se referindo ao aumento do investimento em um setor (elevando o gasto global) na presença de pleno emprego. Caso houvesse desemprego ou recursos não utilizados seria possível aumentar o emprego e o investimento global sem impactos inflacionários.

<sup>27</sup> Nas palavras do autor, “... recursos para alimentar direta ou indiretamente as atividades privadas e públicas que estavam erigindo a nova estrutura econômica” (Pinto, 1978a, p. 24).

agentes públicos e privados para financiar uma parte importante dos seus investimentos” (Pinto, 1978a, p. 24-25). Ou seja, nessa passagem o autor explicitamente supõe que os gastos em investimento causariam excesso de demanda na economia e que a poupança consistente com tal nível de investimento seria alcançada pela elevação dos preços, com consequente compressão do consumo dos trabalhadores.

Fica claro que essa vertente de análise da inflação desenvolvida pelo pensamento latino-americano é incompatível com uma abordagem que define o funcionamento das economias capitalistas como restrito pela demanda e não pela oferta. Ainda segundo essa vertente, o fenômeno persistente de poupança forçada revela também persistente limitação pelo lado da oferta de recursos para o crescimento econômico, ou que o aparecimento dessa poupança se faz pelo excesso de demanda que pressiona os preços, alterando assim a distribuição de renda na economia.

Como já afirmamos, a vertente mais heterodoxa na análise latino-americana de inflação é aquela que incorpora a limitação de restrição externa, levando a pressão cambial permanente e com a dinâmica dessa variável crucial de custo detonando processo de espiral inflacionária em consequência da existência de mecanismos de conflito distributivo. Modelos de conflito distributivo onde a inflação é inteiramente de custos serão analisados na próxima seção.

### ***Inflação de custos: modelos de conflito distributivo***

Entre os pioneiros do pensamento latino-americanos, o autor que levou mais longe o desenvolvimento de uma teoria de inflação foi Felipe Pazos. Pazos (1972) inicialmente desfaz qualquer ideia que correlacione o nível de investimento, e consequentemente o nível de atividade na economia, com a inflação.<sup>28</sup> Afirma que, ao contrário, quando muito essa relação é inversa, ou seja, é a inflação alta e persistente que “desencoraja a produção, atrapalhando o crescimento econômico” (Pazos, 1972, p. 37). Sua observação de níveis de inflação persistentes e estáveis por período razoável de tempo leva-o a desenvolver a ideia de inflação inercial.<sup>29</sup> Além disso, Pazos percebe o papel central da desvalorização cambial na dinâmica inflacionária, quando afirma que “rápidas acelerações [da inflação] estão usualmente associadas com uma crise cambial” (Pazos, 1972, p. 136).

As ideias de Felipe Pazos foram desenvolvidas independentemente, por economistas reunidos na PUC-RJ nos anos 80. Esse trabalho acabou por se consagrar (tanto dentro como fora da academia) sob o nome de “escola da inflação inercial”. Essa terminologia é, entretanto, inadequada, por sublinhar apenas um dos aspectos do trabalho desses autores, sendo importante identificar seus principais elementos:

---

<sup>28</sup> Utilizando dados que vão de 1950 até 1970, Pazos (1972) afirma: “fica claro que os dados de investimento em capital fixo (...) não se correlacionam proximamente com as taxas de inflação; assim, esses dados não embasam as ideias usualmente defendidas no que diz respeito às duas séries. Nem os dados consubstanciam a teoria de que a inflação facilita o financiamento de um nível elevado de investimentos por meio de poupança forçada, nem a ideia de que mantém o investimento baixo pelo desencorajamento da poupança voluntária” (Pazos, 1972, p. 41).

<sup>29</sup> Não deixa de ser curioso que um autor que de forma explícita aponta esse caráter inercial para a inflação de alguns países latinos tenha sido absolutamente esquecido quando essas ideias foram relançadas por autores ligados à PUC. Citando Pazos: “Pelos mecanismos de ajustamento defasados descritos acima, o crescimento nos salários e outros custos mantém a inflação se movendo como se seguisse a primeira lei do movimento de Newton. A manutenção do processo inflacionário não depende de impulsos externos de forças expansionistas autônomas. Além disso, ela pode resistir a pressões deflacionárias que afetam a atividade econômica real mais que os preços. Preços e salários se movem pela sua própria interação, tendendo pela inércia a manter suas taxas de crescimento” (Pazos, 1972, p. 89).

a) Desenvolvimento de uma crítica basicamente empírica e econométrica dos programas tradicionais de estabilização baseados em medidas de restrição de demanda que vinham sendo recomendados pelo FMI e aplicados por sucessivos governos;

b) Desenvolvimento de uma estrutura analítica para a compreensão da inflação como um fenômeno ligado ao comportamento dos custos na economia, cuja dinâmica resultava do conflito distributivo;

c) Identificação da natureza da inflação brasileira como inercial;

d) Propostas para políticas de estabilização baseadas no diagnóstico teórico dos itens **b** e **c**, bem como no reconhecimento da total ineficiência das políticas criticadas em **a**.

Esses quatro elementos são obviamente interconectados, mas a identificação de suas características particulares é importante para que se possa entender o grau de independência entre a análise teórica, a hipótese sobre o comportamento da economia brasileira e as propostas de política econômica.

O primeiro elemento que podemos identificar como relevante, tanto do ponto de vista teórico como de política econômica desenvolvido pelos economistas da PUC-RJ, foi a crítica ao cálculo da Curva de Phillips para o Brasil, como vinha sendo feito até então. Esse tipo de revisão é fundamental para uma crítica da política econômica ortodoxa, uma vez que a Curva de Phillips é o principal elemento analítico que relaciona funcionalmente inflação e atividade econômica (ainda que indiretamente, pela taxa de desemprego na economia). Lara Resende e Lopes (1981) estimaram a Curva de Phillips dividindo o mercado de trabalho em dois: um competitivo, cuja dinâmica do salário nominal seria explicada pelo nível de atividade econômica, e um institucional, cujo comportamento depende das regras de indexação salarial e do nível de atividade. Introduzindo essas variáveis, esses autores mostraram que o coeficiente para o nível de atividade (ou o hiato entre o produto efetivo e potencial) não é econometricamente significativo.<sup>30</sup>

A contribuição crítica apresentada acima nos permite também ilustrar a inter-relação entre política econômica e teoria. Ao recalcular os coeficientes para a Curva de Phillips e mostrar a irrelevância de políticas contracionistas para o combate da inflação fez-se uma crítica empírica quase devastadora às possibilidades de sucesso de uma política ortodoxa de estabilização. Entretanto, apesar de esse debate ter ocorrido no início dos anos 80, quando da posse do novo governo, em 1985, a equipe responsável pela política de estabilização, reunida no Ministério da Fazenda, de orientação inteiramente ortodoxa, optou pela adoção de uma política econômica inteiramente convencional. Consistentemente, as primeiras propostas de política anti-inflacionária foram fundamentalmente na direção do controle do déficit público como forma de contração da demanda agregada.

A construção de modelos de inflação de custos parte de uma equação de preços onde aos custos básicos de produção, salários e insumos industriais são acrescidos um

---

<sup>30</sup> Em trabalho posterior, Lopes desenvolve um modelo com melhor especificação, por achar que seu resultado inicial (não-significância econométrica para o nível de atividade) era “muito forte”. Para esse autor, apesar de significativo, o coeficiente do hiato do produto é muito reduzido para justificar qualquer entusiasmo por políticas anti-inflacionárias de controle de demanda agregada. Uma elevação do hiato do produto industrial para 27% em 1982 reduziria a inflação, na projeção mais otimista, em 7%, ou seja: de 99% em 1981 para 92% em 1982: “uma redução de 7% como consequência da maior depressão da atividade econômica experimentada pela economia brasileira na história recente” (Lopes, 1982, p. 668). Modiano (1988a e 1988b) chega a resultados muito semelhantes.

*mark-up*.<sup>31</sup> Em relação aos insumos, normalmente esses são divididos em importados e não-importados.<sup>32</sup> Ao não se inserirem os insumos importados, explicita-se nesses modelos o papel da taxa de câmbio, e consequentemente de sua dinâmica, para o comportamento da inflação. A forma como a taxa de câmbio é tratada nesses modelos vai refletir o seu comportamento efetivo nas economias a serem estudadas. No caso brasileiro, esses autores descrevem a taxa de câmbio nominal sendo reajustado por um sistema de *crawling peg*, ocorrendo eventuais choques exógenos quando de desvalorizações cambiais mais intensas e abruptas.

A dinâmica dos salários nominais é elemento fundamental para determinar o padrão inflacionário nos modelos desenvolvidos no início dos anos 80 por economistas da PUC-RJ, ou seja, se a inflação é inercial ou se acelera. Supõe-se que os trabalhadores tentarão obter a cada rodada do processo de barganha salarial um valor de pico do salário nominal que, dada uma expectativa de inflação, será o valor consistente com o salário real desejado pelos trabalhadores. Consequentemente, o salário real efetivo dos trabalhadores dependerá da combinação entre os valores do salário nominal, a taxa de inflação e o intervalo de reajuste do salário. Olhando pelo lado da taxa de inflação, pode-se dizer que quanto maior o salário nominal de pico demandado pelos trabalhadores e menor o intervalo de reajuste salarial, maior a taxa de inflação. Em resumo: o caráter aceleracionista ou não da inflação em um modelo como esse de inflação de custos depende da dinâmica do salário nominal (que por sua vez é resultado das aspirações dos trabalhadores) e dos prazos de indexação salarial e do grau de indexação. Nessa última variável reflete-se a questão do conflito distributivo e das políticas salariais impostas pelo regime militar. Apenas um grau de indexação unitário geraria inflação inercial sem mudança distributiva.<sup>33</sup>

Finalmente, vale anotar que esses modelos de maneira geral assumiram um *mark-up* dado, ou mesmo fixo, não assumindo papel de grande relevância para sua dinâmica. Algumas referências são feitas quanto à possibilidade de o *mark-up* ser pró-cíclico, mas a dinâmica dos modelos é dada pelo comportamento das variáveis apontadas no parágrafo anterior. Também não se desenvolve discussão em torno da diferença entre *mark-up* nominal e real, ou seja, implicitamente assume-se a hipótese de que o *mark-up* nominal é tal que possa manter constante o *mark-up* real em seu nível desejado.

Os autores que desenvolveram os modelos apresentados anteriormente ficaram conhecidos como criadores da teoria da “inflação inercial”. Entretanto, pode-se observar que essa denominação não deriva diretamente dos modelos apresentados, dependendo de algumas considerações teóricas e empíricas específicas, mesmo porque Serrano (1986) mostra que um comportamento “inercialista” da inflação pode ser descrito por teorias absolutamente ortodoxas da inflação. Um modelo monetarista de inflação,

<sup>31</sup> A equação mais genérica que representa essa descrição é:  $P_t = (1 + m)(w_t + q_t n)$  onde  $q$  é a média do preço dos insumos e  $n$  é a necessidade de insumo por unidade de produto,  $w$  é o salário nominal e  $b$  é a necessidade de insumos por unidade de produto.

<sup>32</sup> Lopes e Lara Resende (81) consideram ambos os tipos de insumos, enquanto Lopes (82) e Modiano (88b), apenas os importados. Modiano (88a e 88b) também considera os preços agrícolas, que se juntariam aos preços industriais descritos pela equação acima para explicar o comportamento do índice geral de preços. Esses mesmos preços agrícolas seriam divididos em *tradables* e não *tradables*, com os primeiros seguindo o comportamento do mercado internacional e a taxa de câmbio (tendo impacto idêntico aos insumos importados) e os não *tradables* sendo flexíveis e variando conforme o nível de demanda. Ainda que seja introduzido um elemento de demanda num modelo basicamente de custos, esse autor mostra que o efeito da redução da demanda sobre os preços agrícolas é praticamente desprezível numa situação de alta inflação.

<sup>33</sup> Na prática, esse grau de indexação foi manipulado pelo governo militar de forma a estabilizar em patamares aparentemente inerciais, mesmo na presença de choques de custos. Ver Serrano (1986).

assumindo a hipótese de expectativas racionais, pode gerar inflação inercial se os agentes corretamente identificam a política do banco central como acomodatória, com o estoque de moeda crescendo a uma taxa constante e igual à inflação passada. Obviamente que seguindo essa interpretação o fim da inflação inercial seria o resultado direto de uma política monetária adequada, implementada por um banco central com credibilidade. Para entender-se a natureza da hipótese de inflação inercial dentro de um modelo de inflação de custos e, conseqüentemente, para a proposição das medidas para seu combate, devem-se explicar as condições que implicam esse tipo de comportamento inflacionário.

Inicialmente, deve-se reconhecer que na literatura brasileira, na tradição da análise de inflação de custos, a ideia de inflação inercial costuma sublinhar a importância dos reajustes dos preços administrados (a maioria deles públicos). Esses preços tiveram historicamente importância muito grande na estrutura de custos da nossa economia e seu reajuste segundo a inflação passada teve impacto para a perpetuação de choques inflacionários. Entretanto, como dito anteriormente, nos modelos apresentados o eventual comportamento inercial da inflação deve ser explicado fundamentalmente pela própria dinâmica dos salários nominais.

O padrão de comportamento dos salários nominais que caracteriza a existência de uma inflação inercial é aquele no qual não há coordenação entre os reajustes das diferentes categorias de trabalhadores. Nessa situação, não há problema de conflito distributivo, ou diferença entre a meta de salário real e a distribuição de renda corrente. As diversas categorias de trabalhadores tentam recompor seus picos de salários nominais anteriores para se manterem na média de salário real (que é o valor desejado), por falta de coordenação com outras categorias numa dinâmica salarial ditada pelo problema dos salários relativos. Suponha-se que uma categoria “dê o primeiro passo”, ajustando seus salários pela média, na esperança de que todas as outras categorias assim o façam, mas que isso não ocorra. Nesse caso, a inflação resultante dos reajustes pelo pico de outras categorias fará com que o salário real dessa categoria se reduza. A hipótese de inflação inercial, dessa forma, embute a ideia de que o conflito distributivo em torno do salário real desejado está resolvido e de que o fim da inflação inercial passa pela aplicação de algum esquema de ajustes dos salários que seja capaz de fazer essa coordenação entre as diversas categorias.

É interessante notar que, uma vez que se admite que a inflação alcançou um patamar inercial, pode-se supor que a taxa de câmbio real também tenha alcançado um valor de equilíbrio. Essa suposição baseia-se no fato de que, por um lado, um regime de *crawling peg* apenas restabelece o pico do valor nominal anterior da taxa de câmbio, ou seja, mantém seu valor real médio, supostamente uma taxa de equilíbrio. Essa suposição é que permitia aos economistas dessa escola traçar um cenário otimista em relação à questão externa, o que se mostrou equivocado quando da aplicação do Plano Cruzado.

Um bom exemplo da independência entre o aparato teórico desenvolvido por esses autores e a hipótese de inflação inercial vem do modelo desenvolvido por Franco (1986) para explicar a hiperinflação alemã, um caso de patente aceleração inflacionária. Esse autor relaxa duas das suposições básicas na interpretação inercialista: por um lado admite forte conflito distributivo subjacente à estrutura econômica alemã, e por outro descreve um mecanismo de ajuste da taxa de câmbio que incorpora um elemento aceleracionista ao modelo.

Em relação aos salários, Franco (1986) anota dois importantes fatos históricos. Pelo lado dos salários, os dados disponíveis mostram que estes saíram bastante deprimidos da 1ª Guerra Mundial. No início de 1920, os salários situavam-se numa faixa de 50 a 70% dos seus valores pré-guerra. Nesse ano há uma recuperação salarial

que, no entanto, é inteiramente corroída pela aceleração inflacionária, após o fracasso da estabilização de Erzberger, em 1921. Finalmente, os salários chegam ao ano de 1923 novamente num patamar muito reduzido: em média com valores entre 62 e 66% dos níveis anteriores a 1ª Guerra Mundial. Além dos níveis deprimidos dos salários reais, deve-se anotar que se vivia após o fim da guerra um período de intensa agitação política e “com o movimento operário europeu [apresentando] força extraordinária” (Franco, 1986, p. 219). É inaceitável, em tal situação, supor a inexistência de conflito distributivo ou, em termos da hipótese inercial apresentada anteriormente, que os trabalhadores estivessem satisfeitos com seu salário real efetivo e reajustassem seus valores nominais sem coordenação entre os vários grupos de trabalhadores.

No modelo do Franco (1986), o câmbio também tem papel ativo na aceleração inflacionária, exercendo pressão constante sobre os custos da economia. Esse comportamento do câmbio na explicação da hiperinflação alemã deriva diretamente de certas condições da economia do país. Nesse modelo, a taxa de câmbio é a variável que “fecha” o balanço de pagamentos por meio do ajuste da balança comercial, dada uma restrição externa muito grave.<sup>34</sup> Nessa equação, que descreve a restrição externa, Franco introduz, além da balança comercial, um componente de fuga de capitais<sup>35</sup> que responde ao diferencial entre taxas de juros interna e externa.<sup>36</sup> A particularidade, no caso da economia alemã, é que as taxas de juros internas foram mantidas durante todo o período num nível muito baixo.<sup>37</sup> Uma vez que as taxas de juros nominais internas foram mantidas muito baixas, desenvolveu-se um mecanismo de *overshooting* em relação à taxa de câmbio: a fuga de capitais faz com que a taxa de desvalorização se acelere para que a balança comercial seja capaz de fechar o balanço de pagamentos. Fica claro que se cria um círculo vicioso entre inflação e desvalorização cambial, que segundo Franco leva a inflação a um valor inteiramente fora de proporção com o impulso inicial, (...) logo o caminho óbvio e natural para cortar o processo inflacionário ao tamanho do hiato real de salário em um só golpe é fixar a taxa de câmbio” (Franco, 1986, p. 152/153). Uma vez que o processo inflacionário é paralisado pela fixação da taxa de câmbio, o conflito distributivo se resolveria com a elevação dos salários nominais dos trabalhadores. Essa pressão da elevação dos salários levaria a economia para uma região de déficit do balanço de pagamentos (ou de perda de reservas) que só se resolveria com a mudança na restrição externa, ou seja, uma combinação de melhoria na conta serviços (aí incluídas as reparações de guerra) e no fluxo voluntário de capitais.

A análise do modelo de Franco (1986) ilustra como o aparato teórico de conflito distributivo na construção de uma teoria de inflação de custos pode resultar em distintos resultados (aceleracionista ou inercial), dependendo das peculiaridades de cada situação

<sup>34</sup> Como mostrado anteriormente, essa restrição resultava tanto da pressão muito grande sobre o balanço de serviços, em consequência das reparações de guerra, quanto do estancamento dos fluxos voluntários de capitais para a Alemanha.

<sup>35</sup> Essa variável, em situação normal, refletiria o fluxo líquido de capitais que responde ao diferencial de taxas de juros interna e externa. Entretanto, no caso da Alemanha, com o fluxo de capitais externo interrompido por razões político-institucionais, apenas a fuga de capitais responde ao diferencial de taxa de juros.

<sup>36</sup> Esse termo é representado por  $\delta(r_t - r_t^* - \hat{e}_t)$ , onde  $r$  é a taxa de juros interna nominal,  $r^*$  a externa e  $\hat{e}_t$  a taxa de desvalorização cambial. Normalmente, essa diferença existiria na chamada *uncovered parity* e no lugar da desvalorização cambial deveria constar a expectativa de desvalorização cambial.

<sup>37</sup> As taxas básicas do Reichsbank eram extremamente reduzidas: permaneceram fixas em 5% de 1915 até julho de 1922, elevaram-se para 6% até agosto do ano seguinte, sendo então reajustadas modestamente até alcançarem o valor de 18% na última semana de abril de 1923, quando no ano anterior a inflação anual já havia excedido 4.000%.

histórica.<sup>38</sup> Como veremos a seguir, essa hipótese de dinâmica da taxa de juros e taxa de câmbio não pode ser aplicada para o caso brasileiro, que conseguiu construir um sistema de indexação das variáveis nominais da economia mais eficiente. Certamente, essa é uma das razões para não termos experimentado explosão inflacionária, como no caso alemão.

### ***Mark-up nominal, real e taxa de juros nominais***

Na seção anterior, mencionamos a diferença entre *mark-up* nominal e real. Formalmente, a segunda variável resulta obviamente da deflação da primeira, no entanto, a diferença de seus significados econômicos é muito relevante para a discussão da formulação de preços em ambientes inflacionários.

A questão que liga essas duas variáveis no processo de formação de preços é que a remuneração recebida com a venda da produção de uma firma, cujo preço é determinado pelos custos históricos e o *mark-up* nominal, deve ser capaz de cobrir o valor dos insumos a custo de reposição, para que a firma continue a sua produção nos períodos seguintes ou, alternativamente, alcance o valor do *mark-up* real desejado. Entretanto, num ambiente de inflação alta, o eventual descasamento entre o valor da receita das vendas e os custos de reposição pode assumir dimensão substancial para as firmas. Nesse caso, o *mark-up* nominal faria a “ligação” entre custos históricos e de reposição, ou seja, deveria ser tal a ponto de os preços futuros garantirem o *mark-up* real desejado pelos capitalistas. Nesse sentido, a dinâmica do *mark-up* nominal afetaria a dinâmica da própria inflação.

Frenkel (1979) foi o primeiro autor latino-americano a desenvolver essas ideias.<sup>39</sup> Ele utiliza uma combinação das expectativas das firmas e do seu poder de mercado para a determinação de tal *mark-up* real (ou margem desejada pelos capitalistas) e da expectativa de inflação. Fica claro então o papel central que a determinação da expectativa inflacionária resulta de um exercício de minimização de dois tipos de perdas em que as firmas podem incorrer, ao determinar os seus preços em um ambiente instável: perdas em quantidade e preço. Esse tipo de desenvolvimento segue muito proximamente a formulação da teoria de preços kaleckiana,<sup>40</sup>

---

<sup>38</sup> Deve-se ressaltar que apesar de aceleracionista, a solução do modelo de Franco (1996) é um ponto de encontro (no gráfico que resulta do modelo, por exemplo) entre a restrição externa e a reta do conflito distributivo interno. Sua solução não é instável, nem explosiva. Nas palavras do autor, “o desfile verdadeiramente relevante deve ser como economias chegam ao ponto de terem inflações de 70%, e não se após esse limite elas explodem” (Franco, 1986, p. 141).

<sup>39</sup> Tavares e Belluzzo (1984) também apontaram a importância da dinâmica do *mark-up* nominal para explicar a trajetória da inflação. Apesar de também enfatizarem o papel das expectativas das firmas, num ambiente de incerteza, para a formação dos preços via elevação dos do *mark-up* nominais. Tavares e Belluzzo vão além do horizonte teórico de Frenkel. Ao contrário desse autor, reconhecem explicitamente o caráter sistêmico do fenômeno inflacionário, ou seja, estão interessados em entender a dinâmica da formação de preços básicos da economia mundial: juros, câmbio e *commodities*. Esses preços estão diretamente inter-relacionados em sua dinâmica e referidos explicitamente a um momento histórico específico e altamente turbulento: a transação do padrão ouro-dólar para o padrão dólar-flexível (ver Medeiros e Serrano, 1999). Tavares e Belluzzo desenvolvem, dessa forma, uma interpretação original e inequivocamente pelo lado dos custos para explicar a aceleração inflacionária mundial dos anos 70. Entretanto, apesar de esse fenômeno ter afetado de forma direta as economias latino-americanas que também experimentaram aceleração inflacionária, como vimos no início deste artigo, vamos nos concentrar aqui nos fenômenos que caracterizam a particularidade da inflação no nosso continente, a qual, por exemplo, é notada pela divergência da trajetória inflacionária nos anos 80, ou mesmo no patamar persistentemente mais elevado, quando comparado com o comportamento dos países centrais.

<sup>40</sup> Citando Frenkel: “o produtor se vê diante de dois riscos de perda. O primeiro é o risco de receita, que decorre da incerteza sobre o nível de demanda ou da incapacidade de vender toda a produção ao seu preço



principalmente no que concerne à capacidade das firmas de imporem seus preços a partir de considerações sobre seu poder de monopólio. Apesar de algumas alterações na especificação do impacto dos riscos de perdas sobre as decisões de preços dos capitalistas, Frenkel não conseguiu superar as deficiências da formulação original kaleckiana. Como aponta Pivetti (1991, p. 110-111) não existe explicação consistente para a competição entre as firmas não levar os lucros a zero ou fazê-los crescer sem limites.

Podemos apontar dois problemas básicos no modelo de Frenkel. O primeiro encontra-se na própria definição dos riscos de perda por quantidade. O “erro” para cima, ou seja, o resultado da fixação dos preços em nível mais elevado que o das firmas concorrentes, é punido com diminuição das vendas. Esse tipo de “punição” certamente exerce influência limitadora sobre a possibilidade de elevação dos preços. Entretanto, movimento semelhante e simétrico não ocorre quando as firmas erram para baixo; preços inferiores aos das firmas concorrentes não são “premiados” com vendas maiores. Logo, esse comportamento assimétrico da demanda implica em permanente pressão alista sobre as expectativas inflacionárias e, conseqüentemente, sobre a própria fixação dos preços.

O outro problema é que, para realizar seu exercício de minimização condicionada de perdas, para determinação da taxa ótima de inflação futura, as firmas determinam limites inferiores e superiores da inflação futura. Quanto maior o intervalo, maior a “incerteza”. Entretanto, esses valores são determinados pelas próprias firmas e aparecem explicitamente na solução de minimização da taxa de inflação futura. Em outras palavras, como essa taxa é função explícita e direta dos próprios limites inferiores e superiores da inflação futura,<sup>41</sup> ou seja, quanto maior essa taxa mínima e mesmo o intervalo entre esta e a taxa máxima (refletindo a incerteza), maior será a inflação esperada e assim o *mark-up* nominal. O exercício de maximização já inclui algumas das próprias expectativas das firmas e apenas revela se o valor, resultado da minimização, ficará no intervalo de incerteza ou acima deste.

Como já assinalamos anteriormente, a dificuldade desse tipo de modelo decorre das limitações de suas bases teóricas se estabelecerem como teoria do valor e distribuição. A forma consistente de incorporar essa importante questão da dinâmica do *mark-up* nominal num processo de alta inflação é seguindo a abordagem clássica ou do excedente, retomada por Sraffa. Nessa abordagem, uma taxa de juros nominal, fixada exogenamente pelas autoridades monetárias, é o custo de oportunidade para uma empresa empregar seu capital. O *mark-up* é o valor que resulta da concorrência entre os capitalistas e que numa economia monetária deve guardar relação muito próxima com a taxa de juros nominal.<sup>42</sup> Já o *mark-up* real expressa a distribuição de renda efetiva na sociedade.

---

de oferta: nós chamamos isso de risco de tipo 1. O segundo é o risco de capital, que decorre do (...) preço futuro dos insumos. Esse é o risco de tipo 2” (Frenkel, 1979, p. 305). Em Kalecki, temos: “A firma deve certificar-se de que os preços não se tornem muito altos em relação aos preços de outras firmas, pois dessa forma suas vendas se reduziriam drasticamente, e também de que os preços não se tornem muito baixos em relação à média dos seus custos principais, pois dessa forma haveria redução drástica da margem de lucro.

<sup>41</sup> Supõe-se que a possibilidade de valores abaixo e acima desses limites é zero.

<sup>42</sup> É claro que esse tipo de argumento é desenvolvido em alto grau de abstração. Não se sugere aqui que no mundo real todas as firmas operam com lucratividade exatamente igual; também não negamos o fato de que a existência de diferentes *risk and trouble* nos diversos setores (ou barreiras à entrada) não implique diferentes margens efetivas de lucro (ver Pivetti 1991, capítulo 3). O mecanismo a que nos referimos aqui é a tendência à equalização da taxa de lucro em condições competitivas.

Pivetti (1991) tenta “desenvolver uma explicação para a distribuição entre lucros e salários seguindo a linha dos economistas clássicos, [sendo] a taxa de juros tratada como a variável [distributiva] independente” (Pivetti, 1991, p. 3-4). Serrano (1994a) defende que embora Pivetti não tenha conseguido alcançar integralmente seu objetivo, ao estudar a interação entre taxa de juros nominal, preços e ajuste no salário real, esse autor levantou importante discussão sobre a teoria de inflação pelo lado da abordagem de custos.<sup>43</sup> Mais precisamente, ao relacionar o papel da taxa de juros nominal em sua relação com o *mark-up* nominal, essa abordagem permite incorporar a discussão de política monetária à teoria da inflação de maneira absolutamente heterodoxa, ou seja, desprovida de aspectos monetaristas que ligam política monetária (um suposto controle da oferta de moeda) à questão de excesso de demanda.

A abordagem teórica clássica anterior afasta-se da ideia de que as firmas individualmente sejam capazes, de alguma forma, de estabelecer suas remunerações, cabendo à competição intercapitalista o papel de garantir a tendência a uma equalização da taxa de lucro. Essa equalização convergirá para o custo de oportunidade de aplicação dos capitais privados: as taxas de juros nominais estabelecidas pela autoridade monetária. Essa taxa é capaz de, em ambiente de alta inflação, ser uma “ponte” entre os custos históricos e os custos de reposição, garantindo que a distribuição de renda não varie muito drasticamente, ou seja, o *mark-up* nominal é tal que garanta que o *mark-up* real não sofra alterações muito bruscas.<sup>44</sup>

Como vimos anteriormente, ao examinar o modelo de Franco (1986), numa economia aberta a taxa de juros nominal também desempenha papel crucial na determinação das taxas de câmbio consistentes com uma dada restrição externa. Uma vez incorporada a relação direta entre *mark-up* nominal e taxas de juros nominais, percebe-se que será da interação dessas variáveis, mais a dinâmicas do salário nominal, que resultará a taxa de inflação consistente com uma dada restrição externa e um dado estado de conflito distributivo. Na Alemanha, a taxa de câmbio sofria um *overshooting* pelo efeito de diferencial de taxas de juros interna e externa, o que tinha como consequência a aceleração da inflação. No Brasil, a taxa de juros nominal, assim como o câmbio, acompanhavam o valor da inflação, ou seja, procurava-se manter uma taxa de juros real positiva na economia. Dessa forma, desaparece a fonte de aceleração da inflação, em razão de uma aceleração da desvalorização cambial, gerando-se efeito estabilizador sobre o ritmo da inflação. Essa maior estabilidade não deve ser confundida com eventual natureza inercial da inflação brasileira.<sup>45</sup> Como veremos, a seguir, as experiências dos Planos Cruzado e Real mostram o papel fundamental que o relaxamento da restrição externa teve sobre a estabilização da economia brasileira.

### ***A estabilização no Brasil segundo a abordagem da inflação de custos***

A economia brasileira registrou no pós-Guerra taxas de inflação persistentemente elevadas. Se considerarmos esses valores até 1973, verificou-se média do IGP-DI de aproximadamente 26,5% ao ano. O ano de 1973 é particularmente importante, porque a partir de então entramos num ciclo de contínua deterioração das contas externas e exacerbação do processo inflacionário, podemos enumerar a primeira crise do petróleo

---

<sup>43</sup> Citando Serrano (1994a): “o livro de Pivetti, embora não levando necessariamente ao abandono da noção clássica de um salário real dado nas teorias do excedente, não apenas faz uma contribuição significativa na compreensão da interação de política monetária e barganha salarial, mas também pode ser visto como lançando as bases para o que se poderá chamar uma teoria *sraffiana* de inflação” (p. 123).

<sup>44</sup> Para desenvolvimento de um modelo de inflação dentro dessa tradição *sraffiana*, ver Stirati (1999).

<sup>45</sup> Ver Serrano (1998).

em 1973, a imposição de um compulsório sobre importações em 1976, novo choque do petróleo em 1979, maxidesvalorização cambial de 30% em dezembro de 1979, crise do petróleo, e redução do ajuste salarial de anual para semestral no mesmo ano. Os choques de 1979 fizeram a inflação pular para patamar superior a 100%. Após um período quase errático em termos de política econômica, há no início de 1983 nova maxidesvalorização cambial, além de grave choque agrícola interno. A inflação respondeu movendo-se para um novo patamar, em torno de 200%, mantido até 1985. Nesse ano, apesar de o fato não ser captado pelas taxas de inflação anualizadas, ocorreu no segundo semestre nova mudança de patamar inflacionário. O salto foi consequência da estratégia do novo governo que tomou posse em março, de inicialmente conter os preços de bens e serviços públicos. Quando no segundo semestre iniciou-se a inevitável recomposição de tais preços ocorreu um choque agrícola que elevou o índice dos preços de produtos agrícolas, no varejo, de 19%. A combinação desses dois choques de custo acelerou o ritmo de elevação dos preços. A média da taxa mensal de inflação entre agosto de 1985 e fevereiro de 1986, quando o Plano Cruzado foi lançado, foi de cerca de 13%, ou seja, uma taxa anualizada de 450%.<sup>46</sup> É interessante observar que, quando a inflação apresentava vários aspectos aceleracionistas, aplicou-se um plano baseado na interpretação inercialista da inflação. Assim, algumas dessas tensões tornaram-se relevantes para explicar seu fracasso.

Antes de passar ao exame e comparação dos Planos Cruzado e Real, é importante precisar, uma vez mais, a natureza da análise aqui empregada. Consistentemente com a abordagem teórica da inflação de custos, os processos inflacionários e, conseqüentemente, o fracasso ou sucesso de um plano de estabilização, estão relacionados com a dinâmica dos principais elementos de custo da economia. Dentre estes, entretanto, podemos identificar elementos que são cruciais na determinação da dinâmica inflacionária e cuja mudança de comportamento é condição necessária para o fim do processo inflacionário. No caso brasileiro, como já salientado, esse elemento foi a mudança da restrição: tanto no que diz respeito ao balanço de transações correntes, como também à inserção do país no mercado internacional de capitais. Dessa forma, o sucesso do Plano Real e o fracasso do Plano Cruzado dependeram diretamente do comportamento dessas variáveis. Há, entretanto, outros elementos de custo que também afetaram o desempenho de cada plano e que merecem ser analisados para entender suas trajetórias específicas. Nesse caso, também, o Plano Real, que já partia de condições estruturais favoráveis, foi mais eficientemente concebido e executado do que o Plano Cruzado. Finalmente, ao se descer ao nível mais de abstração teórica, deve-se reconhecer que a administração do dia-a-dia da política econômica pode incluir medidas que eventualmente envolvam elementos de controle da demanda. Nos casos dos planos de estabilização, essas medidas basicamente envolveriam o controle de crédito e o ajuste das taxas de juros, tendo em vista eventuais movimentos especulativos. Entretanto, essas seriam medidas de segunda ordem, comparadas com os mecanismos fundamentais do processo inflacionário, devendo recair sobre as últimas o foco das políticas de estabilização.

É aceito pela maioria dos analistas que o lançamento do Plano Cruzado obedeceu um *timing* mais político que propriamente macroeconômico. Como já foi mostrado, nos meses que precederam o lançamento do Cruzado a inflação já vinha se acelerando, sendo que algumas categorias de trabalhadores já vinham conseguindo a mudança no prazo de indexação salarial, o que incorporou mais um elemento

---

<sup>46</sup> Com a aceleração da inflação criou-se pressão pela mudança no prazo de indexação salarial. Modiano (1990) afirma que várias firmas já davam a seus empregados reajustes trimestrais, o que certamente colaborava para a elevação da taxa de inflação.

aceleracionista na trajetória dos preços. Um dos elementos básicos de desindexação da economia escolhidos pelos responsáveis pelo desenho e execução do plano foi o congelamento de preços.<sup>47</sup> Essa medida obteve inicialmente impressionante apoio popular, que certamente contribuiu para sua extensão para além do razoável, criando um engessamento no sistema de preços que preservou sérios desequilíbrios anotados na entrada do plano.

Camargo e Ramo (1988) mostram que se compararmos, de setembro de 1985 a fevereiro de 1986, os preços reais de 989 produtos aos preços de 28 de dezembro (ou os preços de congelamento), teríamos 509 preços abaixo da média e 479 acima, com apenas um preço congelado igual à média anterior. Algumas vezes era particularmente expressiva, como no caso dos farmacêuticos, com preços defasados variando de 21 a 32%. O efeito direto dessa defasagem é que imediatamente alguns remédios e também alguns produtos de limpeza desapareceram, das prateleiras. O mesmo fenômeno foi observado em relação aos laticínios e carne. Gerando reação em cadeia sobre outras proteínas: o desaparecimento da carne exerceu pressão sobre o mercado de aves e ovos, entre outros, espalhando o efeito “desalinhamento” em um setor para extensas cadeias produtivas da economia. Fica claro que, a despeito de efetivo aquecimento da demanda, a estrutura de oferta apresentou no Plano Cruzado sérios desajustes, em razão da redução das margens de lucros de vários setores.<sup>48</sup>

Outro elemento de custo importante para tal tipo de plano é a conversão de salários pela média do período de reajuste anterior. Essa conversão garantiria ao plano neutralidade distributiva. A conversão do Plano Cruzado acrescentou ao valor real médio um bônus de 8% para os salários em geral e de 15% para o salário mínimo. Certamente, esses valores eliminam a perfeita neutralidade distributiva do plano, mas não se deve esquecer que o período logo anterior ao seu lançamento foi de aceleração inflacionária, ou seja, de redução do salário médio real.<sup>49</sup> Um ponto importante em relação à política salarial definida pelo Plano Cruzado foi a não-eliminação da indexação salarial com a instituição de um gatilho que reajustaria os salários pelo valor da inflação, assim que esta atingisse a marca de 20%.<sup>50</sup> Tal norma salarial está assim em

---

<sup>47</sup> Dento da tradição teórica da teoria de inflação inercial da PUC-RJ podem-se identificar duas grande vertentes para lidar com a questão da indexação dos preços no lançamento de um plano de estabilização. Enquanto nos trabalhos de Francisco Lopes é proposta alguma forma de congelamento temporário para eliminar a inércia inflacionária (ver Lopes, 1986), Arida e Lara Resende (1986) defendem a ideia do lançamento de uma moeda indexada que conviveria com a moeda corrente, substituindo-a paulatinamente. Uma versão modificada dessa moeda indexada foi adotada pelos formuladores do Plano Real. Além dessa forma de desindexação, o Plano Cruzado incluiu a conversão das dívidas por uma “tablita” que retiraria dos contratos privados o componente de inflação esperada, evitando dessa forma dramáticos efeitos distributivos na passagem de uma economia de alta inflação para uma estabilizada.

<sup>48</sup> Outro elemento de desajuste na estrutura de oferta decorreu das negociações intracadeia produtiva e principalmente entre varejistas e seus fornecedores. Numa situação de alta inflação, no preço pago pelos varejistas está embutida uma expectativa de inflação. Grandes redes de supermercado, por exemplo, podiam vender produtos a preço inferior aos de seus fornecedores, dados os ganhos de capital relacionados à aplicação das suas receitas correntes. Uma vez que o processo inflacionário é interrompido, essas margens teriam que ser renegociadas entre as partes, sendo que o governo optou por não interferir em tal processo. Várias negociações entre fornecedores e redes de supermercados “emperraram”, levando mais uma vez a desabastecimentos setoriais com posteriores impactos sobre o conjunto da economia, como descrito anteriormente.

<sup>49</sup> Esse abono de 8% é recorrentemente apresentado como medida populista, no entanto, ele se justifica por razão técnica: dado o gatilho de reajuste de 20%, tal abono garantiria que após o disparo do gatilho o salário real não se reduziria. Na verdade, isso só seria garantia no caso da inexistência de resíduos inflacionários a cada disparo do gatilho salarial.

<sup>50</sup> Além disso, continuaria havendo dissídios anuais, nos quais os trabalhadores ganhariam automaticamente 60% da inflação passada.

clara contradição com a análise teórica que identifica na indexação uma das razões para a perpetuação de um impulso inflacionário.

Variável importante para a análise do comportamento da economia pós-Plano Cruzado é a taxa de juros nominal. Devem-se separar os possíveis efeitos e relações da taxa de juros nominal com três aspectos macroeconômicos distintos. Em primeiro lugar, poderia haver um efeito entre essa variável e a expansão do crédito, e consequentemente o aquecimento da demanda agregada. Embora não se possa negar inicialmente esse efeito, a expressiva expansão do crédito após planos de estabilização decorre principalmente das drásticas reduções das taxas de inflação, e consequentemente das taxas de juros nominais, fenômeno que Serrado (1994b) denominou fim da “regressão” da oferta de crédito. Tal regressão em períodos de alta inflação estaria ligada a restrição de oferta de crédito pelas expectativas altistas em relação à taxa de juros nominais. O contrário ocorreria em períodos de estabilização, nos quais há tendência de baixa dos juros nominais. Também pelo lado da demanda, as elevadas taxas de juros nominais nas altas inflações nem sempre são consistentes com a elevação das rendas contratuais dos agentes econômicos.

Outro possível impacto de taxas de juros nominais reduzidas seria a especulação com ativos reais. Bodin (1988) mostra que os preços de vários ativos reais tiveram elevação muito grande nos primeiros meses do Plano Real. Segundo este autor, no início do Plano Cruzado “o custo de especular contra o congelamento por meio da estocagem de matérias-primas e bens finais [era] desprezível” (Bodin, 1988, p. 10).

Mesmo que admitamos o fato de a taxa de juros nominal ter sido fixada num nível baixo no início do plano, com impactos tanto sobre o fluxo de gastos (por meio do crédito) como sobre a especulação com estoques, precisamos relativizar seu impacto sobre a inflação. Em ambos os casos esses movimentos, que podem gerar bolhas, ou de consumo ou especulativas, podem ser corrigidos pela elevação nas taxas de juros ou se extinguirem por si sós. Bom exemplo desse segundo caso foi a explosão do mercado acionário nos dois primeiros meses do plano, uma valorização de quase 200%, seguida por queda persistente, a taxas mensais nunca inferiores a 10%. A própria especulação com gado poderia ser superada com eventual correção de preços da carne e/ou substancial importação do produto. O importante é observar que uma vez que se estende a inflação como resultado de mudanças de condições estruturais afetando a dinâmica dos principais componentes de custos da economia, deve-se descartar tais eventos como fontes de persistentes processos inflacionários.<sup>51</sup>

Há um terceiro aspecto relacionado às taxas de juros que, entretanto, tem relevância para a interpretação aqui proposta de inflação: a especulação contra as taxas de câmbio. Nesse caso, a taxa de juros nominal teria que ser suficientemente grande para cobrir a expectativa de desvalorização cambial. Como vimos no modelo de Franco (1986), uma taxa de juros nominal reduzida implicaria na fuga de capital, que por sua vez teria como consequência a aceleração da desvalorização cambial e finalmente da própria inflação. No caso brasileiro não havia liberdade de fluxos de capitais e após o Plano Cruzado a taxa de câmbio estava congelada. Isso, entretanto, não impossibilitou o movimento de especulação contra a moeda brasileira. O congelamento da taxa de

---

<sup>51</sup> No caso específico, seria o mesmo que creditar às bolhas de consumo e especulação a volta da inflação a um patamar de 14% após o fim do congelamento. Não deixa de ser interessante a paulatina “evolução” da interpretação convencional do fracasso do Plano Cruzado da “bolha de consumo” para a questão do déficit público. A grande vantagem da explicação tradicional é que nesse caso há persistente excesso de demanda pressionando o nível de preços continuamente. Como veremos mais à frente na comparação entre o Plano Real e Cruzado, de qualquer forma a hipótese do fracasso do Plano Cruzado em função de tal suposta bolha é de difícil sustentação.

câmbio nominal, combinado à inflação residual pós-lançamento do plano de estabilização, implicou valorização cambial, reduzindo a lucratividade esperada ou desejada do setor exportador. Este passou então a atacar a nova taxa cambial por meio da drástica redução das exportações, num movimento que em poucos meses eliminou o que alguns economistas chamavam de “superávit estrutural”.<sup>52</sup>

As tabelas 2.1 e 2.2 ilustram o quadro descrito acima. Passa-se de um superávit de cerca de US\$ 1 bilhão para pequenos déficits ao final do ano. De agosto a dezembro de 1986, as exportações caem mais de 70%. Obviamente tais números são desproporcionais a interpretações que apelem para a ideia de aumento da absorção interna.<sup>53</sup> Apesar de ter havido elevação das importações, o fato apenas reforçou o efeito da própria desorganização na estrutura de oferta que culminou com o racionamento de vários produtos. Exemplo disso foi a importação de bens de consumo não duráveis que englobou uma série de importações de emergência, na tentativa de cobrir os produtos em falta no mercado interno por problemas de oferta. Esse item elevou sua participação no total das importações no ano de 5,5 para quase 15%. Outro ponto a se levar em consideração foi a aposta também dos importadores contra a sustentabilidade do câmbio, com a consequente antecipação de importações.

**Tabela 2.1**  
**Evolução mensal das contas externas do Brasil (US\$ milhões)**

| Mês              | Exportações | Importações | Saldo comercial | $\Delta X$ 1986/1985 (%) | $\Delta M$ 1986/1985 (%) | $\Delta SC$ 1986/1985 (%) |
|------------------|-------------|-------------|-----------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|
| <b>Janeiro</b>   | 1.910       | 1.209       | 701             | 21,58                    | 16,03                    | 32,51                     |
| <b>Fevereiro</b> | 1.751       | 1.123       | 628             | 19,12                    | 14,01                    | 29,48                     |
| <b>Março</b>     | 2.157       | 1.021       | 1.136           | 10,22                    | -3,68                    | 26,64                     |
| <b>Abril</b>     | 2.172       | 880         | 1.292           | 2,26                     | -15,87                   | 19,85                     |
| <b>Mai</b>       | 2.292       | 951         | 1.341           | 2,41                     | -5,00                    | 8,41                      |
| <b>Junho</b>     | 2.000       | 929         | 1.071           | -8,84                    | -3,73                    | -12,86                    |
| <b>Julho</b>     | 2.209       | 1.199       | 1.010           | 1,14                     | 25,29                    | -17,69                    |
| <b>Agosto</b>    | 2.099       | 1.149       | 950             | -3,27                    | 7,08                     | -13,40                    |
| <b>Setembro</b>  | 1.858       | 1.313       | 545             | -22,71                   | 19,47                    | -58,24                    |
| <b>Outubro</b>   | 1.341       | 1.420       | -79             | -43,42                   | 13,06                    | -107,09                   |
| <b>Novembro</b>  | 1.276       | 1.308       | -32             | -44,33                   | 7,74                     | -102,97                   |
| <b>Dezembro</b>  | 1.329       | 1.543       | -214            | -50,13                   | 6,05                     | -117,69                   |

Fonte: Funcex.

<sup>52</sup> Deve-se observar que as condições de sustentabilidade pós plano de estabilização assemelham-se às descritas por Franco (1986), ou seja, a fixação da taxa de câmbio demandaria mudança na restrição externa da economia. Pode-se argumentar que uma elevação brutal da taxa de juros poderia inibir tal tipo de movimento contra o câmbio, mas certamente, dadas as condições externas extremamente desfavoráveis, esse valor teria de ser bastante elevado e manter-se por um bom período de tempo, trazendo consequências negativas para a economia como um todo.

<sup>53</sup> Dois dados ajudam a ilustrar esse fato. Em primeiro lugar, a taxa de crescimento do PIB no ano de 1986 (aproximadamente, 7,5%), além de dentro dos padrões históricos brasileiros, foi ligeiramente inferior à do ano anterior (7,85%). Por outro lado, as quedas mais espetaculares entre as exportações recaíram sobre setores altamente exportadores como calçados, minerais não-ferrosos, indústria extrativa mineral e siderurgia. Vale anotar também que esse não foi um efeito preço, com os quantuns de exportação sofrendo drásticas reduções.

**Tabela 2.2**  
**Taxas de crescimento das exportações brasileiras entre 1985 e 1986 (%)**

| Mês              | Primários | Manufaturados | Seminaturados |
|------------------|-----------|---------------|---------------|
| <b>Janeiro</b>   | 5,26      | 33,41         | 11,64         |
| <b>Fevereiro</b> | 28,51     | 11,30         | 37,41         |
| <b>Março</b>     | 31,10     | -1,31         | 5,79          |
| <b>Abril</b>     | -0,85     | 2,82          | 15,94         |
| <b>Mai</b>       | -4,53     | 10,72         | -6,05         |
| <b>Junho</b>     | -18,61    | -5,91         | 12,27         |
| <b>Julho</b>     | -12,78    | 14,39         | -10,26        |
| <b>Agosto</b>    | -16,88    | 1,22          | 21,59         |
| <b>Setembro</b>  | -30,03    | -17,85        | -28,57        |
| <b>Outubro</b>   | -42,54    | -43,66        | -44,87        |
| <b>Novembro</b>  | -30,15    | -51,15        | -42,81        |
| <b>Dezembro</b>  | -59,76    | -46,46        | -43,20        |

Fonte: Funcex.

Até agora mostramos como, por meio do comércio exterior, a taxa de câmbio de congelamento foi atacada. Entretanto, apesar das limitações institucionais, a conta de capitais foi negativa em 1986. No ano anterior essa conta já havia sido negativa (o que mostra a precária situação de financiamento externo), mas em 1986 piora sensivelmente, com o déficit quase duplicando. O investimento direto foi exemplo claro desse movimento. Entretanto, em 1986 este se torna negativo, claramente refletindo as condições de insustentabilidade da taxa de câmbio fixada pelo Plano Cruzado. Outro dado que reforçou essa tendência do fluxo de recursos para fora do país foi a remessa de lucros, que em 1986 cresceu 30%.

O fim do “mega superávit estrutural” em poucos meses, somado ao déficit de conta de serviços e a conta capital negativa tiveram como consequência progressiva perda de reservas e forçaram o descongelamento do câmbio em outubro de 1986. Ou seja, o câmbio foi precisamente o primeiro preço a ser descongelado no Plano Cruzado, decretando assim, em termos práticos, o fim dessa experiência de estabilização.<sup>54</sup>

O Plano Real pode creditar seu sucesso à mudança da restrição externa internacional, como assinalamos anteriormente. Entretanto, além desse fator crucial é

---

<sup>54</sup> Um pouco antes desse episódio o governo convocou uma reunião de cúpula – conhecida como Reunião de Carajás – para discutir as dificuldades enfrentadas pelo Plano Cruzado. Participaram da reunião não apenas os principais formuladores de política econômica, como o próprio presidente e ministros de outras áreas que não a estritamente econômica. Pelos relatos da imprensa à época, houve cisão entre os formuladores de política econômica entre duas posições básicas: um grupo defendendo medidas de controle de demanda e outro a criação de uma *holding* para centralizar os investimentos públicos e assim relançar a economia no caminho do crescimento sustentável. É interessante notar que aparentemente nenhum dos dois grupos centrou suas atenções na questão então mais crucial: a deterioração das contas externas e o impacto desse movimento sobre a sustentabilidade do plano. Nunca ficou claro se dentro do governo havia um grupo de *policy makers* que tinha reconhecido a questão externa como crucial para a estabilização. Dadas as condições adversas de negociação da dívida externa à época, certamente alguma forma de moratória teria de constar entre os cenários possíveis. A moratória, entretanto, só foi declarada no início do ano de 1987 e assim mesmo como resultado da completa incapacidade do país de honrar seus compromissos externos.

importante também anotar que alguns dos problemas do Plano Cruzado pelo lado dos custos não se repetiram no Plano Real.<sup>55</sup>

Uma primeira diferença está na transição do período de alta inflação para a estabilidade econômica. A utilização de um esquema semelhante ao proposto por Lara Resende e Arida (1986), ou seja, a criação de uma unidade de conta atrelada ao valor da inflação (URV), permitiu transição tranquila em termos de estrutura de preços. A URV foi anunciada no início de dezembro de 1993, mas a medida provisória que a criou só foi editada em 27 de fevereiro do ano seguinte. Entre março de 1994 e julho deste mesmo ano ela foi usada exclusivamente como unidade de conta sendo convertida na nova moeda apenas após 1º de julho. Durante os quatro meses de sua vigência como unidade de conta, as empresas puderam converter seus produtos pelo valor de pico, conhecendo ao mesmo tempo seus custos na mesma moeda constante. Os salários, por exemplo, foram convertidos em marcos para URV e mantidos fixos até julho. É interessante observar que desde o anúncio do plano a inflação registrou substancial aceleração, sugerindo que as firmas tenham conseguido, com sucesso, ajustar seus preços para entrarem com confortável margem de segurança no congelamento. Deve-se notar também que os salários foram calculados como média de um período em que a inflação estava se acelerando, ou seja, foram “congelados” em valor relativamente baixo, o que certamente representa posição confortável em relação aos *mark-ups* das firmas na entrada da fase final do Plano Real. Os formuladores do plano, ao contrário do que ocorreu na experiência do Cruzado, não criaram qualquer regra de indexação para o salário após o início da sua fase final (conversão da URV em Real).

Finalmente, o longo período de transição, uma vez adotada a URV para os preços, também permitiu que as negociações dentro das cadeias produtivas e entre comércio e fornecedores se efetuassem com sucesso, eliminando uma fonte de tensão pelo lado da oferta que, como mostramos anteriormente, foi crítica durante o Plano Cruzado.<sup>56</sup>

Podemos caracterizar agora a grande mudança nas condições externas que garantiram sucesso do Plano Real. O gráfico 1 mostra o comportamento das reservas internacionais que, como uma conta de resíduo, revela o comportamento do balanço de pagamentos como um todo. Observa-se que a partir de 1992 as reservas descolam de um patamar que vinha, *grosso modo*, sendo mantido desde a crise do petróleo, e mais que triplicam em cinco anos. A razão está na alteração da conta de capitais, que após sete

---

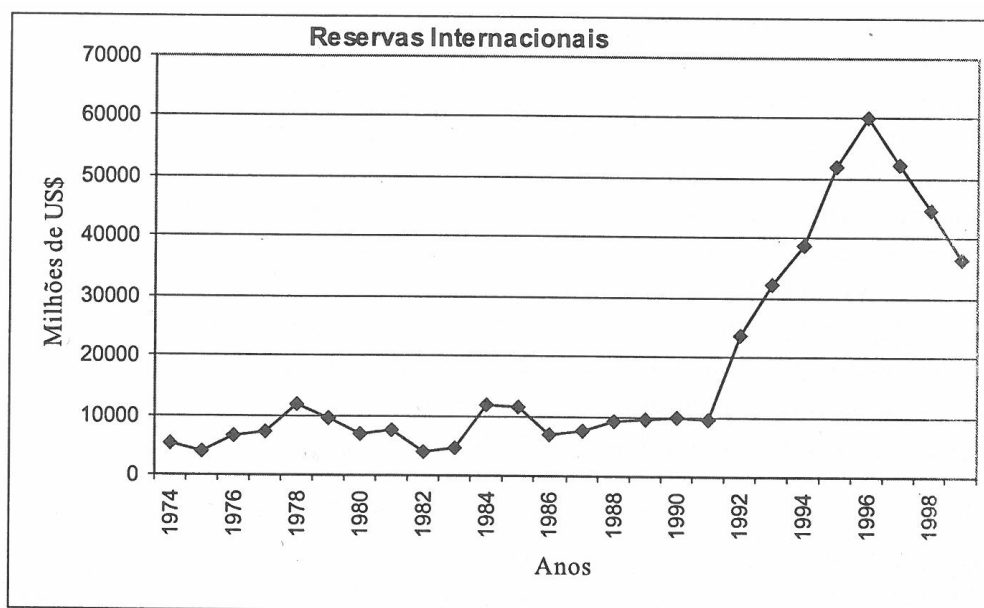
<sup>55</sup> A nossa interpretação traz implícita a ideia de que os dois planos em seus elementos teóricos básicos são bastante semelhantes, ou seja, em boa medida buscaram conter os elementos de custo que determinam a dinâmica da inflação brasileira. Mesmo sem entrar numa discussão mais detalhada sobre esse tópico, deve-se anotar que, no plano retórico, no Plano Real, a questão do controle do déficit público foi mais sublinhada do que no Plano Cruzado. Ainda que, quando do lançamento deste último, tenha sido publicado um *Livro branco do déficit público*, que buscava mostrar que esta variável estava sob o controle do governo, sem falar numa minirreforma fiscal implementada ao final de 1985 e que visava equilibrar as contas públicas. O fato real é que, a despeito da retórica, na execução do Plano Real o déficit no conceito operacional cresceu continuamente desde o primeiro momento, enquanto no Plano Cruzado se manteve relativamente estável, pelo menos período de duração do plano.

<sup>56</sup> Esse processo é bem descrito em Franco (1995): “algumas conversões se revelariam muito difíceis e longos e tortuosos processos de negociação seriam deslanchados para a disputa do chamado *float*. Essa era, na verdade, poderosa indicação de que os efeitos distributivos da inflação eram não só bem conhecidos como também incorporados nos preços, pois onde quer que prazos de carência fossem estabelecidos em contratos, a inflação tinha papel como mecanismo de desconto ou remuneração. [Com a URV] [as] adaptações para o mundo da estabilidade de preços poderiam se fazer gradual e antecipadamente, dando amplo curso ao processo negocial. Não foi por outro motivo que demoraram várias semanas as negociações nas cadeias produtivas do setor privado, notadamente na relação entre indústria e comércio (...) a partilha do *float* anteriormente à primeira emissão do Real foi um passo importantíssimo para que a estabilização se fizesse sem sobressaltos” (Franco, 1995, pp. 47-48).



anos deficitários passa a ser crescentemente superavitária. Nunca é demais lembrar que essa reversão se deu em meio a um processo de alta inflação e mesmo de instabilidade política, resultando de uma combinação de liberalização interna da conta de capitais e mudança do tratamento dado ao país pela comunidade financeira internacional. Essa acumulação de reservas forneceu ao *policy maker* margem de manobra para execução de um plano de estabilização baseado na estabilização da taxa de câmbio. Entretanto, por maior que fosse esse estoque, e ainda mais se resultasse da liberalização das contas de capital, um ataque especulativo poderia dilapidá-lo em pouco tempo, como mostrou a crise cambial do final de 1999. Por isso, o mais importante é a garantia de fluxo externo, associado, como já foi dito, a condições institucionais externas.

**Gráfico 1**



A política de estabilização do Plano Real não se limitou à fixação da taxa de câmbio, mas permitiu que esta se apreciasse em até 15%. A estratégia foi explicitamente uma mensagem de que a taxa de câmbio não mais cumpriria seu papel crucial na manutenção da competitividade externa, ou seja, certo resultado superavitário da balança comercial, mas seguiria outros objetivos.<sup>57</sup> O argumento para essa política era o próprio resultado do balanço de pagamentos dos anos anteriores, que havia registrado fortes superávits, com a consequente acumulação de reservas. Tal argumento seria correto se os superávits fossem resultado apenas de mudanças das condições do comércio exterior, e não mais especificamente da mudança na conta de capitais, a qual, como se sabe, depende diretamente do valor do diferencial das taxas de juros internas e externas, que é uma variável de política econômica. Independentemente da retórica dos formuladores e executores do plano de estabilização, o fato é que se utilizaram da bonança externa para garantir que um elemento crucial dos custos de produção teria comportamento deflacionista no momento inicial do plano, quando a inflação residual ainda era relativamente alta e ascensional, no mês de outubro. Nos primeiros cinco

<sup>57</sup> Ver Franco (1995), pp. 56-57.

meses, quando a taxa de câmbio se apreciou constantemente, as taxas de juros nominais internas nunca ficaram abaixo de 50%, contra uma *prime rate* de 7,6%.<sup>58</sup>

Finalmente, temos que relacionar essas importações com o nível de demanda interno da economia. A primeira versão para explicar o fracasso do Plano Cruzado tinha como vilão suposta bolha de consumo, inadequadamente combatida pelo governo. Curiosamente, na experiência bem-sucedida do Real a mesma elevação do nível de atividade e consumo se repete, sem, no entanto, os mesmos efeitos desastrosos da experiência anterior. A expansão, como dissemos anteriormente, decorre basicamente dos ciclos de expansão de crédito que seguem a queda brusca das taxas de inflação. As tabelas 3.1 e 3.2, comparando alguns indicadores de nível de atividade, mostram padrão semelhante em ambos os casos. Em termos agregados, a capacidade de utilização média para o mesmo número de meses após os dois planos (e que considera o período de “vida” do Plano Cruzado, isto é, entre março e dezembro de 1986) é muito semelhante, ou superior em menos de 1% no caso do Cruzado. Há também dados específicos que ilustram o quadro. No número de outubro de 1994 da revista *Conjuntura Econômica* registra-se que a capacidade ocupada de indústrias como a automobilística, de aço e de ferro, combustíveis e lubrificantes tinha praticamente chegado ao seu limite, apresentando os valores 95%, 94% e 93%, respectivamente. A edição de novembro da mesma revista mostra que os níveis de ocupação para as indústrias de bens finais e intermediários eram de 82 e 87%, respectivamente, “mais elevados do que nos primeiros meses do Plano Cruzado” (*Conjuntura Econômica*, 1994, p. 16). Mesmo após esforços de contenção do crédito em novembro de 1994, em março de 1995 níveis muito altos de ocupação eram registrados em indústrias como construção, tratores e automotiva.

**Tabela 3.1**  
**Evolução mensal do nível de atividade econômica no Brasil entre março e dezembro de 1986 (%)**

| Mês      | Variação da produção da indústria de transformação* | Variação da produção da indústria geral* | INA - 12 meses* | Índice de ocupação (FIESP) | Índice de ocupação IBRE-CEI |
|----------|---|--|-----------------|----------------------------|-----------------------------|
| Março    | 3,47  | 3,27                                     | 1,8             | 77,7                       |                             |
| Abril    | 20,01   | 20,74                                    | 20,0            | 79,6                       | 81                          |
| Maiο     | 10,72   | 11,14                                    | 15,7            | 80,0                       |                             |
| Junho    | 13,61   | 14,09                                    | 13,4            | 80,5                       |                             |
| Julho    | 11,19   | 11,66                                    | 13,8            | 81,5                       | 82                          |
| Agosto   | 8,07  | 8,46                                     | 12,3            | 81,5                       |                             |
| Setembro | 15,68   | 16,29                                    | 14,7            | 82,6                       |                             |
| Outubro  | 10,61   | 11,13                                    | 12,7            | 83,4                       | 86                          |
| Novembro | 8,40  | 8,93                                     | 11,0            | 81,4                       |                             |
| Dezembro | 6,78  | 7,21                                     | 14,6            | 79,6                       |                             |

\* Variações contra o mês no ano anterior.

Fontes: IBGE, *Conjuntura Econômica*.

<sup>58</sup> O governo manteve um diferencial expressivo (ainda mais se levarmos em consideração a expectativa de desvalorização cambial nesse momento), preferindo fazer o *fine tuning* do fluxo de capital por meio de mudanças (limitações) institucionais e mudanças da política fiscal.

**Tabela 3.2**  
**Evolução mensal do nível de atividade econômica no Brasil entre julho de 1994 e**  
**abril de 1995 (%)**

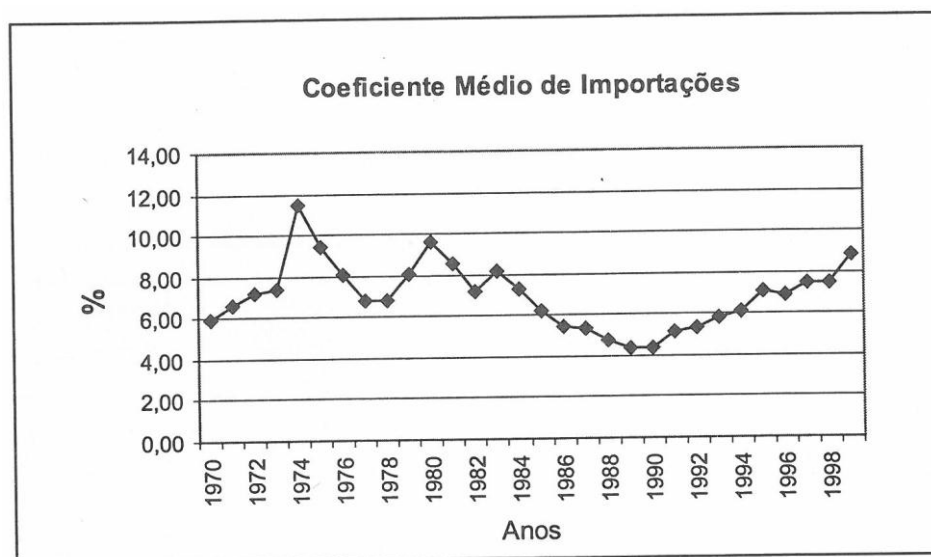
| Mês      | Variação da produção da indústria de transformação* | Variação da produção da indústria geral* | INA - 12 meses* | Índice de ocupação (FIESP) | Índice de ocupação IBRE-CEI |
|----------|---|--|-----------------|----------------------------|-----------------------------|
| Março    | 1,61  | 1,44                                     | 0,6             | 77,1                       | 80                          |
| Abril    | 10,28   | 10,50                                    | 11,9            | 79,8                       |                             |
| Maio     | 11,42   | 12,26                                    | 14,4            | 79,8                       |                             |
| Junho    | 10,50   | 11,57                                    | 16,0            | 80,2                       | 83                          |
| Julho    | 12,19   | 13,20                                    | 19,6            | 80,9                       |                             |
| Agosto   | 17,70   | 18,90                                    | 25,9            | 78,6                       |                             |
| Setembro | 16,95   | 17,57                                    | 23,1            | 80,1                       | 83                          |
| Outubro  | 17,06   | 18,28                                    | 21,6            | 79,1                       |                             |
| Novembro | 13,24   | 13,71                                    | 19,5            | 82,8                       |                             |
| Dezembro | 11,66   | 12,13                                    | 19,1            | 79,8                       | 86                          |

\* Variações contra o mês no ano anterior.

Fontes: IBGE, *Conjuntura Econômica*.

No Plano Real, de fato, a maior capacidade de importação aliviou a pressão exercida pelo aumento temporário da demanda na economia. Mais uma vez essas diferenças resultam em mudança das condições externas. O Cruzado caracterizou-se como período de extrema restrição externa, o que permitiu margem de manobra muito reduzida para responder, com aumento momentâneo das importações, às oscilações eventuais e abruptas da demanda durante a estabilização. É verdade que houve elevação do coeficiente de importação nos anos 90, mas se olharmos para o longo prazo (representado no gráfico 2) veremos que esses valores apenas retomam picos alcançados em períodos históricos anteriores. Particularmente, em relação ao Plano Real, vemos que os coeficientes de importação dos anos de 1994 e 1995, 6,09% e 7,08%, respectivamente, são inferiores à média dos anos 70. Dessa forma, nos primeiros momentos da estabilização pode-se afirmar que o nível de importações em relação ao PIB apenas retoma um valor histórico fortemente deprimido pela crise da dívida dos anos 80.

**Gráfico 2**



A análise dessa seção confirma, portanto, o papel central da restrição externa e dos mecanismos de indexação de juros, câmbio e salários nominais, tanto para entender a inflação como o sucesso, ou não, de planos de estabilização. Toda argumentação apresentada é inteiramente consistente com a abordagem da inflação de custos que, como vimos, tem sua origem na escola “Quantitativa Alemã”; passa pela ênfase dos estruturalistas latino-americanos na permanente fragilidade externa do continente; encontra representação formal nos modelos de conflito distributivo e inflação de custos; e, finalmente, levam em conta que numa economia monetária a taxa de juros tem papel central na determinação da distribuição de renda.

### **Referência Bibliográficas**

- AGLIETTA, M. & ORLEÁNS (1990) – *A violência da moeda*, Ed. Brasiliense.
- ALDEROFT, D. (1987) – *From Versailles to Wall Street 1919-1929*. Harmondsworth, Penguin Books.
- ARIDA, P., LARA-RESENDE, A. (1986) – “Inflação inercial e reforma monetária: Brasil”, in ARIDA, P. (org.) – *Inflação zero*, Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- BASTOS, C.P.M., WILLCOX, L.D. (2001) – *Aliados e alemães: as visões alternativas da hiperinflação alemã*, mimeo.
- BODIN, P. (1986) – *A condução da política monetária durante o Plano Cruzado*. Texto para Discussão, n. 200, Departamento de Economia PUC/RJ, 1988.
- BRESCIANI-TURRONI, C. (1989) – *Economia da inflação, expressão e cultura*.
- CAMARGO, J.M., RAMOS C.A. (1988) – *A revolução indesejada: conflito distributivo e mercado de trabalho*, Rio de Janeiro, Editora Campus.
- FELDMAN, G.D. (1993) – *The Great Disorder: Politics, Economics, and Society in the German Inflation, 1914-1924*, Oxford, Oxford University Press.
- FURTADO, C. (1961) – *Desenvolvimento e subdesenvolvimento*, Rio de Janeiro, Fundo de Cultura.
- FRANCO, G. (1986) – *Aspects of the Economics of Hiperinflation: Theoretical Issues and Historical Studies of Four European Hyperinflations*, Phd Dissertation Harvard University.
- . (1995) – *O Plano Real e outros ensaios*, Rio de Janeiro, Francisco Alves.
- FRENKEL, R. (1979) – *Decisiones de precio em alta inflación*, Estudios Cedes.
- GAMBOA, R.R. (1978) – “Apresentação”, in *Inflação recente no Brasil e América Latina*, PINTO, A., ASSAEL, H., DEL PRADO, A.N., MARINHO, L.C., Rio de Janeiro, Graal.

HOLTFERICH, C.-L. (1986) – *The German Inflation, 1914-1923*, Nova York, WALTER DE KALDOR, N. (1978) – “The role of industrialization in Latin American inflation”, in KALDOR, N., *Further Essays on Applied Economics*, Nova York, Holmes & Meier Publishers, 1978.

KALECKI, M. (1971) – “Cost and prices”, in *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economies*, Cambridge, Cambridge University Press.

KEYNES, J.M. (1971) – “A tract on monetary reform”, *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, volume IV, Londres, Macmillan.

KINDERLBERGER, C. (1985) – “The structural view of german inflation”, in *Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in Financial History*, Londres, George Allen & Unwin.

LARA-RESENDE, A., LOPES, F. (1981) – “Sobre as causas da recente aceleração inflacionária”, *Pesquisa e planejamento econômico*, dezembro.

LOPES, F. (1982) – “Inflação e nível de atividade no Brasil: um estudo econométrico”, *Pesquisa e planejamento econômico*, dezembro.

MEDEIROS, C., SERRANO, F. (1999) – “Padrões monetários internacionais e crescimento”, in FIORI, J.L. (org.) – *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*, Petrópolis, Vozes.

MODIANO, E. (1988a) – “A dinâmica salários e preços na economia brasileira: 1966/81”, in MODIANO, E. – *Inflação, inércia e conflito*, Rio de Janeiro, Editora Campus, 1988.

\_\_\_. (1988b) – “Salários, preços e câmbio: os multiplicadores dos choques numa economia indexada”, in MODIANO, E. – *Inflação, inércia e conflito*, Rio de Janeiro, Editora Campus, 1988.

\_\_\_. (1990) – “A ópera dos três Cruzados: 1985-1989”, in ABREU, M.P. (org.) – *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro. Editora Campus.

NOGUEIRA BATISTA JR., P. (1989) – “Keynes e a estabilização do marco alemão nos anos 20”, in NOGUEIRA BATISTA JR., P. & BELLUZZO, L.G. (1989) – *A luta pela sobrevivência da moeda nacional*, São Paulo, Paz e Terra.

OLIVEIRA, J.H.G. (1964) – *On Structural Inflation and Latin-American 'Structuralism'*, Oxford Economic Paper, novembro.

PAZOS, F. (1972) – *Chronic Inflation in Latin America*, Nova York, Praeger Publishers.

PINTO, A. (1978a) – “Raízes estruturais da inflação na América Latina”, in *Inflação recente no Brasil e América Latina*, PINTO, A., ASSAEL, H., DEL PRADO, A.N., MARINHO, L.C., Rio de Janeiro, Graal, 1978.

\_\_\_ (1978b). “Uma visão latino-americana da inflação nos países industrializados”, in *Inflação recente no Brasil e América Latina*, PINTO, A., ASSAEL, H., DEL PRADO, A.N., MARINHO, L.C., Rio de Janeiro, Graal, 1978.

PIVETTI, M. (1991) – *An Essay on Money and Distribution*, Basinstoke, Macmillan.

ROBINSON, J. (1938) – “The Economic of Inflation”, *Economic Journal*.

SARGENT, T. (1986) – “Os finais de quatro grandes hiperinflações”, in REGO, J.M. (org.), *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*, São Paulo, Paz e Terra.

SERRANO, F. (1986) – “Inflação inercial e indexação neutra”, in REGO, J.M. (org.), *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*, São Paulo, Paz e Terra.

\_\_\_ (1994a) – “Review of na essay on money and distribution by M. Pivetti”, *Contributions to Political Economy*, vol. 13.

\_\_\_ (1994b) – “Observações sobre a demanda por moeda no Brasil”, *Boletim de Conjuntura Econômica-IEI/UFRJ*, Rio de Janeiro, 1994.

\_\_\_ (1998) – *Tortilha ou tequila, notas sobre a economia brasileira nos 90*, Archetypon, Rio de Janeiro.

STIRATI, A. (1999) – *Inflation, Unemployment, and “Hysteresis”, a Classical Approach*, Quaderni n. 239, Università degli Studi di Siena, Dipartimento de Economia Política, janeiro.

SUNKEL, O. (1958) – La inflación chilena: un enfoque heterodoxo”, *El trimestre económico*.

TAVARES, M.C. e BELLUZZO, L.G. (1984) – *Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea*, Texto para Discussão n. 65, IEI/UFRJ.

VÁSQUEZ, J.F.N. (2000) – “Inflação e desenvolvimento econômico no Chile e no México”, in BIELSCHOWSKY, R. (org.) – *Cinquenta anos de pensamento na Cepal*, Rio de Janeiro, Record.