

## RESÍDUO INFLACIONÁRIO PÓS-CONGELAMENTO E POLÍTICA MONETÁRIA

Luiz Carlos Bresser Pereira e Yoshiaki Nakano

*In Clóvis de Faro, org., A Economia Pós Plano  
Color II. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e  
Científicos, 1991: 149-157.*

O valor de uma teoria científica é proporcional à sua capacidade de explicar e principalmente prever futuros eventos. Testada de acordo com esse critério, a teoria da inflação inercial revelou-se extremamente precisa para (1) prever o retorno da inflação depois do Plano Collor I tão logo tornou-se conhecido o primeiro índice de inflação sem resíduo inflacionário estatístico, e (2) para prognosticar a inviabilidade da política que, em maio de 1990, definiu uma meta crescimento da base monetária para a segundo semestre do ano de apenas 9 por cento, quando a inflação mensal, em maio, já estava próxima desse valor. Agora, com o Plano Collor II, é possível novamente, e com razoável segurança, prever que este congelamento não logrará estabilizar a economia. Para fazer essa previsão, no caso do Collor I, foi necessário conhecer o resíduo inflacionário pós-plano, enquanto que no caso do Collor II, a inconsistência representada pelo “tarifaço” foi suficiente, embora a previsão de um resíduo inflacionário em torno de 9 por cento para março ajude a confirmar o retorno da inflação.

Neste trabalho examinaremos o conceito de “resíduo inflacionário não estatístico pós-plano”, que indica o retorno da inflação inercial, e os limites da política monetária uma vez a inflação inercial tenha retornado. O retorno da inflação, no caso do Plano Collor I, tornou-se inevitável a partir do momento em que o resíduo inflacionário deixado pelo congelamento revelou-se alto demais. Em maio de 1990, quando ficou claro para nós que a inflação inercial estava de volta, não dispúnhamos do conceito de resíduo inflacionário não estatístico pós-plano, contando apenas com os princípios gerais sobre a inflação inercial em que esse conceito está baseado. Desenvolvemos esse conceito na primeira e na segunda seção deste trabalho. Na terceira seção voltamos a analisar a inviabilidade de uma política monetária ativa quando a inflação é alta e inercial como a existente no Brasil. Na quarta seção examinamos a política monetária no segundo semestre de 1990. Apesar dos enormes

---

<sup>1</sup> Além dos diversos artigos que escrevemos nos jornais na época, ver especialmente o trabalho que apresentamos, em junho de 1990, em Knoxville, Tennessee, sobre o Plano Collor I, cujo título era, significativamente: “Hyperinflation and stabilization in Brazil: the first Collor Plan”.

esforços dispendidos pelas autoridades para controlar a moeda, esforços que se traduziram em uma alta taxa de juros e, em seguida, em seguida, em grave recessão, a oferta de moeda provou, novamente, ser endógena, crescendo mais de 100 por cento na segunda metade de 1990.

## **Resíduo Inflacionário Pós-Plano**

O provável êxito ou fracasso de um congelamento de preços pode ser diagnosticado de maneira precoce a partir do “resíduo inflacionário não estatístico pós-plano”. Se este resíduo for elevado, as probabilidades de êxito do plano são mínimas, independentemente do rigor da política fiscal e monetária que se sigam. Em contrapartida, se for baixo, as chances de êxito aumentam substancialmente. Se o governo, através da política fiscal e monetária, lograr complementar a política de rendas com uma âncora nominal firme (em princípio uma taxa de câmbio estável) é muito provável que alcance êxito em seu projeto de estabilização.

Entendemos por “resíduo inflacionário não-estatístico pós-plano” a taxa de inflação que o congelamento não logra eliminar, a taxa de inflação que resta depois do plano. Em termos operacionais definiremos o resíduo inflacionário como a taxa de inflação no segundo mês completo após a introdução do congelamento. No mês do próprio congelamento e no mês seguinte o índice de inflação é sempre poluído pelo “resíduo inflacionário estatístico”, que origina-se o fato de que os índices mensais de preço são calculados comparando-se a média dos preços desse mês com a média dos preços do mês anterior. Esse resíduo inflacionário estatístico ou carry over (que nada tem a haver com o resíduo inflacionário que aqui estamos definido) só desaparece no segundo mês completo após o congelamento. Alternativamente poderíamos definir operacionalmente o resíduo inflacionário como a inflação do primeiro mês completo após o congelamento, mas, neste caso, seríamos obrigados a aplicar um vetor no índice ou então substituí-lo por um índice de ponta a ponta.

O resíduo inflacionário após o plano é importante porque indica qual o patamar a partir do qual será preciso, em seguida, através de políticas convencionais, controlar a inflação. Se esse patamar é baixo, se é inferior a, por exemplo, 2 por cento ao mês, isto significa que a inflação inercial foi pelo menos temporariamente eliminada. Em consequência, e desde que as políticas fiscal e monetária sejam firmes, o “efeito mola” a que se refere Francisco Lopes (1989) poderá não ocorrer.

Estamos sugerindo com esta idéia que o resíduo inflacionário de um plano é um indicador importante da relativa neutralidade distributiva desse plano. Se o resíduo é pequeno isto é sinal de que o congelamento foi decidido em um momento em que os preços relativos estavam razoavelmente equilibrados. É sinal também que nenhum “tarifaço”, visando reequilibrar os preços relativos, foi adotado na véspera do plano. É sinal, finalmente, de que, por essas razões, o plano foi recebido com relativa naturalidade pelos agentes econômicos, que não sentem, imediatamente, a necessidade de “recompôr seus preços relativos”. É sinal, finalmente, que o novo patamar produzido pelo congelamento do qual se parte para controlar a inflação é baixo, pouco influenciado pelo componente inercial.

Quando essas condições não estão presentes, quando o congelamento não foi devidamente preparado, quando se trata, portanto, de um congelamento de emergência, os agentes econômicos, em seguida ao congelamento, procurarão a todo custo recompor seu nível de preços. O “efeito mola” é, em última análise, consequência dessa disposição. A partir do resíduo inflacionário a inflação volta em pouco tempo ao nível anterior.

Sem dúvida o resíduo inflacionário pode ser baixo por uma outra razão: porque o congelamento foi extremamente efetivo do ponto de vista administrativo. Ou, em outras palavras, porque os agentes econômicos sentiram-se obrigados a respeitá-lo. Foi, em grande parte, o que ocorreu no Plano Cruzado.

Entre os cinco congelamentos ocorridos no Brasil o resíduo do Plano Collor II provavelmente só será comparável ao do Plano Collor I, conforme pode ser visto na Tabela 1.

**Tabela 1. Resíduos Inflacionários Após os Congelamentos (índice do segundo mês completo após o congelamento)**

	IGP/FGV	IPC/FIPE
Plano Cruzado	(0,6)	2,3
Plano Bresser	4,5	4,5
Plano Verão	4,2	6,5
Plano Collor I	9,1	8,5
Plano Collor II	9,2	7,5

Obs.: Segundo mês completo após o congelamento: Cruzado (abril 86), Bresser (agosto 1987), Verão (março 1989), Collor I (maio 1990), Collor II (março 1991).

## Os Determinantes do Resíduo Inflacionário

Para fins de análise duas fontes de resíduo inflacionário podem ser identificadas: aquela ligada à assincronia nos reajustes de preços e salários, e, portanto, presente em qualquer economia; e os desequilíbrios de preços relativos determinados por fatores conjunturais específicos, tais como o controle das tarifas públicas, choques de custos ou choque de demanda.

A existência de custos para mudar os preços faz que eles sejam reajustados com uma certa periodicidade (ver Mankiw 1985, Akerlof & Yellen 1985). Esta periodicidade por sua vez sofre mudança com a aceleração da inflação, pois com inflação num patamar mais elevado os ganhos oriundos do reajuste compensam os custos envolvidos. Isto reduz os intervalos em que os preços são reajustados. Entretanto, mesmo em condições de inflação altíssima, como o caso brasileiro, a disparidade nas periodicidades persiste e a ausência de um mecanismo de coordenação dos reajustes fazem com o congelamento de preços promova uma significativa transferência intersetorial de renda. Aqueles preços reajustados numa data próxima ao do congelamento estão próximos ao seu “pico real”, enquanto

aqueles que seriam reajustados numa data logo em seguida a data do congelamento estão no “fundo do poço”. Isto significa que o congelamento gera um desequilíbrio de preços relativos que terá que ser recomposto.

Esta recomposição é acaba se realizando, mesmo com congelamento de preços, por duas razões. De um lado as grandes empresas oligopolistas emitem antecipadamente lista de preços com reajustes defensivos que passam a vigorar caso haja congelamento de preços. Por outro lado, no setor competitivo são as condições de demanda, normalmente favoráveis depois do congelamento, que determinam a possibilidade daquela recomposição de preços.

A regra de reajuste dos salários também gera resíduo inflacionário, exatamente como os preços. As categorias que acabaram de passar pela negociação anual na véspera do congelamento de preços, estão normalmente com o salário real de “pico”, enquanto aquelas categorias que têm data base logo depois do congelamento serão as mais prejudicadas pelo congelamento. Logo depois do congelamento de preços estas últimas categorias pressionam as empresas com greves para conseguir um reajuste salarial que recomponha a inflação decorrida até a data base. A justaposição dos reajustes torna-os quase inevitáveis. O reajuste obtido pela categoria com data base imediatamente precedente define uma referencia para os que se seguem. Se isto não ocorrer, a disparidade intersetorial de salários se torna tal que as empresas serão obrigadas a promover ajustes para não perder seus funcionários mais competentes.

Através do processo acima descrito a inflação passada (entre as datas-bases) começa imediatamente a ser trazida de volta para a fase pós-congelamento. Por isso, existe uma forte tendência da taxa de inflação retornar aos patamares anteriores em alguns meses. O resíduo inflacionário, aqui definido operacionalmente, como a inflação após dois meses de congelamento, é apenas parcialmente afetado por esta inércia salarial. Esse resíduo é mais influenciado pelos reajustes salariais ocorridos antes do congelamento, e que são gradualmente repassados aos preços.

A segunda fonte de resíduo inflacionário são os desequilíbrios de preços relativos, determinados por fatores circunstanciais, presentes no momento do congelamento de preços. No Plano Collor II, estes desequilíbrios eram bastante acentuados. Em primeiro lugar, na tentativa de segurar a inflação a qualquer custo o Governo exerceu um controle sobre a taxa de cambio e os preços e tarifas publicas, entre março até outubro, provocando, em seguida, fortes pressões de custos com uma verdadeira maxi-desvalorização cambial e um primeiro “tarifaço” no último trimestre do ano. Estes choques de custos estavam se propagando de forma desigual no sistema de preços, de forma que vinham sendo gradualmente absorvidos pelo nível geral de preços. Isto se traduzia na aceleração da inflação no ultimo trimestre do ano e mais acentuadamente em janeiro.

A política monetária e creditícia restritiva imposta pelo governo, no segundo semestre de 1990, provocou violenta elevação na taxa real de juros e forte queda na demanda agregada. Estes dois fatores também atuaram no sentido deixar os preços relativos fortemente desequilibrados no inicio do ano. Com a queda abrupta na demanda o comércio reduziu fortemente as suas encomendas para a industria a partir de outubro. A queda nas encomendas pelo comércio foi violenta e abrupta, e muito maior que a queda na demanda final, porque o setor havia sofrido uma enorme perda com o Plano Collor I, em função da

ausência de “tablita”, e necessitava, a qualquer custo, reduzir o seu endividamento bancário. Com o acúmulo não planejado de estoque muitos setores industriais não tiveram condições de reajustar os seus preços ou de repassar os aumentos de custos (desvalorização cambial, reajuste da tarifas e dos preços de matérias primas etc.) em novembro e dezembro. Em janeiro com a redução dos estoques, o comércio começou gradualmente a fazer encomendas, quando era muito comum o preço do varejo (produtos comprados em janeiro) estar abaixo do preço na indústria. Abriu-se assim um espaço para o início da recomposição dos preços defasados, através da absorção das pressões de custos e da recomposição das margens de lucro. Este processo foi responsável pela forte aceleração da inflação no final do mês de janeiro. O congelamento de preços tem lugar nesse contexto.

### **Resíduo Inflacionário e os Limites da Política Monetária**

Uma justificativa que tem sido dado aos choques de preços e salários é de que o congelamento seria um simples processo de desindexação formal da economia, particularmente dos salários. Uma vez efetuada esta operação, as políticas monetárias e fiscais seriam os instrumentos efetivos para controlar a inflação. É importante, portanto, reavaliar as possibilidades de controlar a inflação com tais políticas de contração na demanda agregada, num contexto como o brasileiro de inflação crônica e altíssima, já que esta alternativa se colocará tão logo se inicie a fase de descongelamento de preços.

Vamos assim rever de forma crítica os argumentos em defesa da política monetária restritiva para controlar a inflação.

Os argumentos em defesa da política monetária têm variado de acordo com as circunstâncias. Um primeiro argumento se baseia na idéia de que a quantidade de moeda seria a “âncora nominal” dos preços, e se ela for estritamente controlada, a renda nominal também seria, e com isso se os preços aumentarem a produção física teria que cair. Com a desindexação os preços é que tenderiam a se estabilizar. Para que isto aconteça basta o Governo persistir firmemente nesta política, que, cedo ou tarde, a inflação acabaria por ceder. O segundo argumento sustenta-se na idéia de que a elevação da taxa real de juros e a restrição de liquidez levaria as empresas a desovarem os seus estoques com redução de preços. O terceiro argumento é de que queda real na demanda agregada afetaria os preços diretamente. Uma variante mais sofisticada deste argumento é o da curva de Philips em que a recessão e conseqüente aumento de desemprego provocaria uma contenção na correção dos salários nominais o que traria um ajuste gradual dos preços baixo.

Todos estes argumentos possuem sua própria lógica, mas fundamentam-se em pressupostos que têm sido contrariados pelos fatos.

O primeiro argumento é usado pelos monetaristas de que moeda determina diretamente os preços. Sustenta-se em dois pressupostos: primeiro, de que a oferta de moeda é uma variável exógena; e segundo de que existe uma relação estável entre moeda e renda. Como os fatos empíricos contradizem estes pressupostos admite-se que a causação moeda-preços pode ter defasagens, mas tudo é uma questão de tempo.

Sabemos que a oferta de moeda é endógena (determinado pela demanda) no Brasil. Basta lembrar que semanalmente, todas as quartas feiras, o BACEN tem que resgatar LTNs

ou BBCs que correspondem de 10 a 20 por cento da base monetária. Para não sancionar um aumento na demanda de moeda pelo público o BACEN teria que semanalmente, todas as terças feiras, colocar nos leilões um volume de LTNs correspondente ao valor dos resgates (aumento de base monetária).

A política monetária convencional de controlar a oferta de moeda através da elevação da taxa real de juros também tem seus limites claros no Brasil. Se a demanda de moeda fosse sensível a taxa real de juros, a elevação desta poderia, via redução nas reservas bancárias e nos encaixes monetários, provocar um ajuste nos portfólios dos agentes econômicos, e viabilizar uma contração na oferta. Acontece que no Brasil vivemos um regime monetário hiperinflacionário, com a base monetária correspondendo a cerca de 2 por cento do PIB. Isto significa que ninguém retém moeda ociosa e nem os bancos mantêm reservas livres. Desta forma, é a inflação o determinante fundamental na variação da demanda de moeda e não a taxa real de juros, diferentemente de uma economia mais estável e uma com moeda confiável. A causação vai em direção oposta àquela pressuposta pela atual política monetarista. É a renda real e taxa de inflação que determinam a demanda de moeda, estritamente necessária para transações, e esta determina por sua vez volume de LTNs ou BBCs que serão resgatados liquidamente. Se por alguma razão, momentaneamente, o BACEN conseguir, num leilão, colocar LTNs junto às instituições financeiras que implicariam numa contração de moeda desejada pelas autoridades monetárias mas não desejada pelo público (deixando o mercado “oversold”), aquelas instituições ficariam descobertas, pois não conseguiriam captar cruzeiros junto àquele público.

Na concepção monetarista é o controle quantitativo dos agregados monetários que é relevante, pois estes atuam diretamente sobre os preços, via expectativas. Ocorre que a demanda de moeda não só é muito instável como sofre violentas flutuações durante o mês numa economia em que todos os agentes econômicos, inclusive os bancos, aplicam diariamente os seus recursos em ativos líquidos para se proteger contra a inflação. Esta rejeição da moeda corrente faz com que a base monetária represente apenas 1,5 por cento do PIB hoje. A partir de uma base monetária tão pequena, sua instabilidade torna-se altíssima, podendo ser afetada por qualquer movimento dos agentes econômicos. O recolhimento de tributos em torno do dia 10 de cada mês, por exemplo, representa cerca de 0,3 por cento do PIB, ou 20 por cento da base. Nestas condições de oscilação da demanda é obvio que não é possível manter a oferta de moeda constante, nem ao longo de um mês.

O segundo argumento, relacionado com a “desova” dos estoques, poderia ter validade e ter algum impacto. Mas é difícil imaginar ser possível reduzir significativamente uma inflação de mais de 400 por cento ao ano apenas porque as empresas, a partir da contração da demanda, ficassem com um nível excessivamente alto de estoques e fossem levadas a uma guerra de preços generalizada. Não é este o quadro da economia brasileira nos últimos meses. Depois do choque inicial em que o seqüestro de cruzados novos atingiu as empresas e setores de forma bastante desigual, a queda de demanda provocou de fato excesso de estoque em alguns setores e não em outros. Por exemplo, o segmento de produtos alimentícios não chegou a carregar estoques excessivos nem promoveu redução dos reajustes de preço, enquanto que o setor de bens de consumo durável e materiais de construção desacelerou os preços no último trimestre do ano em função do acúmulo não

desejado de estoques. De qualquer forma, as pressões de custos foram suficientes para neutralizar os efeitos anti-inflacionários da elevação de estoques.

O terceiro argumento referente à curva de Philips tem suporte empírico e funciona como mecanismo anti-inflacionário, mas tem custos e limites claros. Nos países desenvolvidos, onde a inflação dificilmente atinge 10 por cento, ao ano, mantido o desemprego durante um período prolongado (2 a 3 anos pelo menos) este mecanismo da curva de Philips acaba contendo os salários, e o ajuste gradual de preços e salários pode trazer uma queda na inflação. Nos Estados Unidos a política monetária contracionista implantada em outubro de 1979, quando a inflação estava abaixo de 9 por cento ao ano, produziu uma queda no PIB em 1980, 81 e 82 e a inflação cedeu significativamente somente a partir deste último ano para atingir cerca de 4 por cento ao ano em 1983 quando a taxa de desemprego alcançou cerca de 10 por cento. Importa ressaltar que apenas uma parte desta queda pode ser creditada ao aumento do desemprego, pois a valorização do dólar e o grande aumento nas importações tiveram um papel deflacionário muito importante.

Os resultados são completamente diferentes quando se trata de uma inflação crônica superior a 10 por cento ao mês. O Brasil já passou por uma experiência recessiva de 1981 a 1983, em que apesar do forte aumento no desemprego e perda acumulada de PIB potencial da ordem de 43 por cento, a inflação acabou se acelerando.

O eventual ganho que a queda de salário real traz para reduzir a inflação é desproporcionalmente pequeno diante do altíssimo custo. Na realidade, numa economia com sérios desequilíbrios e conflitos distributivos, os ganhos eventuais acabam sendo mais do que neutralizados por outros fatores inflacionários como elevação de custos (juros real, custos fixos etc) e correção de defasagens de preços relativos. Além disso, o salário médio da grande massa dos trabalhadores é tão baixo no Brasil, que após de dois ou três meses de inflação de mais de 10 por cento ao mês sem reajuste, o poder aquisitivo do salário de cai de tal forma que os trabalhadores são obrigados a comprimir itens básicos para sua sobrevivência, como a alimentação. Neste momento, a produtividade e o clima nas fábricas é tal que os próprios empresários são obrigados a reajustar os salários, ainda que a lei diga o contrário. Desta forma, a indexação informal volta através de antecipações mensais. Evidentemente, estes reajustes tendem a ser repassados para os preços.

## **A Política Monetária no Segundo Semestre de 1990**

A tentativa frustrada de manter a oferta monetária dentro de limites quantitativos, durante o segundo semestre de 1990, provocou apenas uma enorme instabilidade nas taxa de juros, que atingiu níveis reais recordes de mais de 100 por cento ao ano em alguns momentos. Com isso grau de incerteza e risco aumentou de tal forma no mercado financeiro que houve um forte racionamento de crédito pelo sistema bancário que está desencadeando uma onda de concordatas.

Na sua segunda fase, a partir e maio de 1990, o Plano Collor I contava com uma estratégia anti-inflacionária, baseada nas políticas convencionais de contenção da demanda agregada, aliada à desindexação dos salários e à liberalização das importações. No núcleo

desta estratégia havia a promessa de um grande “arrocho monetário”, que se encarregaria de provocar uma rápida queda na taxa de inflação.

A realidade dos números, mês após mês, desmentiu as metas de queda da inflação anunciadas pelo Governo, apontando o equívoco da estratégia adotada. O resíduo inflacionário pós-congelamento, em torno de 9 por cento, indicava que o regime de inflação altíssima estava de volta, com seu rígido componente inercial baseado numa espiral de preços e de preços-salários.

A defesa que alguns economistas monetaristas têm feito desse tipo de estratégia baseia-se na afirmação de que a política monetária não foi, afinal, suficientemente restritiva, como mostrariam os indicadores de expansão da base monetária neste período. Esta visão constitui-se num grande equívoco, pois pressupõe que a oferta de moeda é uma variável exógena que pode ser estritamente controlado pelo Banco Central. Pressupõe ainda, ignorando o processo de remonetização, que a demanda de moeda permaneceu inalterada, embora a inflação tenha caído de 80 por cento ao mês, em fevereiro de 1990, para cerca de 10 a 15 por cento, no segundo semestre, quando a política monetária restritiva foi aplicada.

Outro equívoco desta corrente reside no mecanismo de transmissão da política monetária para os preços. Pressupõem os monetaristas que essa transmissão se faz diretamente da quantidade de moeda para rendas e preços. Na realidade, a política monetária se transmite ao sistema de preços via elevação da taxa real de juros e racionamento de crédito, o que leva inicialmente a uma “falha no oferta”, para usar expressão de Blinder (1987).

A partir desse critério keynesiano temos que admitir que a política monetária foi fortemente restritiva entre junho e novembro de 1990. Isto pode ser demonstrado não apenas através da queda a partir de junho, em termos reais, da base monetária e de M1, mas, principalmente, das elevadas taxas de juros e da recessão que provocou.

É preciso salientar, entretanto, que a crítica da política monetarista não significa que ela seja um instrumento dispensável no controle da inflação. Ao contrário, a geração de um superávit fiscal permanente e o conseqüente controle monetário são pré-requisitos para a estabilização dos preços. Mas num contexto de inflação crônica e altíssima são necessários instrumentos adicionais para derrubá-la instantaneamente. Em seguida a transição para estabilidade deverá ser sustentada pela política fiscal e monetária. A política fiscal, em particular, já deverá vir sendo ajustada antes do congelamento, como preparação para este, e ter continuidade depois, em conjunto com a política monetária.

Em qualquer hipótese, é fundamental que, nesta transição, o resíduo inflacionário pós-plano seja bastante reduzido. Caso contrário ficará claro para todos os agentes econômicos que a inflação inercial não foi neutralizada e que o regime inflacionário pré-existente tenderá a voltar rapidamente, na medida em que todos reindexam informalmente seus preços e buscam recompor os preços relativos.



## Referências

- Akerlof G. & J. Yellen (1985), “A near rational model of the business cycle, with wage and price inertia”. *Quarterly Journal of Economics*, suplement 100.
- Blinder, Allan (1987), “Credit rationing and effective supply failures”. *Economic Journal*, junho 1987.
- Bresser Pereira, L. e Nakano, Y. (1990) “Hyperinflation and stabilization in Brazil: the first Collor Plan”. In Davidson, P. e Kregel, J., org. (1991). Trabalho apresentado ao seminário Economic Problems of the 1990's. Knoxville: University of Tennessee, 28 de junho, 4 de julho, 1990.
- Davidson, P. e Kregel, J., org. (1991) *Economic Problems of the 1990s*. London: Edward Elgar.
- Lopes, Francisco Lafayette (1989) *O Desafio da Hiperinflação*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- Mankiw, G, (1985), “Small menu costs and large business cycles: a macroeconomic model of monopoly”. *Quarterly Journal of Economics*, suplement 100.