

**INFLAÇÃO E CONSUMO:  
MODELOS TEÓRICOS APLICADOS  
AO IMEDIATO PÓS-CRUZADO**



Marcelo Cortes Neri



14º Prêmio BNDES de Economia  
1990





**INFLAÇÃO E CONSUMO:  
MODELOS TEÓRICOS APLICADOS  
AO IMEDIATO PÓS-CRUZADO**



Marcelo Cortes Neri

Dissertação apresentada ao  
Departamento de Economia da  
PUC-RJ como parte dos requisitos  
para a obtenção do título de Mestre  
em Economia

Orientador:  
Gustavo Franco

14º Prêmio BNDES de Economia  
Rio de Janeiro — 1990





## Apresentação

---

Esta dissertação de mestrado em economia, “Inflação e consumo: modelos teóricos aplicados ao imediato pós-Cruzado”, de Marcelo Cortes Neri, ora editada pelo BNDES, obteve o 2º lugar no 14º Prêmio BNDES de Economia, realizado em 1990.

Seu autor é brasileiro, 27 anos, graduou-se em 1984 pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, onde obteve também o título de Mestre em Economia em março de 1989, tendo como orientador de tese o professor Gustavo Henrique Barroso Franco.

Concorreram ao 14º Prêmio BNDES de Economia 28 trabalhos inscritos por 12 centros de pós-graduação em economia de universidades brasileiras. A comissão examinadora formada para apreciar as teses concorrentes foi presidida pelo professor Roberto Macedo e composta pelos professores Carlos Magno dos Mendes Lopes, Gustavo Barroso Franco, Joaquim Andrade, José Tavares de Araújo Júnior, Luiz Carlos Guedes Pinto, Maurício Barata de Paula Pinto, Roberto Camps de Moraes e Sérgio da Costa Werlang.

Foram premiadas também as seguintes dissertações de mestrado:

- 1º lugar: “Inflação, estagnação e incerteza: teoria e experiência brasileira”, de Ricardo de Oliveira Cavalcanti — FGV-RJ, orientada por Fernando de Holanda Barbosa;

- 3º lugar: “A regulação do mercado brasileiro de trigo: seus beneficiários e prováveis consequências de desregulação”, de Vera Martins da Silva — USP, orientada por Elizabeth Farina;

- 4º lugar: “Dívida externa: internação de deságios, conversão de dívida, importação e crescimento econômico — uma estratégia dominante”, de Mário Jorge Fróes Cardozo de Pina — FGV-RJ, orientada por Antônio Salazar Pessoa Brandão e Carlos Geraldo Langoni;

- 5º lugar: “Comércio internacional intra-industrial: aspectos teóricos e algumas evidências com aplicação ao caso brasileiro”, de Sandra Cravo Midlej Lerda — UnB, orientada por Isaias Coelho.

---

Ao longo de 14 anos de realização do Prêmio BNDES de Economia, foram premiadas 70 dissertações e publicados, pelo BNDES, 15 desses trabalhos, totalizando a edição de cerca de 47 mil exemplares. Registram-se também, com satisfação, a crescente melhoria qualitativa das dissertações de mestrado inscritas e o crescimento do número de centros de pós-graduação em economia instalados no país e representados no concurso.

A meu pai,  
a duas mulheres  
e a quatro irmãos







eu fiz em casa,  
mas sei que não é minha  
(Egberto Gismonti)

---



## Agradecimentos

---

A Gustavo Franco, orientador da dissertação, pelo árduo processo de iniciação a que me submeteu e pelos seus inestimáveis comentários, críticas e sugestões.

Aos professores Sergio Werlang e José Camargo, por toda a atenção dedicada.

Ao Departamento de Economia da PUC-RJ, seus professores, secretárias e alunos, pelo alto nível de seus programas de graduação e mestrado.

Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) e ao Programa Nacional de Pesquisas Econômicas (PNPE), pelo suporte financeiro recebido.

Aos meus colegas do Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense Ricardo, Antonio, Pedro, Mauro, Célia, Angela, Ruth, Hildete, Considera, Walter, Cláudio, Ines, Luiz, Fernando, Alvaro e aos meus alunos.

À Tecnanpar Consultoria e ao Banco da Bahia, pela possibilidade de contato com a vida prática. Agradeço em especial a Álvaro Niemeyer, a Antonio Guedes e a Manoel Pereira Lopes.

A Telma Moreno, Sérgio Motta e Leticia Duboc, pelo excelente trabalho de assistência.

Aos meus companheiros desta e de outras jornadas Luiz Camillo, Rodrigo Fiães, Pedro Cavalcanti, Marcelo Lima, Sergio Frey, Alberto e Denise Pucheu. A meus eternos colegas Pedro, Márcio, Fred, Roland, Kiko, Lúcio, Renato, Alfonso, Alberto, Martin, Pepe e Lucia.

Aos galhos de quem sou ramo nessa árvore do conhecimento: Amadeo, Zégui, Italiano, Paulo Roberto, Paulo Coutinho e Paulo Carrera.

A Marco Antonio Bonomo, meu grande mestre, amigo e irmão; sem a sua sabedoria, força e carinho certamente não estaria agora aqui.

---



# Sumário

---

## **Introdução geral 19**

### **1 — Inflação e consumo 23**

- 1.1 — Introdução 23
- 1.2 — O mecanismo de poupança forçada 23
- 1.3 — Os fundamentos microeconômicos da poupança forçada 24
- 1.4 — A poupança forçada e o contexto brasileiro 27
- 1.5 — Os impactos diretos da inflação sobre o consumo 39

### **2 — O ciclo intra-reajustes 43**

- 2.1 — Introdução 43
- 2.2 — O modelo do ciclo intra-reajustes 44
- 2.3 — A introdução de aplicações financeiras indexadas 47
- 2.4 — O comportamento da poupança ao longo do ciclo 49
- 2.5 — Comparações, variantes e extensões 53
  - 2.5.1 — Um enfoque de risco da interação entre a indexação salarial e a órbita financeira 53
  - 2.5.2 — Variantes e extensões 54

### **Apêndice A — Modelo do ciclo intra-reajustes para agentes sem acesso a aplicações financeiras indexadas 56**

### **Apêndice B — Introdução das aplicações financeiras indexadas no ciclo intra-reajustes 58**

### **3 — O ciclo intra-recebimentos 61**

- 3.1 — Introdução 61
  - 3.2 — As diferentes modalidades de fuga da moeda 62
    - 3.2.1 — A inércia e a irreversibilidade da função demanda por moeda 64
  - 3.3 — O ciclo intra-recebimentos 65
    - 3.3.1 — Introdução 65
    - 3.3.2 — A caracterização dos ativos de curto prazo 65
    - 3.3.3 — Os estoques médios dos ativos de curto prazo 67
  - 3.4 — A dedução formal do modelo 68
-

3.5 — Inflação e fuga da moeda	70
3.6 — A regressividade do prejuízo financeiro de curto prazo	72
<b>4 — A aplicação dos modelos ao imediato pós-Cruzado</b>	<b>79</b>
4.1 — Introdução	79
4.2 — Os elementos do Cruzado e o aquecimento do consumo	79
4.2.1 — A conversão dos salários	80
4.2.2 — A 'tablita' de conversão	81
4.2.3 — O congelamento de preços	81
4.2.4 — Desinflação, aquecimento de consumo e órbita financeira	89
4.3 — O replanejamento da poupança intra-reajustes	93
4.3.1 — Introdução	93
4.3.2 — Um paralelo entre os ciclos de vida e intra-reajustes	93
4.3.3 — O efeito riqueza	93
4.3.4 — O ciclo intra-reajustes e o debate acadêmico pré-Cruzado	96
4.4 — O efeito imposto inflacionário	96
4.4.1 — Introdução	96
4.4.2 — O efeito imposto inflacionário	97
4.4.3 — Algumas lições do ciclo intra-recebimentos	100
<b>5 — Conclusões</b>	<b>101</b>
<b>Notas</b>	<b>105</b>
<b>Referências bibliográficas</b>	<b>111</b>
<b>Anexo estatístico</b>	<b>119</b>

## Tabelas

- 1 — Inflação e consumo nas experiências argentina, brasileira e peruana (1985-1986) 19
  - 2 — A explosão do consumo de 1986 27
  - 3 — Distribuição de dividendos e inflação entre as 300 maiores empresas de capital aberto em 1986 29
  - 4 — Composição orçamentária do consumo por categoria sócio-profissional 36
  - 5 — Composição orçamentária do consumo por faixa de rendimento 37
  - 6 — Arrecadação de Imposto de Renda por classes de rendimento bruto — 1986 38
  - 7 — Amplitude de variação relativa do salário real 43
  - 8 — Propensão marginal a consumir da renda real de pico com ativos monetários (d) 46
  - 9 — Propensão marginal a consumir da renda real de pico com ativos indexados (h) 48
  - 10 — Inflação e fuga da moeda 71
  - 11 — Evolução do salário mínimo real médio — 1980-1985 80
  - 12 — Ordenação das categorias sócio-profissionais por nível de renda e o consumo médio 84
  - 13 — Gasto médio com aquisições, repartição do gasto total no tempo e porcentagens de famílias adquirentes 85
  - 14 — Gasto médio com bens e serviços não-rotineiros, repartição do gasto total por subperíodos e porcentagens de famílias adquirentes 85
  - 15 — Despesas não-rotineiras de consumo no pós-Cruzado 86
  - 16 — Principais aquisições de bens duráveis e patrimoniais 87
  - 17 — Motivos para aquisição de diferentes itens 88
  - 18 — Aplicações financeiras das unidades familiares no pré-Cruzado 91
  - 19 — Aplicações financeiras das unidades familiares no pós-Cruzado 91
-

- 20 — O 'timing' das mudanças nas aplicações financeiras das unidades familiares no pós-Cruzado 91
- 21 — As razões para as mudanças nas aplicações financeiras das unidades familiares no pós-Cruzado 92
- 22 — Replanejamento da poupança intra-reajustes no pós-Cruzado 94
- 23 — Replanejamento da poupança intra-reajustes sob a real distribuição dos reajustes 95
- 24 — O efeito imposto inflacionário no pós-Cruzado 98

### **Gráficos**

- 1 — Consumo médio por nível de renda das categorias profissionais 35
- 2 — Alíquota média de IR por faixa de renda — 1986 39
- 3 — Fluxo periódico de poupança como proporção da renda real de pico 50
- 4 — Estoque acumulado de poupança como proporção da renda real de pico 50
- 5 — Estoque médio de poupança 'versus' inflação sob diferentes periodicidades dos reajustes salariais 51
- 6 — Estoque médio de poupança 'versus' periodicidade dos reajustes sob taxas de inflação consistentes 52
- 7 — Receita e custo marginais 'versus' número de transações com títulos 74
- 8 — Comportamento do mercado de trabalho — Massa de rendimentos reais 83
- 9 — Comportamento do mercado de trabalho — Rendimentos reais 83
- 10 — Velocidade de circulação da moeda (MI) no Cruzado 89
- 11 — Ajuste do setor financeiro no pós-Cruzado (nível de emprego) 90
- 12 — Fuga da poupança no imediato pós-Cruzado 90
- 13 — Composição dos reajustes salariais por data-base no pré-Cruzado 95
- 14 — Plano Cruzado — Prejuízo financeiro 'versus' nível de renda 99

## **ANEXO ESTATÍSTICO**

### **Tabelas**

- 1 — Indicadores diversos de consumo 119
- 2 — Federação do Comércio de São Paulo — Categorias de uso 120
- 3 — Indicador do nível nacional de consumo por categorias de uso 121
- 4 — Indicador do nível nacional de consumo por ramos de atividades 122
- 5 — Indicador do nível nacional de consumo por ramos de atividades 123
- 8 — Distribuição de dividendos e inflação entre as 300 maiores S.A. 125
- 9 — Decomposição do consumo em despesas antecipáveis e não-antecipáveis 135
- 10 — Composição orçamentária do consumo por categoria sócio-profissional 137
- 11 — Composição orçamentária do consumo por faixa salarial 138
- 13 — Massa de rendimentos reais — Nível e variações mensais e anuais 140
- 14 — Índice de rendimento reais 141



- 15 — Total de ocupados por faixa salarial (Região Metropolitana de São Paulo) 142
- 16 — Ganho médio individual geral em quatro contextos 142
- 17 — Renda familiar média em quatro contextos 142
- 18 — Ganho médio individual geral em quatro contextos 142
- 19 — Ganho médio por posição e qualificação em quatro contextos 143
- 20 — Distribuição da renda familiar por faixa de renda em quatro contextos 144

### **Gráficos**

- 6 — Vendas de eletrodomésticos 124
  - 7 — Índices de emprego geral 'versus' comércio varejista no pós-Cruzado 124
  - 12 — Participação das despesas de alimentação 'versus' faixa de renda 139
-



## Resumo

---

Esta tese visa abordar, através da construção e simulação de modelos teóricos, algumas causas da explosão de consumo desencadeada pelo Plano Cruzado. Procuramos inicialmente captar o comportamento consumidor e financeiro das unidades familiares numa atmosfera cronicamente inflacionária e indexada. Exploraremos em profundidade algumas características institucionais pertinentes à experiência brasileira recente, em especial no que tange à configuração da órbita financeira dos consumidores. Posteriormente, à luz desses modelos, faremos a análise de conjuntura do ano do Cruzado. A principal conclusão resultante deste trabalho é que, embora significativa parcela do aumento de demanda verificado possa ser creditada à adoção de políticas monetárias, fiscais, creditícias e salariais deliberadamente expansionistas, grande parte desse aquecimento da economia se deveu à operação de alguns mecanismos endógenos acionados pelo próprio processo de desinflação.

---



## Introdução geral

---

Os programas de estabilização de inspiração heterodoxa implantados recentemente em alguns países da América Latina apresentam dois pontos básicos comuns:<sup>1</sup> a instantânea e espetacular queda das taxas de inflação e a exacerbação da demanda por bens de consumo em geral. Nos casos argentino e peruano, em função da adoção de políticas monetárias e fiscais fortemente contracionistas,<sup>2</sup> o ímpeto consumista foi inicialmente contido. Entretanto, passada essa fase, observa-se um aquecimento bastante significativo do consumo (Tabela 1).

TABELA 1  
**Inflação e consumo nas experiências argentina,  
brasileira e peruana — 1985-1986 ( $\Delta\%$ )**

	ÍNDICE DE PREÇOS AO CONSUMIDOR		PRODUTO INTERNO BRUTO		CONSUMO PRIVADO	
	1985	1986	1985	1986	1985	1986
Argentina	385,4	81,9	-4,7	6	-7,93	10,89
Brasil	228,0	58,4	8,3	8,2	7,95	11,89
Peru	158,3	62,9	2,5	8	3,31	14,35
Média Cepal	275,3	64,6	3,4	3,7	3,66	5,67

Fonte: Anuário Estatístico da Cepal, 1987.

No caso brasileiro, em particular, a explosão de consumo, tão visível a *olho nu*, não é tão claramente percebida nas estatísticas das contas nacionais. Na verdade, de acordo com números mais recentes, a taxa de crescimento real do consumo pessoal em 1986 teria sido de apenas 6,2%, o que curiosamente indicaria a menor relação consumo-renda da história das contas nacionais. No entanto, as deficiências metodológicas dos dados de consumo pessoal são bastante sérias, como o fato de essa estimativa ser calculada por resíduo<sup>3</sup> e, conseqüentemente, incorporar todos os erros e omissões presentes no sistema de contas nacionais. Restamos mencionar apenas que, numa economia sujeita a congelamento e excesso de demanda, como as estatísticas captam apenas o lado mais *curto* da interação entre oferta e procura, as virtuais demandas dos consumidores são naturalmente su-

bestimadas. Outro ponto complementar é que a difusão das práticas de *ágio* e *caixa 2* concorrem também para que se subestime os efetivos níveis de produção da economia, magnificando o tamanho da chamada “economia subterrânea”. A despeito desses vieses, todos os índices de consumo diretamente calculados apontam para o fantástico crescimento dessa variável após o lançamento do Plano Cruzado (ver Tabela 2).

Em função do brusco movimento de fuga de ativos financeiros em direção à aquisição de bens de consumo logo após o processo de desinflação, a explicação inicial dos analistas econômicos para a *bolha de consumo* recaiu fortemente sobre a ilusão monetária. No entanto, acreditamos que essa interpretação refletia mais uma dificuldade dos economistas em racionalizar o fenômeno do que propriamente a predominância de qualquer comportamento equivocado por parte dos consumidores.

A busca da racionalidade econômica existente por trás da explosão de consumo surgida a partir do lançamento do Plano Cruzado tem suscitado interpretações completamente antagônicas. Carneiro (1988) sugere interessante divisão dessas interpretações, de acordo com as expectativas quanto ao futuro desenrolar do plano. Na interpretação ortodoxa, como o choque heterodoxo não foi acompanhado de um ataque às causas fundamentais da inflação, o efeito da desindexação seria apenas percebido como transitório. Dessa forma, os agentes antecipariam suas compras, formando estoques especulativos e apostando contra o congelamento, no aparecimento do desabastecimento e na inevitável volta da inflação.

Outra alternativa seria a de justificar a exacerbação do consumo através de *efeitos distributivos* e *efeitos riqueza* resultantes da abrupta e inesperada desinflação. Esses mecanismos se referem a diversos processos de transferência de renda entre agentes com diferentes propensões marginais a consumir, ao aumento generalizado dessas propensões e à tendência de transformação de parte do estoque de riqueza previamente acumulado em consumo corrente, tudo isso associado a uma efetiva queda da taxa de inflação. A proposição e a formalização de alguns desses efeitos constituem a essência deste trabalho. Na formulação desses efeitos, exploraremos algumas rigidezes institucionais pertinentes ao caso brasileiro pré-Cruzado, em especial no que tange à configuração da órbita financeira das unidades familiares. Abordaremos de início cada efeito isoladamente em seu horizonte de tempo relevante, para ao final do trabalho integrá-los na análise de conjuntura do imediato pós-Cruzado.

O plano geral da tese é o seguinte: o primeiro capítulo discute as principais influências da inflação sobre o consumo encontradas na literatura, procurando assim fixar um referencial teórico mais abrangente aos modelos a serem desenvolvidos nos capítulos posteriores. O ponto central será a análise do mecanismo de poupança forçada, em especial os seus fundamentos microeconômicos *vis-à-vis* algumas especificidades do contexto brasileiro pré-Cruzado. Ao final do capítulo, analisaremos os principais efeitos de incertezas associadas ao processo inflacionário sobre a decisão de consumo individual.

O segundo capítulo aborda a adoção de comportamentos defensivos contra o impacto da inflação sobre o formato do fluxo de caixa de agentes cujos salários são indexados sob o sistema de recomposição periódica de pico. O resultado mais

TABELA 2  
A explosão do consumo de 1986

	INDICADOR NACIONAL DE CONSUMO (1)	FEDERAÇÃO DO COMÉRCIO DE SÃO PAULO				ÍNDICES DE PRODUÇÃO (IBGE)		
		BENS DE CONSUMO TOTAL (2)	BENS DE CONSUMO DURÁVEIS (2)	BENS DE CONSUMO SEMI-DURÁVEIS (2)	BENS DE CONSUMO NÃO-DURÁVEIS (2)	BENS DE CONSUMO TOTAL (3)	BENS DE CONSUMO DURÁVEIS (3)	BENS DE CONSUMO NÃO-DURÁVEIS (3)
Jan. -85	84,84	81,59	97,86	69,49	79,85	95,60	75,22	100,33
Fev.	77,12	77,14	82,99	67,79	82,46	86,42	70,26	91,18
Mar.	88,84	88,34	105,78	81,46	92,05	96,51	82,01	100,76
Abr.	83,87	80,00	86,53	76,97	90,09	88,24	55,76	97,79
Mai.	95,69	98,44	115,85	104,37	95,77	99,94	67,48	109,47
Jun.	91,68	91,40	106,61	104,12	95,83	100,92	76,42	108,12
Jul.	103,87	103,71	117,19	105,67	93,86	115,80	95,73	121,70
Ago.	105,32	108,18	127,96	114,19	96,65	116,35	93,13	123,16
Set.	101,21	101,47	118,92	111,05	91,26	114,29	101,28	118,10
Out.	110,12	111,54	128,87	118,33	98,70	128,52	113,45	132,94
Nov.	111,22	115,23	139,78	127,80	103,36	117,76	103,86	121,84
Dez.	136,69	149,47	189,27	240,60	123,62	105,17	78,88	112,89
Jan. -86	96,92	90,81	111,40	74,35	90,54	107,66	88,52	113,28
Fev.	91,49	90,03	95,68	71,48	88,29	100,15	91,12	102,79
Mar.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Abr.	114,30	111,24	124,14	115,75	99,31	106,05	103,31	106,84
Mai.	124,35	123,01	155,07	130,00	108,07	113,66	110,95	114,45
Jun.	118,88	115,29	136,13	124,96	98,58	116,84	108,10	119,40
Jul.	133,51	126,23	157,86	131,54	110,01	128,28	99,59	136,71
Ago.	126,03	117,84	158,72	119,63	115,14	124,87	100,94	131,90
Set.	137,37	122,84	159,49	117,98	116,90	131,81	119,63	135,65
Out.	149,04	131,33	171,41	127,66	121,04	138,06	120,00	143,36
Nov.	142,49	123,04	176,81	117,95	125,67	123,02	99,67	129,89
Dez.	176,40	156,96	248,77	210,11	149,85	109,70	80,20	118,37
Jan. -87	109,20	94,80	135,23	77,86	96,14	111,94	90,23	118,37
Fev.	100,24	88,46	104,97	83,83	93,81	113,05	98,50	117,32
Mar.	92,02	80,52	94,87	69,80	92,33	114,32	98,24	119,06
Abr.	94,04	81,65	90,56	71,94	93,25	113,74	102,21	117,12
Mai.	98,75	87,79	95,47	104,10	90,54	115,24	99,47	119,87
Jun.	87,59	75,10	83,37	93,58	74,85	117,12	100,67	122,09
Jul.	102,39	83,04	104,90	87,12	76,38	113,80	74,54	125,34
Ago.	109,89	90,60	113,22	89,69	87,19	117,89	92,32	125,39
Set.	102,17	84,83	110,50	78,65	83,38	126,12	105,36	132,21
Out.	107,38	89,30	100,27	87,88	91,21	128,13	107,45	133,82
Nov.	101,26	87,62	106,35	93,28	86,23	123,23	106,22	128,23
Dez.	138,93	119,27	151,91	170,94	110,42	108,36	83,74	115,59

Fontes:

1) Ministério da Indústria e do Comércio, Conselho de Desenvolvimento Comercial, Notas CDC/CPE, nº 6/87 e 4/88.

2) Federação do Comércio de São Paulo.

3) Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

forte deduzido de nosso modelo será a existência de um estoque médio de poupança intra-reajustes positivamente relacionado com a taxa de inflação e inversamente com a periodicidade existente entre as recomposições de pico de renda real. O nosso ponto de chegada será estudar, através do replanejamento desse estoque médio de poupança associado a mudanças de patamar inflacionário e principalmente das cláusulas de indexação salarial, uma nova dimensão das influências do binômio inflação-indexação sobre as decisões das unidades familiares em consumir e em demandar ativos financeiros.

O propósito do terceiro capítulo é prover uma racionalização *micro* para a incidência e a fuga do imposto inflacionário por parte das unidades familiares. Desenvolveremos um modelo de demanda por ativos transacionais dentro da linha determinística inaugurada por Baumol (1952) e Tobin (1956), com características institucionais pertinentes à experiência brasileira recente. Visamos basicamente entender, através desse modelo, as alterações do comportamento financeiro de consumidores de níveis de renda diferenciados e do poder de compra final de suas respectivas rendas num contexto de transição inflacionária. Ao final do capítulo, investigaremos detalhadamente a existência de uma alta regressividade na incidência das perdas associadas ao imposto inflacionário, o que, aliado à progressividade da propensão marginal a poupar, se complementará na análise dos adversos (benéficos) efeitos de aumento (queda) da taxa de inflação sobre o nível de consumo agregado.

O papel do último capítulo será basicamente avaliar os impactos dos argumentos que tratam das influências da inflação sobre o consumo desenvolvidos nos capítulos anteriores, no específico contexto de desinflação do Plano Cruzado. Procuramos, assim, oferecer ao leitor uma interpretação consistente para a análise da surpreendente *bolha de consumo* surgida após o lançamento do programa de estabilização. Inicialmente, faremos uma síntese não só do papel desempenhado por cada um dos principais itens contidos no programa de 28 de fevereiro de 1986 no processo de exacerbação do consumo, bem como dos elementos do debate surgido em torno do tema. Em seguida, realizaremos simulações a partir dos modelos desenvolvidos nos Capítulos 2 e 3, respectivamente, em cenários consistentes com a transição inflacionária do Cruzado. E, por último, mas não menos importante, apresentaremos as nossas principais conclusões teóricas e práticas advindas do explosivo comportamento consumista observado no Ano Cruzado.



# 1. Inflação e consumo

---

## 1.1 — Introdução

Não existe propriamente um corpo teórico integrado tratando das influências da inflação sobre as despesas de consumo dos agentes. O que observamos são contribuições dispersas abordando, cada uma a seu modo, um aspecto isolado do tema. Grande parte desses trabalhos estuda as influências indiretas da inflação, em especial seus efeitos redistributivos sobre a renda e a riqueza de agentes com propensões a consumir diferenciadas. Uma segunda linha de aproximação, também bastante difundida, toma como base os efeitos gerados por vasta gama de problemas de informação e incertezas, intensificados pela existência de um processo inflacionário.

O objetivo deste capítulo é justamente discutir essas inter-relações entre inflação e consumo. Nas próximas seções, abordaremos o efeito distributivo poupança forçada, dando especial atenção a seus fundamentos microeconômicos *vis-à-vis* algumas especificidades da economia brasileira. Na última seção, apresentaremos alguns trabalhos que exploram o conceito de risco e os problemas de informação inerentes a um processo inflacionário, apontados como responsáveis pelo negativo impacto da taxa de inflação sobre o nível de consumo individual e agregado.

## 1.2 — O mecanismo de poupança forçada

Nas versões pioneiras desse enfoque distributivista, associadas aos trabalhos de Kalecky (1939), Kaldor (1956) e Robinson (1956), observamos uma estrutura binária de classes composta de trabalhadores e capitalistas, em que, por hipótese, a renda do trabalho seria totalmente consumida, enquanto os lucros seriam apenas parcialmente alocados em consumo. Nesse contexto em que os lucros são a única fonte de poupança do sistema, aumento do nível geral de preços não acom-

panhado por correspondente alteração do salário nominal redundaria em reduções do salário real, da participação da classe trabalhadora no produto e no consumo global em benefício da classe capitalista, e da poupança agregada. Esse específico movimento de transferência de renda e de redução de consumo desencadeado por aumento de preços é denominado poupança forçada.<sup>4</sup>

### 1.3 — Os fundamentos microeconômicos da poupança forçada

Antes de abordarmos a relevância do mecanismo de poupança forçada no contexto brasileiro, convém discutir algumas questões teóricas inerentes a sua operação, como o caráter induzido do consumo, a diferenciação das propensões marginais a consumir entre trabalhadores e capitalistas, de um lado, e pobres e ricos, de outro, e os impactos da inflação sobre a distribuição funcional da renda dentro de uma perspectiva de busca dos seus reais fundamentos microeconômicos.

Originalmente, o papel da renda corrente nos modelos intertemporais de consumo estaria confinado aos impactos exercidos sobre a riqueza e/ou renda permanente como mero componente ou, indiretamente, como balizador no processo de formação de expectativas das rendas futuras. Num modelo com horizonte infinito de tempo e expectativas racionais,<sup>5</sup> mudanças temporárias ou antecipadas da renda corrente não afetariam em nada as despesas de consumo dos agentes. É claro que menor exigência quanto à capacidade dos consumidores de traçar e implantar planos, traduzida no encurtamento do horizonte de planejamento ou na maior utilização da renda corrente como indicador das rendas futuras, tenderia a ampliar o potencial impacto das variações de renda corrente sobre o consumo do mesmo período. De qualquer maneira, se mantida a relevância das clivagens permanente *versus* temporária e antecipadas *versus* não-antecipadas, a capacidade de políticas anticíclicas de afetar direta ou indiretamente as despesas de consumo estaria seriamente comprometida. Nessa perspectiva, o caráter induzido do consumo assim como a operação do multiplicador keynesiano poderiam perder sentido. Tais conclusões são, porém, extremamente vulneráveis a hipóteses mais realistas quanto à habilidade dos indivíduos em utilizar o mercado de capitais para transferir renda ao longo do tempo.

Existe toda uma literatura<sup>6</sup> que, tomando como ponto de partida os modelos do ciclo de vida e da renda permanente, lança mão do efeito de imperfeições presentes nos mercados financeiros sobre a restrição orçamentária dos consumidores. Como resultado, em vez de se restringir a riqueza como condicionante última da despesa corrente do consumo, focaliza também sua atenção sobre as disponibilidades líquidas dos agentes, isto é, nos meios imediatos de financiamento do consumo corrente — aí incluindo a parcela da riqueza que facilite o acesso ao numerário no período corrente, seja através da liquidação pura e simples, seja através de sua apresentação como garantia de empréstimos.

A idéia básica é que, para os agentes desejosos de um padrão corrente de consumo além de suas disponibilidades líquidas, qualquer aumento da renda corrente será totalmente consumido. Tipicamente, os consumidores restritos por li-

quidez são aqueles cuja riqueza é alta, daí o desejo de consumo, mas se encontra numa forma ilíquida, daí não conseguirem realizar esse desejo.<sup>7</sup> O capital humano, constituído do fluxo de rendimentos futuros esperados e descontados do trabalho, forma a parcela da riqueza total mais ilíquida, pois, além de invendável, dificilmente os intermediários financeiros concedem crédito tomando como garantia exclusiva as perspectivas salariais futuras de um agente. Já a propriedade de outros ativos também de difícil liquidação, como os bens de capital, confere aos seus detentores maior liberdade de escolha, na medida em que são mais facilmente aceitos como contrapartida de empréstimos. Portanto, espera-se encontrar efeito mais intenso das restrições de riqueza nas camadas trabalhadoras transitoriamente pobres e jovens da população, em que a importância relativa do capital humano se faz mais presente.<sup>8</sup>

A consequência imediata da relevância de situações em que a restrição de riqueza é efetiva *vis-à-vis* a pura restrição de riqueza e/ou renda permanente dos modelos intertemporais tradicionais seria a reabilitação da importância keynesiana dada à renda corrente como elemento das disponibilidades líquidas. Aliás, a força e a importância desse argumento residem justamente em manter o arcabouço teórico básico dos modelos intertemporais de consumo e ainda preservar a independência das variações do consumo quanto à natureza da mudança da renda disponível. No caso dos agentes restritos por liquidez, qualquer alteração da renda corrente, mesmo as antecipadas e temporárias, afetaria as despesas de consumo numa relação de um para um. Desse modo, não só os canais diretos e indiretos de impacto da política fiscal são desobstruídos, como se introduz novo e importante mecanismo de transmissão de políticas monetárias e creditícias sobre a demanda agregada, através de alterações no custo e na quantidade de crédito disponível ao consumidor.

O estudo das restrições de liquidez constitui exemplo elucidativo do fértil campo de trabalho presente na aplicação de hipóteses mais realistas à restrição orçamentária dos consumidores. E fornece ainda sólidas respostas keynesiana e kaleckiana, sustentáveis inclusive no próprio *campo adversário*, às considerações ultraracionalistas em horizontes de tempo infinito sobre a incapacidade de políticas fiscais e monetárias afetarem o nível de atividade econômica.<sup>9</sup>

Keynes (1936) oferece, no capítulo dedicado aos determinantes objetivos do consumo, outra linha de argumentação alternativa aplicável à defesa de alta propensão a consumir por parte dos indivíduos mais pobres:

*"(...) a satisfação das necessidades primárias imediatas de um indivíduo e sua família é, normalmente, mais forte que os seus motivos para poupar, que só adquirem predomínio efetivo quando se alcança determinado nível de conforto." (Idem, cap. 8, p. 77.)*

A partir dessa conjectura, concluímos que nas camadas mais pobres da população, em que o padrão mínimo de consumo se encontra próximo do nível de subsistência, as inferências sobre o postergamento do poder aquisitivo para o futuro são relegadas a segundo plano, inibindo o caráter discricionário do consumo e ao mesmo tempo reforçando a propensão marginal a consumir agregada. A compatibilidade desse comportamento com o modelo intertemporal básico pode ser feita mediante a imposição de limites mínimos ao consumo individual corrente na restrição orçamentária do consumidor ou, alternativamente, através da função utilidade a seguir:

$$(1) \quad U(C_1, C_2, \dots, C_n)$$

onde se  $C_1 > C_{min}$ , então:  $U'(C_1) \geq 0$  e  $U''(C_1) < 0$ ;

ou se  $C_1 < C_{min}$ , então:  $U'(C_1) = \infty$

A função utilidade (1) introduz uma descontinuidade no comportamento do consumidor: se o padrão corrente de consumo ( $C_1$ ) se encontra abaixo de um nível mínimo aceitável ( $C_{min}$ ), o agente converteria em consumo corrente todos os seus recursos disponíveis, abstendo-se de qualquer atitude concreta acerca do seu consumo futuro. Caso contrário, o consumidor se comportaria conforme algum modelo de racionalidade intertemporal. Ou seja, abaixo desse ponto mínimo, conhecido como *the bliss level of consumption*, o atendimento de necessidades imediatas prevaleceria sobre outras considerações temporais.<sup>10</sup>

Em termos de distribuição funcional da renda, como se sabe, a introdução de esquemas de indexação salarial não inviabiliza a operação de efeitos distributivos entre empresários e trabalhadores, por intermédio de alterações na trajetória do índice geral dos preços. Afinal, como limitações de ordem prática determinam o caráter apenas imperfeito das cláusulas de indexação encontráveis no mundo real,<sup>11</sup> a dinâmica dos salários reais, independentemente do grau de proteção conferido aos valores reais contratados, é determinada no sistema como um todo. Ou seja, pela interação dos mecanismos de determinação dos salários nominais com o processo de formação dos preços.

Numa economia capitalista oligopolizada, o poder de decisão final sobre os preços está fortemente concentrado nas mãos das empresas. Supondo, por exemplo, que a fixação de preços seja feita por intermédio da adição de uma margem bruta de lucro fixa sobre os custos salariais unitários, um maior grau de indexação conferido aos salários redundaria, em última instância, apenas numa exacerbação do processo inflacionário, deixando inalterado o salário real médio dos trabalhadores. Assim, seria tão-somente de uma derivada a diferença de um regime com salários nominais fixos para um com indexação salarial defasada na consecução de uma queda do salário real contratado. Enquanto no primeiro regime um simples aumento no nível geral de preços é suficiente para gerar um *arrocho* salarial, no último é em geral uma mudança na taxa de variação do nível geral de preços que produz efeito semelhante.

Uma curiosa característica para o entendimento das decisões de gasto numa economia capitalista oligopolizada, explorada em profundidade em modelos pós-keynesianos,<sup>12</sup> é justamente o processo diferenciado de determinação de preços existente entre trabalhadores e empresários. Como os salários reais são basicamente fixados de forma passiva, os gastos da classe trabalhadora teriam natureza predominantemente induzida. Em contrapartida, a posição ativa da classe empresarial no processo de fixação de preços lhe permitiria maior arbitrariedade na determinação do nível de suas despesas.

Essa distinção entre a natureza passiva e ativa de trabalhadores e empresários, respectivamente, na determinação de preços e rendas reais leva inclusive a uma restrição mais severa de acesso a crédito pelos primeiros. A dificuldade de obtenção de crédito — explorada por Kalecky (1939) e, com mais profundidade, nos textos que tratam das restrições de liquidez (*liquid constraints*) — reforça, por

sua vez, a propensão a consumir dos assalariados com relação à renda disponível corrente. Tais fatores, aliados a uma possível proximidade da renda dos assalariados em relação ao seu nível de subsistência, se complementarizam enquanto justificativas teóricas da diferenciação das propensões a consumir da renda corrente disponível de capitalistas e trabalhadores.<sup>13</sup>

## 1.4 — A poupança forçada e o contexto brasileiro

Uma primeira especificidade relevante do caso brasileiro pré-Cruzado é que havia uma política salarial oficial razoavelmente estável e bastante efetiva. Isto é, na nossa experiência, as defasadas regras de indexação prescritas na lei salarial foram em geral seguidas de perto na determinação dos salários nominais por empresas e trabalhadores,<sup>14</sup> o que nos permitiria postular como normal a existência de uma relação negativa entre o salário real e a taxa de inflação.

Na verdade, ao longo da experiência brasileira observamos que a lei salarial perde eficácia em quatro importantes momentos, que podem, por sua vez, ser agregados em dois movimentos de características distintas.

Primeiramente, os fortes aumentos salariais ocorridos em 1979 e 1985 aconteceram em duas fases de distensão do regime político então vigente, respectivamente conhecidas como as épocas da abertura política e do início da Nova República, quando houve fortes pressões por reduções das periodicidades dos reajustes salariais. Essas duas passagens de nossa história parecem legitimar a interpretação de que o alto grau de efetividade das regras oficiais de reajuste salarial no caso brasileiro pode ser também pensado como decorrente do cerceamento das liberdades sindicais.<sup>15</sup>

Por último, os períodos de vigência dos dois primeiros programas heterodoxos brasileiros da década de 80 se caracterizaram também pela falta de eficácia das novas regras de indexação estabelecidas. Os surpreendentes e fortes aumentos do salário nominal durante os Planos Cruzado<sup>16</sup> e Bresser<sup>17</sup> — em níveis muito superiores à taxa de inflação e à própria lei salarial — apontam para importante mudança na determinação dos salários reais durante a aplicação desses experimentos heterodoxos. Entretanto, de uma maneira geral, essas turbulentas fases de mudanças das regras de indexação salarial e de congelamento de preços devem ser encaradas como atípicas no que tange ao caso brasileiro pré-Cruzado, em que as defasadas regras da política salarial oficial foram quase sempre bastante efetivas.

Além de alguma assimetria de velocidades no ajuste dos salários nominais às oscilações dos preços, outro pré-requisito para a operação do mecanismo da poupança forçada é a diferenciação da propensão marginal a consumir entre trabalhadores e empresários com relação à renda total. Em primeiro lugar, é importante lembrar que o processo de transferência da renda disponível ao consumo de trabalhadores para capitalistas através da exacerbação do processo inflacionário carrega em seu bojo importantes filtros atuantes nas próprias empresas, como o Imposto de Renda das pessoas jurídicas e a própria retenção dos lucros. Obviamente a validade e a relevância desses impactos dependem também do contexto institu-

cional da economia em análise e não são, portanto, automaticamente intercambiáveis entre as diversas experiências concretas.

No caso brasileiro contemporâneo, a própria estrutura fiscal tende a penalizar a renda disponível dos acionistas através da bitributação, realizada primeiramente no âmbito do Imposto de Renda das pessoas jurídicas e depois diretamente no próprio imposto sobre dividendos. Por outro lado, a existência de taxas de distribuição de lucro inferiores à unidade leva a uma relativamente baixa propensão a consumir dos lucros totais das empresas.<sup>18</sup> Mais do que isso, no contexto institucional brasileiro, frente a uma aceleração do processo inflacionário o que se observa é a exacerbação desse processo de filtragem da renda disponível para o consumo dos acionistas das empresas.

A Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76) determina penalidades aos acionistas ordinários das empresas de capital aberto que não distribuírem o dividendo mínimo obrigatório<sup>19</sup> por três exercícios sociais consecutivos.<sup>20</sup> É notório que a maior parte das empresas se limita a distribuir o dividendo mínimo exigido por lei. Entretanto, essa taxa mínima de *pay-out* está relacionada ao lucro nominal do exercício social encerrado. Como pela Lei das S.A. a assembleia-geral ordinária dos acionistas tem até quatro meses após o encerramento de exercício social para aprovar a distribuição dos dividendos e depois de aprovada mais 60 dias para realizar o seu efetivo pagamento, o dividendo mínimo exigido em termos reais é inversamente correlacionado à taxa de inflação ocorrida nessa defasagem. A expressão (2), abaixo, explicita o raciocínio:

$$(2) \quad TD \text{ mín real} = \frac{TD \text{ mín nom}}{(1 + \pi)^j}$$

onde *TD mín real* = taxa mínima real de distribuição de dividendos exigida;

*TD mín nom* = taxa mínima nominal de distribuição de dividendos exigida;

$\pi$  = taxa de inflação periódica;

*j* = defasagem máxima de distribuição permitida por lei.

Dessa forma, quanto maior for a inflação maior será a liberdade das empresas para decidir suas respectivas taxas de distribuição de lucro. Por exemplo, se a taxa de inflação mensal cair de 15% para 0%, como no Cruzado, a taxa mínima real de *pay-out* exigida por lei subiria de 11% para 25%. Considerando a efetividade desse piso mínimo para uma significativa parcela das empresas, estaríamos diante de positivo e importante impacto de um processo de desinflação sobre o consumo agregado. O real impacto da desinflação do Cruzado sobre a política de dividendos das 300 maiores empresas que distribuíram lucro nos primeiros oito meses de 1986 pode ser inferido a partir da Tabela 3.

Os dados<sup>21</sup> da tabela apontam uma taxa nominal média de distribuição de lucros de aproximadamente 27% entre as empresas que se apresentaram lucrativas no exercício imediatamente anterior. Em termos de taxa real de *pay-out*, esse mesmo universo de empresas apresentou uma média da ordem de 21%, dada a defasagem média de 4,8 meses entre o encerramento do exercício e a efetiva distribuição dos lucros. Entretanto, se o Plano Cruzado não fosse lançado e a taxa de inflação mensal se mantivesse num patamar de 15%, a taxa real média cairia para apenas 14%, nível bastante inferior aos 25% mínimos supostamente exigidos na lei das S.A.<sup>22</sup>

TABELA 3  
**Distribuição de dividendos e inflação entre as 300 maiores empresas  
de capital aberto em 1986**

NOME DA EMPRESA	DATA DE ENCERRAM. DO EXERCÍCIO	DEFASAGEM NA DISTRIB. (EM MESES)	TAXA DE 'PAY-OUT' NOMINAL (%)	'PAY-OUT' REAL COM CHOQUE (%)	'PAY-OUT' REAL SEM CHOQUE (%)	OSCILAÇÃO DA PERDA REAL DEVIDO AO CHOQUE (%)
Aços Anhangüera S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Aços Villares S.A.	31-9-85	10,1	8,58	4,91	2,10	-2,81
Adubos Trevo S.A.	31-12-85	5,1	24,11	24,11	11,82	-6,49
Agrale S.A.	31-12-85	4,5	23,74	18,04	12,72	-5,32
Anderson Clayton S.A.	31-3-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Aquatec Química S.A.	31-12-85	3,9	45,45	34,53	26,23	-8,30
Aracruz Celulose S.A.	31-12-85	4,9	29,47	22,39	14,79	-7,60
Arno S.A.	31-3-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Artex S.A.	30-6-85	14,6	12,50	4,03	1,62	-2,41
Arthur Lange S.A.	31-2-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Atma S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Avipal S.A.	31-12-85	6,0	90,98	69,12	39,15	-29,96
Azevedo e Travassos S.A.	31-12-85	4,9	10,00	7,60	5,02	-2,58
Bahema S.A.	2-7-86	4,6	37,02	28,39	19,46	-8,92
Bamerindus S.A. Adm. e Serv.	30-6-86	0,0	100,00	100,00	100,00	0,00
Banco da Amazônia S.A.	31-12-85	1,0	24,04	18,26	18,26	0,00
Banco Boavista S.A.	30-6-86	1,5	0,00	0,00	0,00	0,00
Banco Bradesco de Inv. S.A.	30-6-85	12,2	0,00	0,00	0,00	0,00
Banco do Brasil S.A.	30-6-86	1,9	24,44	24,44	10,66	-13,77
Bradesco S.A.	30-6-86	0,0	14,12	14,12	7,96	-6,16
Banco Crefisul de Inv. S.A.	31-12-85	4,8	6,70	5,09	3,44	-1,65
Banco Econômico S.A.	30-6-85	12,9	30,61	9,87	5,05	-4,82
Banerj S.A.	31-12-85	5,6	1,57	1,19	0,72	-0,48
Banespa S.A.	30-6-86	2,5	0,00	0,00	0,00	0,00
Banco Itaú S.A.	30-6-86	0,0	4,22	4,22	4,22	0,00
Banco Merc. de S. Paulo S.A.	30-6-86	1,2	16,67	16,67	8,02	-8,65
Banorte S.A.	30-6-86	1,1	20,00	20,00	9,76	-10,24
Baptista da Silva S.A.	31-6-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Bardella S.A.	30-6-85	6,6	10,59	3,41	3,41	0,00
Barreto de Araújo S.A.	30-4-86	0,0	28,03	28,03	28,03	0,00
Bérgamo Companhia Ind.	30-6-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Beta S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Bicicletas Calóí S.A.	30-6-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Biobrás S.A.	31-12-85	5,7	31,50	23,93	14,20	-9,73
Bombril S.A.	31-12-85	3,6	24,59	18,68	14,80	-3,88
Borella S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Borghoff S.A.	31-12-85	5,2	23,77	18,06	11,44	-6,62
Brasiljuta S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Brasíca S.A.	31-12-85	5,4	0,56	0,42	0,26	-0,16
Brasmotor S.A.	31-5-85	14,3	68,43	19,18	9,23	-9,95
Brinquedos Mimo S.A.	31-12-85	7,0	9,57	7,27	3,58	-3,69
Buettner S.A.	31-12-85	2,3	22,39	17,01	16,24	-0,77
Café Solúvel Brasília S.A.	31-12-85	6,4	6,53	4,96	2,68	-2,29

(continua)

(continuação)

NOME DA EMPRESA	DATA DE ENCERRAM. DO EXERCÍCIO	DEFASAGEM NA DISTRIB. (EM MESES)	TAXA DE 'PAY-OUT' NOMINAL (%)	'PAY-OUT' REAL COM CHOQUE (%)	'PAY-OUT' REAL SEM CHOQUE (%)	OSCILAÇÃO DA PERDA REAL DEVIDO AO CHOQUE (%)
Calfat S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cambuci S.A.	30-6-85	5,8	1,43	0,46	0,46	0,00
Casa José Silva S.A.	31-12-85	5,3	31,65	24,04	15,02	-9,08
Casa Masson S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
CBV Ind. Mec. S.A.	30-6-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Eletróbrás S.A.	31-12-85	5,7	18,64	14,16	8,41	-5,76
Ceval Agro Ind. S.A.	30-1-86	2,9	21,67	18,93	14,38	-4,55
Acesita	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cia. Antártica	31-12-85	4,0	14,98	11,38	8,61	-2,78
Caemi	31-12-85	4,7	5,01	3,81	2,59	-1,22
Cia. Petróleo Ipiranga	30-6-86	2,9	60,00	60,00	22,66	-37,34
Cia. Cacique	31-12-85	5,7	17,91	13,61	8,11	-5,49
Cia. Brahma	31-12-85	4,2	33,22	24,93	18,25	-6,69
Cia. Docas de Imbituba	31-12-85	6,4	29,05	22,07	11,93	-10,14
Cemig	31-12-85	5,9	40,00	30,39	17,45	-12,93
Cia. Fáb. de Tec. D. Isabel	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cia. Ferro Brasileiro	30-6-86	2,2	28,57	28,57	11,85	-16,73
Ferbasa	31-12-85	5,1	24,29	18,45	11,91	-6,54
Cia. Cataguases Leopoldina	31-12-85	5,7	3,70	2,81	1,68	-1,14
Cia. Hering	31-12-85	5,6	9,65	7,33	4,43	-2,90
Cia. Iguaçu	30-6-86	1,5	9,89	9,89	4,52	-5,37
Cia. Ind. Belo Horizonte	30-11-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cia. Cica	30-4-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cimaf	31-12-85	4,2	72,83	55,33	40,31	-15,02
Cia. Ind. Santa Matilde	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cia. Investiplan	31-12-85	4,0	60,00	45,58	34,31	-11,22
Cia. Iochpe	31-12-85	5,2	6,56	4,98	3,16	-1,83
Lorenz	31-1-86	4,6	35,46	31,12	18,73	-12,39
Cia. Metalúrgica Barbará	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cia. Minuano	31-12-85	4,7	21,74	16,51	11,22	-5,30
Cimepar	31-12-85	4,0	31,25	23,74	17,87	-5,87
Cia. Paraibuna de Metais	31-12-85	3,0	31,51	23,94	20,62	-3,32
Cia. Paulista de Ferro-Ligas	31-12-85	5,0	26,56	20,18	13,27	-6,91
Cia. Paulista de Fertil.	31-12-85	4,0	76,92	58,44	44,19	-14,25
Cia. Paulista de Força e Luz	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cia. Fábrica Bangu	31-12-85	4,5	76,00	57,74	40,52	-17,21
Cia. Riogr. de Adubos	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cia. Santista de Papel	31-12-85	5,7	23,32	17,71	10,51	-7,20
Cia. Belgo-Mineira	31-12-85	4,1	33,51	25,46	18,98	-6,48
Cosigua	30-6-86	2,4	26,09	26,09	10,62	-15,47
Cia. Siderúrgica Nacional	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cia. Siderúrgica Pains	31-12-85	5,3	94,87	72,07	45,02	-27,05
Cia. Souza Cruz	30-6-86	1,5	39,06	39,06	17,86	-21,20
Cia. Suzano	31-12-85	5,8	21,29	16,17	9,46	-6,71
Cia. T. Janer	28-2-86	0,0	39,07	39,07	39,07	0,00
Cia. Ferreira Guimarães	30-6-86	1,4	27,99	27,99	13,04	-14,99

(continua)



*(continuação)*

NOME DA EMPRESA	DATA DE ENCERRAM. DO EXERCÍCIO	DEFASAGEM NA DISTRIB. (EM MESES)	TAXA DE 'PAY-OUT' NOMINAL (%)	'PAY-OUT' REAL COM CHOQUE (%)	'PAY-OUT' REAL SEM CHOQUE (%)	OSCILAÇÃO DA PERDA REAL DEVIDO AO CHOQUE (%)
Cia. Têxtil Karsten	30-6-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cia. Vale do Rio Doce	31-12-85	4,3	27,83	21,14	15,33	-5,81
Cia. Santa Marina	30-6-86	0,0	59,00	59,00	59,00	0,00
Citro Pectina S.A.	3-4-86	5,3	9,45	9,45	3,85	-5,61
Cobrasma S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Coest S.A.	30-6-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Coldex Figor S.A.	30-4-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Condugel S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Confab Industrial S.A.	31-12-85	4,7	23,79	18,08	12,34	-5,74
Conf. Guararapes S.A.	31-12-85	5,1	14,25	10,82	6,98	-3,84
Camargo Corrêa S.A.	31-12-85	6,3	27,03	20,53	11,26	-9,27
Constr. Beter S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Constr. Mendes Junior S.A.	31-12-85	7,1	1,69	1,29	0,63	-0,66
Constr. Odebrecht S.A.	31-12-85	3,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Consul S.A.	31-12-85	7,1	62,21	47,26	23,06	-24,20
Copene Petroquímica S.A.	31-7-86	1,0	35,90	35,90	15,38	-20,52
Corbetta S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Correa Ribeiro S.A.	31-3-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cruzeiro do Sul S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Curt S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
D. F. Vasconcellos S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Dedini S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
DHB S.A.	31-1-86	4,7	31,25	27,43	16,28	-11,15
Distrib. Petr. Ipiranga S.A.	30-6-86	2,9	33,33	33,33	12,59	-20,74
Dova S.A.	30-4-85	18,6	25,00	6,07	1,87	-4,20
Docas S.A.	31-12-85	6,7	36,73	27,90	14,33	-13,57
Duratex	31-12-85	2,7	25,64	19,48	17,66	-1,82
Eberle S.A.	28-2-86	0,2	13,33	13,33	12,97	-0,37
Elebra	31-3-85	5,8	27,93	5,89	5,89	0,00
Eletrodigi S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Eletromotores Weg S.A.	30-6-86	2,0	10,00	10,00	4,28	-5,72
Engesa S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Eluma S.A.	31-12-85	6,5	0,00	0,00	0,00	0,00
Engevix S.A.	26-2-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Ericsson S.A.	31-12-85	4,2	94,59	71,86	52,59	-19,27
Eternit S.A.	31-12-85	5,7	50,80	38,59	22,90	-15,69
Eucatex S.A.	31-12-85	5,9	23,88	18,14	10,42	-7,72
Fertisul S.A.	31-12-85	5,4	0,00	0,00	0,00	0,00
Tecelagem São José S.A.	30-6-86	1,1	8,70	8,70	4,24	-4,45
Fibam	31-12-85	6,2	2,35	1,79	0,99	-0,79
FNV — Veíc. e Equip. S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Taurus S.A.	31-12-85	6,6	30,37	23,07	12,02	-11,05
Frango Sul	31-12-85	4,0	22,90	17,40	13,09	-4,30
Freios Varga S.A.	31-12-85	2,6	39,13	29,73	27,34	-2,39
Frigobrás	30-6-86	0,1	15,63	15,63	8,77	-6,86
Banco Bamerindus S.A.	31-12-85	0,0	3,37	2,56	2,56	0,00

*(continua)*

*(continuação)*

NOME DA EMPRESA	DATA DE ENCERRAM. DO EXERCÍCIO	DEFASAGEM NA DISTRIB. (EM MESES)	TAXA DE 'PAY-OUT' NOMINAL (%)	'PAY-OUT' REAL COM CHOQUE (%)	'PAY-OUT' REAL SEM CHOQUE (%)	OSCILAÇÃO DA PERDA REAL DEVIDO AO CHOQUE (%)
Tupy S.A.	1-4-85	7,5	6,25	1,32	1,32	0,00
Gazola S.A.	30-6-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Glasslite S.A.	31-12-85	6,6	0,24	0,18	0,09	-0,09
Goyana	31-12-85	6,5	23,85	18,12	9,62	-8,50
Granóleo S.A.	31-12-85	4,0	25,00	18,99	14,29	-4,70
Grazziotin S.A.	31-5-86	3,0	22,14	22,14	9,48	-12,66
Gurgel S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Hércules S.A.	28-2-86	4,8	0,00	0,00	0,00	0,00
IAP S.A. — Ind. de Fert.	31-12-85	4,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Ifema S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Gradiente S.A.	31-12-85	4,0	27,50	20,89	15,80	-5,09
Klabin S.A.	31-12-85	4,4	18,50	14,06	10,00	-4,05
Lacta S.A.	31-12-85	7,1	26,17	19,88	9,70	-10,18
Indústrias J. B. Duarte S.A.	31-12-85	6,4	23,26	17,67	9,55	-8,11
Indústrias Madeirit S.A.	31-12-85	4,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Indústrias Micheletto S.A.	31-12-85	3,8	15,28	11,61	8,98	-2,62
Indústria Romi S.A.	31-12-85	4,2	25,62	19,46	14,24	-5,22
Ind. Têxteis Barbero S.A.	31-12-85	4,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Ind. Têxteis Renaux S.A.	31-12-85	4,7	24,10	18,31	12,55	-5,75
Indústrias Villares S.A.	31-1-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Investec S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Itap S.A. Embalagens	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Itaú Tecnologia S.A.	16-10-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
J.H. Santos S.A.	30-10-85	5,8	14,64	8,33	6,51	-1,82
João Fortes Eng. S.A.	31-12-85	3,8	70,44	53,51	41,61	-11,90
Kalil Sehbe S.A.		0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Kepler Weber S.A.	31-7-85	0,0	0,11	0,04	0,04	0,00
Labra S.A.	31-12-85	4,0	23,88	18,14	13,72	-4,42
La Fonte S.A.	31-7-86	1,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Lark S.A.	31-12-85	6,4	23,71	18,01	9,69	-8,32
Light S.A.	31-12-85	3,0	17,09	12,98	11,24	-1,75
Limasa S.A.	31-12-85	6,2	83,87	63,71	35,42	-28,29
Lojas Americanas S.A.	30-6-86	1,2	4,62	4,62	2,21	-2,41
Lojas Brasileiras S.A.	1-10-85	0,0	23,42	11,65	11,65	0,00
Lojas Renner S.A.	30-6-86	2,0	10,00	10,00	4,28	-5,72
Luxma S.A.	31-12-85	5,1	24,14	18,34	11,83	-6,50
Magnesita S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Manasa S.A.	31-1-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Manah S.A.	31-12-85	0,2	5,00	3,80	3,80	0,00
Mannesmann S.A.	31-12-85	4,2	37,94	28,82	21,10	-7,73
Estrela S.A.	31-12-85	5,1	24,34	18,49	11,93	-6,56
Marcopolo S.A.	31-12-85	4,7	19,00	14,43	9,81	-4,63
Massey Perkins S.A.	31-12-85	1,7	29,98	22,77	22,77	0,00
Mecânica Pesada S.A.	31-12-85	4,2	21,49	16,32	11,95	-4,38
Mesbla S.A.	31-12-85	6,9	8,95	6,80	3,43	-3,37
Metal S.A.	31-12-85	4,5	23,59	17,92	12,58	-5,34

*(continua)*

NOME DA EMPRESA	DATA DE ENCERRAM. DO EXERCÍCIO	DEFASAGEM NA DISTRIB. (EM MESES)	TAXA DE 'PAY-OUT' NOMINAL (%)	'PAY-OUT' REAL COM CHOQUE (%)	'PAY-OUT' REAL SEM CHOQUE (%)	OSCILAÇÃO DA PERDA REAL DEVIDO AO CHOQUE (%)
Metalúrgica Gerdau S.A.	31-12-85	2,0	17,86	13,57	13,57	0,00
Metalúrgica Wetzel S.A.	30-6-86	2,1	13,31	13,31	5,62	-7,69
Metisa S.A.	30-6-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Microlab S.A.	31-12-85	5,5	51,06	38,79	28,79	-15,01
Moinho da Lapa S.A.	30-6-86	0,1	12,82	12,82	7,19	-5,63
Moinho Fluminense S.A.	30-6-85	10,8	53,07	17,11	11,78	-5,32
Montreal Empreend. S.A.	30-9-85	4,9	21,94	10,86	10,86	0,00
Multtêxtil	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Müller S.A.	31-1-86	6,1	1,46	1,28	0,63	-0,66
Nacional S.A. — Banco	31-12-85	6,8	33,14	25,17	12,87	-12,30
Nakata S.A.	31-12-85	5,2	25,02	19,01	12,04	-6,97
Nitrocarbono S.A.	31-10-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Olvebra S.A.	31-12-85	4,2	25,00	18,98	13,96	-5,03
Orion S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Paranapanema	31-12-85	3,1	20,05	15,23	13,06	-2,17
Perdigão Agroind. S.A.	31-12-85	3,5	12,48	9,48	7,62	-1,86
Perdigão Alimentos S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Perdigão S.A. Com. e Ind.	31-12-85	3,6	31,65	24,04	19,22	-4,82
Perfumarias Phebo S.A.	31-12-85	3,8	23,73	18,03	13,89	-4,14
Persianas Columbia S.A.	30-9-85	5,7	25,00	18,37	11,22	-1,15
Pêrsico Pizzamiglio	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Petrobrás	30-6-86	2,6	10,47	10,47	4,10	-6,37
Pettenati S.A.	30-6-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Pirelli S.A.	30-6-86	1,1	40,54	40,54	19,78	-20,76
Polipropileno S.A.	31-10-85	4,5	17,30	9,89	9,27	-0,62
Polymax Informática	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Prometal S.A.	30-6-86	2,7	26,67	26,67	10,36	-16,31
Propasa S.A.	30-6-85	5,9	29,82	9,61	9,61	0,00
Prosdócimo S.A. Imp. e Com.	31-1-86	6,5	9,12	8,01	3,68	-4,33
Quimisinós	30-6-86	0,9	62,50	62,50	31,36	-31,14
Randon	31-12-85	5,1	24,62	18,70	12,01	-6,69
Química Geral do Nord. S.A.	31-12-85	4,0	27,27	20,72	15,59	-5,13
Real S.A. Part. e Administ.	30-6-86	1,0	2,13	2,13	1,05	-1,09
Recrusul S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Refinaria de Petr. Ipiranga	30-6-86	2,9	37,50	37,50	14,16	-23,34
Refrigeração Paraná S.A.	30-6-86	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Rípasa S.A.	31-12-85	5,7	15,60	11,85	7,03	-4,82
Orniex S.A.	31-12-85	4,0	6,67	5,06	3,81	-1,25
Pirâmides Brasília S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Fábrica de Prod. Alim. Vigor	31-12-85	5,2	26,67	20,26	12,89	-7,37
Ind. e Com. Chapecó	31-12-85	5,7	24,15	18,35	10,89	-7,46
Mineração Trindade	30-6-86	1,5	30,30	30,30	13,85	-16,45
Moinho Santista S.A.	28-2-86	2,7	31,53	31,53	21,72	-9,81
White Martins	30-6-86	2,2	73,33	73,33	30,40	-42,93
Sadia Avícola S.A.	30-6-86	0,1	21,74	21,74	12,20	-9,54
Sadia Concórdia S.A.	30-6-86	0,1	31,25	31,25	17,54	-13,71

(continua)

(continuação)

NOME DA EMPRESA	DATA DE ENCERRAM. DO EXERCÍCIO	DEFASAGEM NA DISTRIB. (EM MESES)	TAXA DE 'PAY-OUT' NOMINAL (%)	'PAY-OUT' REAL COM CHOQUE (%)	'PAY-OUT' REAL SEM CHOQUE (%)	OSCILAÇÃO DA PERDA REAL DEVIDO AO CHOQUE (%)
Sadia Oeste S.A.	30-6-86	0,1	21,05	21,05	11,81	- 9,24
Sano S.A.	31-12-85	6,5	44,43	33,75	17,83	-15,92
Sansuy	31-3-86	4,1	29,94	29,94	14,61	-15,33
Santa Constância S.A.	30-4-86	0,0	19,05	19,05	19,05	0,00
São Braz S.A.	31-12-85	5,4	62,65	47,59	29,59	-18,00
São Paulo Alpargatas S.A.	30-6-86	1,5	25,10	25,10	11,48	-13,63
Scorpus Tecnologia S.A.	30-9-85	2,7	33,73	16,69	16,69	0,00
Sementes Agroceres S.A.	30-6-85	6,1	24,29	7,83	7,83	0,00
Sergen S.A.	31-12-85	5,4	22,22	16,88	10,50	-6,39
Sharp S.A.	31-3-85	7,8	13,22	2,79	2,79	0,00
Sid Informática S.A.	1-12-85	2,3	35,29	23,31	23,31	0,00
Siderúrgica Açonorte S.A.	31-12-85	2,8	32,14	24,42	21,84	-2,58
Siderúrgica Guaíra S.A.	31-12-85	2,8	23,53	17,87	15,98	-1,89
Siderúrgica Riogr. S.A.	31-12-85	2,0	15,79	11,99	11,99	0,00
Sifco S.A.	31-12-85	6,5	44,94	34,14	18,03	-16,11
Simesc S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Solorrico S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Springer S.A.	31-12-85	2,2	21,93	16,66	16,20	-0,46
Staroup S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Supergasbrás Ind. e Com.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Tecanor S.A.	31-12-85	4,0	11,77	8,94	6,73	-2,21
Technos	31-12-85	4,0	24,55	18,65	14,10	-4,55
Tecnosolo	31-12-85	6,1	22,72	17,26	9,64	-7,62
Teka do Nordeste S.A.	31-12-85	3,8	23,64	17,96	13,83	-4,12
Teka	30-6-86	1,8	4,00	4,00	1,77	-2,23
Tekno S.A.	31-12-85	5,4	23,77	18,05	11,12	-6,93
Telerj	31-12-85	3,5	0,00	0,00	0,00	0,00
Telesp	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Tibrás	31-12-85	2,4	95,73	72,72	68,45	-4,27
Trafo Equip. Eletr. S.A.	28-2-86	4,1	3,53	3,53	2,00	-1,53
Transbrasil S.A.	30-6-86	2,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Triches S.A.	31-12-85	5,7	28,26	21,47	12,74	-8,73
Trol S.A.	31-12-85	6,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Unibanco S.A.	30-6-86	0,5	39,71	39,71	21,07	-18,63
Unipar S.A.	31-12-85	4,8	24,04	18,26	12,35	-5,91
Usina Costa Pinto S.A.	31-12-85	6,6	24,52	18,62	9,79	-8,83
Valmet do Brasil S.A.	31-12-85	3,1	5,87	4,46	3,83	-0,64
Varig	31-12-85	6,6	12,50	9,50	4,95	-4,55
Vibasa	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Votec S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Vulcabrás S.A.	31-10-85	4,0	11,71	6,69	6,69	0,00
Wembley Roupas S.A.	31-12-85	6,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Zivi S.A.	28-2-86	4,8	45,35	45,35	23,29	-22,06
Zanini S.A.	31-12-85	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Média das empresas		4,48	27,09	21,21	14,05	-8,30
Número de empresas		195	190	190	190	164

Fonte primária: Bovespa e BVRJ (elaboração própria).

Outro complemento tomado como válido nas tradicionais análises de poupança forçada é a diferenciação da propensão marginal a consumir entre trabalhadores e capitalistas. A análise vertical dos dados de consumo obtidos, a partir da distribuição por categoria sócio-profissional do chefe de família no Estudo Nacional das Despesas Familiares (Endef) para a região de São Paulo em 1974-1975, permite-nos testar a validade da hipótese.

A Tabela 4 demonstra que a razão entre os níveis de consumo e de renda dos empregados é em geral superior à dos não-empregados nos seus respectivos ramos de atividade. Algumas exceções a essa regra são os empregados de nível superior, que apresentam a maior relação entre todas as classes. Entretanto, é preciso ter em mente que grande parte dos fatores determinantes desse diferencial está mais ligada ao nível de renda bruta que chega às mãos da pessoa física do que propriamente à categoria profissional do agente em questão. O Gráfico 1 mostra, pela ordenação das diversas categorias sócio-profissionais por nível de renda bruta recebida, a força dessa variável na determinação das propensões a consumir dos agentes dessas diferentes categorias.

A partir desses dados, percebemos que, provavelmente em função do menor nível de renda, a razão consumo-renda das atividades agrícolas é superior à das outras atividades. Em termos mais abrangentes, a não ser por duas ligeiras inversões, confirmamos a importância do nível de renda individual na determinação do consumo médio de cada categoria sócio-profissional. A Tabela 5 nos fornece, através de nova distribuição dos dados da tabela anterior, agora por faixa de renda em salários mínimos, uma idéia mais clara da progressividade da poupança média individual.

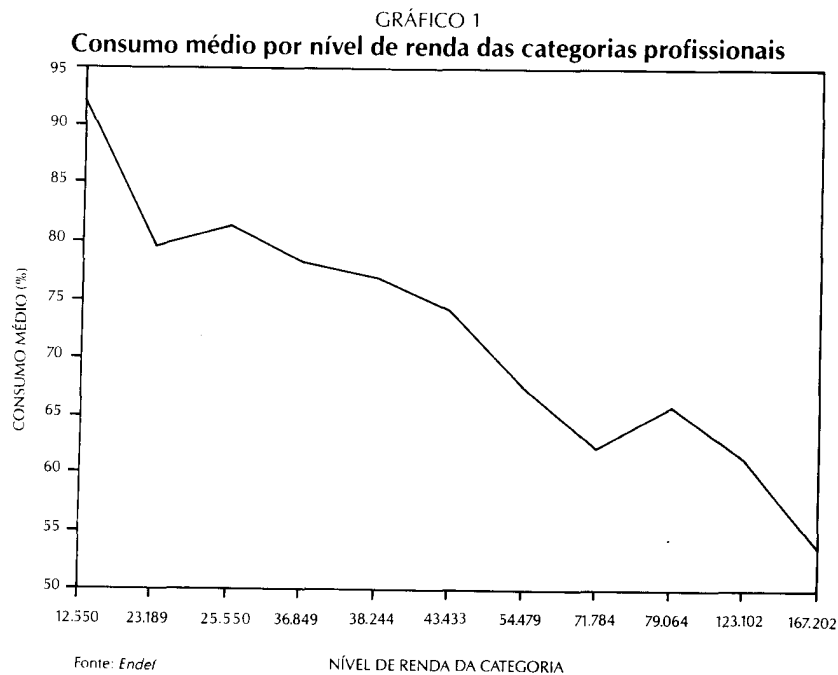


TABELA 4  
**Composição orçamentária do consumo por categoria sócio-profissional (%)\***

ALOCAÇÃO DA RENDA	CATEGORIA SÓCIO-PROFISSIONAL DO CHEFE DE FAMÍLIA (REGIÃO II — SÃO PAULO)																				
	TODAS AS CATEGORIAS	ATIVIDADES AGRÍCOLAS						ATIVIDADES NÃO-AGRÍCOLAS													
		EMPREGADOS	EMPREGADOS	EMPREGADOS	EMPREGADOS	EMPREGADOS	EMPREGADOS	EMPREGADOS	EMPREGADOS	EMPREGADOS	EMPREGADOS	EMPREGADOS									
● Renda total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
● Renda disponível	94,24	96,06	98,35	98,73	94,75	96,06	95,37	94,27	88,43	92,66	93,33	93,90	93,90	93,90	93,90	93,90	93,90	93,90	93,90	93,90	93,90
● Despesas de consumo	70,15	67,48	79,69	92,14	61,22	62,12	78,24	76,95	53,73	65,83	74,01	81,43	81,43	81,43	81,43	81,43	81,43	81,43	81,43	81,43	81,43
Alimentação	19,66	19,64	37,51	51,20	10,42	15,55	24,94	21,79	6,91	12,35	20,78	29,35	29,35	29,35	29,35	29,35	29,35	29,35	29,35	29,35	29,35
Vestário	5,25	5,61	5,65	7,32	4,06	3,64	6,20	5,99	3,92	5,42	6,21	6,57	6,57	6,57	6,57	6,57	6,57	6,57	6,57	6,57	6,57
Habituação	24,39	16,94	17,37	21,20	23,70	21,29	26,08	26,53	21,04	24,94	24,24	26,76	26,76	26,76	26,76	26,76	26,76	26,76	26,76	26,76	26,76
Higiene e saúde	4,38	5,01	4,72	4,45	3,65	4,16	5,10	4,54	3,86	4,30	4,83	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60
Transporte	5,16	5,77	4,41	1,83	5,38	5,08	5,32	6,50	4,96	6,43	6,29	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79
Educação	1,68	1,85	0,90	0,60	1,84	1,52	1,86	1,67	2,05	1,37	1,87	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36
Recreação e cultura	1,09	0,66	0,59	0,54	1,17	1,22	1,09	1,01	1,37	1,51	1,21	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Fumo	1,40	0,98	1,10	2,45	0,68	1,03	1,98	1,63	0,40	0,91	1,75	2,34	2,34	2,34	2,34	2,34	2,34	2,34	2,34	2,34	2,34
Diversos	2,77	3,15	3,18	1,68	2,80	2,78	1,84	2,96	3,92	3,18	2,76	2,45	2,45	2,45	2,45	2,45	2,45	2,45	2,45	2,45	2,45
● Deduções	5,76	3,94	1,65	1,27	5,25	3,94	4,63	5,73	11,57	7,34	6,67	6,09	6,09	6,09	6,09	6,09	6,09	6,09	6,09	6,09	6,09
Impostos	1,42	0,36	0,12	0,07	1,80	1,02	0,55	1,90	5,91	1,85	1,15	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
Contribuições trabalhistas	3,33	0,54	0,49	0,79	2,29	2,12	3,71	2,24	3,99	4,47	4,60	5,15	5,15	5,15	5,15	5,15	5,15	5,15	5,15	5,15	5,15
Pensões, mesadas	1,01	3,04	1,04	0,41	1,16	0,79	0,37	1,60	1,67	1,02	0,92	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52
● Aumento de patrimônio	24,08	28,59	18,66	6,61	33,53	33,94	17,11	17,31	34,70	25,53	19,32	12,48	12,48	12,48	12,48	12,48	12,48	12,48	12,48	12,48	12,48
Imóveis	8,84	10,52	7,34	2,60	15,91	11,15	6,08	6,42	11,22	9,04	6,68	5,71	5,71	5,71	5,71	5,71	5,71	5,71	5,71	5,71	5,71
Aumento de créditos	10,73	16,87	9,85	3,67	11,99	16,60	6,49	7,77	15,50	9,96	7,67	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35
Diminuição de débitos	4,52	1,19	1,47	0,34	5,63	6,19	4,54	3,12	7,98	6,53	4,97	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42
● N.º de famílias	4.168	482	777	696	647	541	446	189	181	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209	209

\*Dados Endof 1974-1975 (publicado em 1978).

TABELA 5  
Composição orçamentária percentual do consumo por faixa de rendimento em salários mínimos

ALOCÇÃO DA RENDA	TODAS AS CLASSES	NÍVEL DE RENDA (REGIÃO II — SÃO PAULO)											
		MENOS DE DOIS SALÁRIOS MÍNIMOS	DE 2 A 3,5 SALÁRIOS MÍNIMOS	DE 3,5 A 5 SALÁRIOS MÍNIMOS	DE 5 A 7 SALÁRIOS MÍNIMOS	DE 7 A 10 SALÁRIOS MÍNIMOS	DE 10 A 15 SALÁRIOS MÍNIMOS	DE 15 A 20 SALÁRIOS MÍNIMOS	DE 20 A 30 SALÁRIOS MÍNIMOS	MAIS DE 30 SALÁRIOS MÍNIMOS			
• Renda total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
• Renda disponível	94,24	97,86	96,34	95,26	94,94	94,64	93,88	92,96	93,44	93,84	93,84	93,84	93,84
• Despesas de consumo	71,55	96,23	93,71	89,84	85,85	79,61	71,87	66,77	59,83	41,07	6,07	6,07	6,07
Alimentação	19,66	50,88	45,31	38,37	32,43	26,25	20,44	15,07	12,00	5,06	3,18	3,18	3,18
Vestário	5,25	5,33	5,92	6,42	7,03	7,06	6,17	5,53	5,06	4,49	4,12	2,88	2,88
Habituação	24,39	28,94	29,50	29,51	29,22	27,95	24,99	25,21	23,98	23,98	23,98	23,98	23,98
Higiene e saúde	4,38	4,81	4,99	5,43	5,55	5,25	5,12	4,55	4,49	4,55	4,49	4,49	4,49
Transporte	5,16	1,80	2,50	3,21	4,33	5,44	7,27	8,38	6,59	6,59	6,59	6,59	6,59
Educação	1,68	0,26	0,74	1,07	1,37	1,88	1,96	2,55	2,29	2,29	2,29	2,29	2,29
Recreação e cultura	1,09	0,37	0,52	0,77	0,85	1,12	1,37	1,63	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33
Fumo	1,40	2,67	2,61	2,76	2,46	2,08	1,63	1,21	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
Diversos	2,77	1,18	1,61	2,31	2,60	2,57	2,92	2,96	3,03	3,03	3,03	3,03	3,03
• Deduções	5,76	2,14	3,66	4,74	5,06	5,36	6,12	7,04	6,56	6,16	6,16	6,16	6,16
Impostos	1,42	0,06	0,11	0,19	0,27	0,38	0,76	1,45	1,85	2,89	2,89	2,89	2,89
Contribuições trabalhistas	3,33	1,84	3,09	3,84	4,27	4,15	4,16	4,27	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40
Pensões, mesadas	1,01	0,24	0,45	0,71	0,51	0,83	1,20	1,33	1,31	1,31	1,31	1,31	1,31
• Aumento de patrimônio	28,45	1,64	2,63	5,43	9,09	15,03	22,01	26,18	33,61	52,76	52,76	52,76	52,76
Veículo	4,36	0,08	0,18	0,53	1,04	2,44	4,90	6,55	7,33	6,14	6,14	6,14	6,14
Imóveis	8,84	0,48	0,77	1,34	2,49	3,92	5,25	5,24	8,36	8,36	8,36	8,36	8,36
Aumento de créditos	10,73	0,73	1,06	2,32	3,20	5,06	6,58	8,28	11,20	21,85	21,85	21,85	21,85
Diminuição de débitos	4,52	0,35	0,62	1,24	2,36	3,61	5,28	6,11	6,73	5,68	5,68	5,68	5,68
• N° de famílias	4.168	482	777	696	647	541	446	189	181	209	209	209	209
• Casa	5,86	0,10	0,23	0,38	0,79	1,32	2,23	2,11	4,62	14,85	14,85	14,85	14,85
• Sítio	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11	0,04	0,01	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47
• Melhoraria da casa própria	2,76	0,38	0,55	0,96	1,69	2,50	2,99	3,13	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27

Fonte: *Endet 1974-1975* (publicado em 1978).

A Tabela 5 convalida totalmente a hipótese de a poupança constituir um bem de luxo. Entre os argumentos justificadores desse comportamento, certamente o mais intuitivo e provavelmente o mais importante no caso brasileiro<sup>23</sup> é a necessidade de os agentes atenderem a um nível mínimo de consumo para a sua subsistência. De fato, a parcela da renda destinada às despesas de alimentação — o que pode ser considerado uma *proxy* das necessidades de subsistência — tende a cair com os sucessivos aumentos das faixas de renda. Por outro lado, o comportamento das transferências líquidas das famílias a título de impostos, contribuições à Previdência e pensões também ajuda a explicar a diminuição do consumo médio individual, pois a tendência é claramente progressiva, a não ser na passagem às duas últimas categorias de renda, em que notamos ligeira queda que pode ser exclusivamente creditada à redução da participação das contribuições trabalhistas.

Por fim, em virtude da grande plasticidade das regras do Imposto de Renda e da defasagem nos dados das transferências líquidas acima, é interessante lançarmos mão de dados mais atualizados. Na Tabela 6 e no Gráfico 2, comprovamos de maneira ainda mais forte a validade da hipótese de progressividade das transferências líquidas do setor privado, através de dados da alíquota média do Imposto de Renda por classes de rendimento bruto referentes ao ano do Cruzado.

TABELA 6  
Arrecadação de Imposto de Renda por classes  
de rendimento bruto — 1986

CLASSES DE RENDIMENTO BRUTO (EM S.M.)	RENDIMENTO BRUTO			IMPOSTO DEVIDO	
	Nº DE DECLARANTES	PARTICIP (%)	VALOR (Cz\$ mil)	VALOR (Cz\$ mil)	ALÍQUOTA MÉDIA DE IR (%)
A - Até 2	341.271,0	4,34	1.737.429,0	0,0	0,00
B - 2 a 3,5	1.109.863,5	14,10	10.129.720,5	31.027,5	0,31
C - 3,5 a 5	1.679.227,5	21,34	26.249.790,5	183.388,5	0,70
D - 5 a 7	1.518.292,0	19,29	40.984.166,0	731.917,5	1,79
E - 7 a 10	1.320.086,0	16,78	47.104.089,0	1.662.401,5	3,53
F - 10 a 15	919.870,0	11,69	49.826.620,0	3.768.964,0	7,56
G - 15 a 20	417.119,0	5,30	32.061.408,0	4.041.318,0	12,60
H - 20 a 30	352.276,0	4,48	37.917.219,0	6.716.782,0	17,71
I - Mais de 30	211.574,0	2,69	51.997.794,0	16.768.143,0	32,25

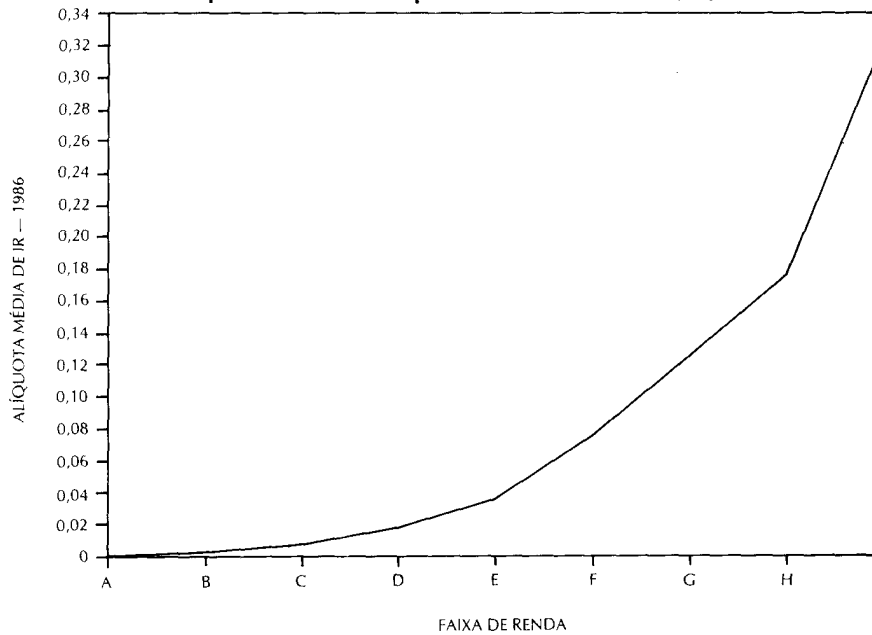
Fonte: Habitação e Poupança, fevereiro de 1988.

Em suma, as relativas estabilidades, defasagem e efetividade das regras de indexação salarial no caso brasileiro pré-Cruzado normalmente implicavam a ocorrência de efeitos adversos de uma aceleração inflacionária sobre o salário real médio vigente na economia. Tal relação — aliada não apenas à filtragem de renda disponível dos acionistas, bem como à própria exacerbação desse processo de filtragem frente a aumentos da taxa de inflação — nos permite, por si só, postular a relevância do mecanismo de poupança forçada na nossa experiência recente. E, na medida em que há em economias com o padrão de desenvolvimento da brasileira uma sobreposição bastante clara entre os trabalhadores e pobres, de um lado, e em-



GRÁFICO 2

## Alíquota média de IR por faixa de renda — 1986



presários e ricos, de outro, respectivamente, o próprio processo de estabilização (*smoothing*) do nível de consumo atua como importante complemento na operação do efeito poupança forçada, à medida que o nível de renda bruta individual aumenta. Isso permite inclusive captar de maneira mais genérica os adversos impactos da inflação, enquanto elemento concentrador de renda, sobre o consumo e a demanda agregada.

### 1.5 — Os impactos diretos da inflação sobre o consumo

A segunda linha de efeitos da inflação sobre o consumo explora basicamente os efeitos causados pela incerteza no processo de decisão individual, através do conceito de risco.<sup>24</sup> A transposição desses modelos para um ambiente inflacionário é direta e extremamente relevante, pois o próprio desenrolar do processo inflacionário atua como importante fonte geradora de incertezas, em particular no tocante às trajetórias das rendas e dos preços relativos.

Sandmo (1970) analisa o impacto de dois tipos de risco sobre o comportamento de consumidores avessos ao risco: o risco de renda e o risco de capital. O autor mostra inicialmente que, *coeteris paribus*, a consciência de aumento do risco das rendas esperadas futuras (*income risk*) seria condição suficiente para diminuição do nível de consumo presente. O ponto consiste em que o aumento da variância e de demais momentos de ordem superior das rendas futuras piora a situação de um consumidor avesso a risco, pois a utilidade marginal das maiores pos-

sibilidades de ganho é mais do que compensada pela desutilidade marginal das também maiores possibilidades de perda. Desse modo, o consumidor protegeria, por meio de maior poupança corrente, o nível mínimo de seu padrão intertemporal de consumo contra flutuações de curto prazo. Contudo, Sandmo (*idem*) lembra que, se o rendimento futuro dos ativos reais e financeiros foi também estocástico e se os agentes reagirem a um aumento de risco percebido, poupando mais, ou seja, acumulando mais capital, esse movimento pode acarretar aumento e não diminuição dos riscos assumidos, na medida em que o risco de capital (*capital risk*) passa a ter maior base de incidência.

Em resumo, as incertezas sobre o futuro atuam sob dois canais diferenciados de impacto nas decisões de consumo individuais. No caso de aumento das possibilidades de oscilações da renda futura, os consumidores avessos a risco inequivocamente poupariam mais, visando proteger nível de consumo futuro contra instabilidades, enquanto aumento do risco de capital dependeria das magnitudes relativas do efeito renda e do efeito substituição, provavelmente antagônicos,<sup>25</sup> resultando numa ambigüidade teórica do efeito final sobre o consumo corrente. É importante ressaltar que, embora a origem da instabilidade atuante sobre a renda e os ativos possa ser comum, os mecanismos de transmissão dos possíveis efeitos vão depender em larga medida do contexto institucional analisado. No pertinente exemplo de aumento de incertezas inflacionárias, as reações dos consumidores vão estar fortemente condicionadas à existência de mercados em que possam partilhar ou assumir os riscos de flutuação da taxa de inflação, em especial os regimes de indexação salarial e financeira vigentes.

Existem outras abordagens (Deaton, 1977) lidando com um tipo de incerteza menos óbvia do que a atuante sobre o comportamento real esperado das rendas e dos ativos para o futuro. Tais abordagens, partindo de situações de desequilíbrio e associadas a problemas de informação referentes à estrutura de preços relativos vigente no presente, constataam interessantes influências da inflação sobre as propensões marginais a consumir, individual e agregada.

Numa situação hipotética em que o consumidor conheça precisamente sua renda e os preços de todos os bens de sua cesta de consumo, não há razão para acreditar que a ocorrência de uma inflação balanceada — aquela em que toda a estrutura de preços relativos é mantida — vá afetar o padrão real de suas compras, o que aparentemente corresponderia à ilusão monetária ou outro comportamento irracional por parte dos consumidores. Na realidade, porém, “os agentes não transacionam todas as mercadorias que compõem o seu orçamento simultaneamente. As compras são feitas seqüencialmente, algumas com mais freqüência, outras com menos. Dessa forma, o único preço perfeitamente conhecido é o da mercadoria que está sendo comprada” (Deaton, *idem*, p. 899), enquanto a informação precisa e atualizada dos preços de outros bens envolve, na maioria das vezes, tempo e custos de pesquisa proibitivos. Por outro lado, os índices gerais de preços só são divulgados com alguma defasagem e não são necessariamente representativos para um consumidor cuja renda e gastos difiram daqueles constantes do índice, reforçando os mencionados problemas de informação.

Como conseqüência, pelo menos à primeira vista, “os consumidores individuais não têm como distinguir os movimentos de preços relativos das mudanças de pre-

ços absolutos. Em particular, movimentos não-antecipados de preços absolutos vão ser primeiramente sentidos em mudanças não-esperadas de preços de mercadorias específicas, que, em alguns casos, serão interpretadas como mudança de preço relativo'' (*idem, ibidem*). Consideremos o caso de uma aceleração imprevista da taxa de inflação: num dado momento, diferentes consumidores estarão comprando diferentes mercadorias que parecerão cada uma relativamente mais cara aos olhos de seus potenciais compradores. A reação de cada consumidor será ajustar suas compras a essa ilusória percepção, provocando queda do consumo real e, conseqüentemente, se a renda real se mantiver, aumento da propensão a poupar agregada. Certamente, na medida em que os erros forem sendo apurados, serão empreendidas tentativas de correção desse desequilíbrio. Mas, se a inflação continuar a se acelerar desacompanhada das expectativas, a propensão a poupar se manterá anormalmente alta. Em paralelo, uma imprevista desaceleração da taxa de inflação estaria associada a uma propensão ao consumo circunstancialmente alta.



## 2. O ciclo intra-reajustes

---

### 2.1 — Introdução

No regime de indexação salarial vigente até a promulgação do Plano Cruzado, os salários nominais eram periodicamente reajustados de forma a recompor os seus picos de renda real depreciados pelo forte ritmo inflacionário. Como se sabe, mesmo a recomposição integral do pico prévio de renda real<sup>26</sup> não é suficiente para evitar oscilações no poder de compra dos assalariados frente a flutuações da taxa de inflação, pois os salários nominais se mantêm constantes entre os reajustes, ao passo que o índice geral de preços cresce de forma ininterrupta. Essa discrepância entre a trajetória discreta dos salários nominais *vis-à-vis* o contínuo crescimento dos preços introduz, porém, além da mencionada defasagem dos salários reais médios frente a choques inflacionários, também um movimento claramente descendente das trajetórias dos salários reais entre as recomposições periódicas de pico. Na Tabela 7, observamos a magnitude relativa dessas quedas através da amplitude de variação do salário real, captada pela razão entre os valores reais máximos e mínimos assumidos para diversos cenários alternativos de taxas de inflação e de periodicidades entre os reajustes salariais.

O conhecido diagrama dente-de-serra ilustra com bastante propriedade o movimento descendente do salário real no período entre os reajustes. Tal declividade parece inclusive ter inspirado, antes do Plano Cruzado, o bem-humorado dito

TABELA 7  
Amplitude de variação relativa do salário real

TAXA DE INFLAÇÃO PERIÓDICA (%)	PERIODICIDADE ENTRE OS REAJUSTES			
	1 MÊS	3 MESES	6 MESES	12 MESES
0	1,00	1,00	1,00	1,00
5	1,00	1,10	1,28	1,71
10	1,00	1,21	1,61	2,85
15	1,00	1,32	2,01	4,65
20	1,00	1,44	2,49	7,43
25	1,00	1,56	3,05	11,64

de Millôr Fernandes segundo o qual o trabalhador via, com o passar do tempo e com o acúmulo das perdas inflacionárias incidentes sobre o seu salário fixo em termos nominais, “sobrar cada vez mais mês no fim do seu salário”. O objetivo deste capítulo é justamente abordar a adoção de comportamentos defensivos contra essa estranha situação causada pela inflação no fluxo de caixa dos trabalhadores cujos salários são indexados sob o sistema de recomposição periódica de pico. Estudaremos a interação entre a inclinação negativa do fluxo de recebimentos dos trabalhadores, intrínseca a esse regime de indexação, e o tradicional nivelamento (*smoothing*) do padrão intertemporal real de consumo por parte dos agentes. Neste contexto, procuraremos evidenciar algumas novas facetas dos efeitos da taxa de inflação e dos regimes de indexação sobre o comportamento consumidor-poupador dos assalariados.

O capítulo está organizado como se segue. Na Seção 2.2, apresentamos o modelo básico, em que admitimos unicamente a presença de ativos monetários. Na seção seguinte, introduziremos o uso de um ativo financeiro indexado na transferência de poder de compra dos assalariados ao longo do tempo. Na Seção 4, deduziremos o resultado mais forte do modelo: a existência de um estoque médio de poupança intra-reajustes positivamente relacionado com a taxa de inflação e inversamente com a periodicidade das recomposições de pico de renda real. O nosso ponto de chegada será estudar, através do replanejamento desse estoque médio de poupança associado a mudanças de patamar inflacionário e, principalmente, das cláusulas de indexação salarial, uma nova dimensão das influências do binômio inflação-indexação sobre o consumo e sobre a demanda por ativos financeiros das unidades familiares. Na última seção, apresentaremos um paralelo de nossos resultados com alguns outros encontrados na literatura sobre o tema, bem como algumas possíveis variantes e extensões do modelo inicialmente proposto.

## 2.2 — O modelo do ciclo intra-reajustes

O modelo se desenvolve a partir de características particulares da política salarial brasileira na primeira metade desta década, mas que são comuns nos seus aspectos mais relevantes a muitas outras experiências concretas. O ciclo intra-reajustes corresponde ao intervalo de tempo entre duas datas consecutivas de reajuste salarial, daí seu nome, e a unidade de tempo básica adotada nesse ciclo será o período entre os recebimentos de renda dos trabalhadores. Dessa forma, cada ciclo de extensão  $n$  abarca  $n$  recebimentos salariais. Outra convenção é que os valores estão expressos a preços do início do período. Relacionamos, a seguir, as principais hipóteses inicialmente admitidas na construção do modelo:

- (A) que o reajuste e o recebimento dos salários se realizem em intervalos discretos, em contraste com o contínuo crescimento do índice geral de preços;
- (B) que exista mais de um recebimento entre os reajustes;
- (C) que a taxa de inflação seja positiva e uniforme ao longo do ciclo;
- (D) que não existam, a princípio, ativos financeiros pós ou pré-fixados;
- (E) que não existam, a princípio, bens de consumo duráveis ou estocáveis;
- (F) que os trabalhadores, tal como em Kalecky (1939), não poupem e não disponham de acesso ao crédito;
- (G) que a compra dos bens de consumo se dê pontualmente no início de cada período, isto é, na data de recebimento dos salários.

As condições (A), (B) e (C) são conjuntamente necessárias para a ocorrência da declividade do fluxo de salários reais ao longo do ciclo, sem o qual o modelo perderia o sentido. Os efeitos da quebra das hipóteses (B) e (C) são, respectivamente, captados através das primeiras coluna e linha da Tabela 7. As suposições (D) a (F) implicam, por definição, que qualquer transferência de poder de consumo ao longo do tempo seja exclusivamente realizada por intermédio de ativos monetários, enquanto a conjunção das hipóteses (F) e (G) permite o tratamento isolado do ciclo intra-reajustes não só em relação a considerações que envolvam intervalos de tempo de maior e menor duração, bem como frente a outros ciclos da mesma natureza.

Os planos de consumo vão estar expressos em termos reais, e não em termos nominais. Afinal, a satisfação é diretamente obtida a partir do consumo do bem, e não a partir do gasto monetário nominal efetuado na sua aquisição. Dessa forma, todas as relações aqui deduzidas serão homogêneas de grau zero em relação ao nível geral de preços, afastando-se, portanto, *a priori*, a possibilidade de ocorrência de ilusão monetária por parte dos agentes.

Em termos da função objetivo, normalmente se define uma função utilidade isoelástica bem-comportada e se obtém como resultado fundamental a estabilização (*smoothing*) do padrão intertemporal de consumo. Entretanto, a fim de melhor capturarmos a essência de nossos resultados, adotaremos uma formulação bastante simplificada, em que admitimos que o nosso agente representativo deseja realizar consumo real máximo, embora absolutamente estável ao longo do tempo. Tal comportamento caracteriza, na teoria dos jogos, a estratégia individual mais defensiva possível em relação ao padrão intertemporal de consumo, visto como um todo. Essa aplicação da conhecida função *MáxMin* é encontrada abaixo:

$$(1) \quad \text{MÁX} [\text{MÍN}(C_{r_1}, C_{r_2}, \dots, C_{r_n})]$$

onde  $C_{r_i}$  = consumo real esperado para o  $i$ -ésimo período, expresso a preços do começo do ciclo.

A função objetivo (1) embute uma elasticidade de substituição nula entre o consumo dos diversos períodos, o que reflete uma opção de simplificarmos a análise.<sup>27</sup> Na verdade, na sua formulação mais genérica, o processo de nivelamento intertemporal do padrão de consumo (*smoothing*) se daria em função de as utilidades marginais entre os diversos períodos serem positivas, embora decrescentes. Nesse caso, estaríamos implicitamente supondo que os agentes valorizam, de maneira contínua, uma maior dispersão do padrão de consumo real ao longo do tempo. Por exemplo,<sup>28</sup> no caso de horizonte de planejamento de dois períodos, seria preferível consumir 50 unidades a cada período a consumir 25 num período e 75 no outro, que, por sua vez, seria melhor que concentrar o consumo todo em um dos períodos, e assim por diante.

A função (1) é também um caso particular de preferências homotéticas, amplamente difundidas na literatura clássica sobre a função consumo, em que a razão entre o consumo de cada período e o de todos os períodos independe do total de recursos envolvidos. Em termos geométricos, o formato da função de utilidade independe do nível de utilidade, implicando um caminho de expansão linear em relação a deslocamentos paralelos da restrição orçamentária dos consumidores.

A combinação das hipóteses (A) a (G) nos leva à restrição orçamentária (2):

$$(2) \quad nW = C_{n1} + C_{n2} + \dots + C_{nn}$$

onde  $W$  = salário nominal recebido a cada período;

$C_{ni}$  = consumo nominal esperado para o  $i$ -ésimo período.

Resolvendo (1) e (2) simultaneamente, obtemos (3), cuja dedução, passo a passo, é encontrada no Apêndice A, ao final do capítulo:

$$(3) \quad C_{ni} = \frac{n\pi}{(1 + \pi)^n - 1} W = dW$$

onde  $\pi$  = taxa de inflação periódica esperada;

$d$  = efetiva propensão marginal a consumir em relação à renda real de pico.

O coeficiente  $d$  da expressão (3) procura captar a parcela da renda de pico efetivamente defendida e, portanto, consumida a cada período.<sup>29</sup> Esse coeficiente sintetiza a ação de dois efeitos distintos e adversos da taxa de inflação sobre o padrão real de consumo do trabalhador. Um deles seria a intensificação do mecanismo de poupança forçada, que o trabalhador inevitavelmente sofre num regime de indexação imperfeita, como o de recomposição periódica de pico quando a inflação se acelera. O outro decorre exclusivamente da declividade do fluxo de salários reais, intrínseca a essa específica modalidade de indexação assumida, tendo em vista a estabilização do padrão intertemporal de consumo entre os períodos de recebimento da renda. Como, por hipótese, somente ativos monetários sujeitos à corrosão do imposto inflacionário são utilizados na transferência do poder de consumo entre períodos, observamos a ação de outro efeito cumulativo da inflação sobre o poder de compra da renda assalariada ao longo do ciclo. Na verdade, esse último efeito da intensificação do processo inflacionário sobre a incidência do imposto inflacionário possui duas facetas: de um lado, maior inflação — ao aumentar o gradiente negativo do fluxo de caixa de nosso agente representativo — gera maior necessidade de retenção real de ativos monetários para a transferência de poder de compra dos períodos iniciais em direção aos períodos finais do ciclo; por outro lado, aumenta o imposto inflacionário atuante sobre cada unidade de ativo monetário retido.

A Tabela 8 apresenta o efeito redutor total da inflação sobre o poder aquisitivo e sobre o consumo do trabalhador no ciclo intra-reajustes em cenários realistas de taxa de inflação e de periodicidades das recomposições de pico.

TABELA 8  
**Propensão marginal a consumir da renda real de pico  
com ativos indexados (d)**

TAXA DE INFLAÇÃO PERIÓDICA (%)	PERIODICIDADE ENTRE OS REAJUSTES			
	1 MÊS	3 MESES	6 MESES	12 MESES
0	1,00	1,00	1,00	1,00
5	1,00	0,95	0,88	0,75
10	1,00	0,91	0,78	0,56
15	1,00	0,86	0,69	0,41
20	1,00	0,82	0,60	0,30
25	1,00	0,79	0,53	0,22



## 2.3 — A introdução de aplicações financeiras indexadas

Apesar de o modelo apresentado na seção anterior guardar importantes afinidades com o regime de indexação salarial vigente no período que antecede o Cruzado, a transposição das conclusões advindas da Tabela 8 para nossa experiência concreta inspira fortes cuidados. Isso porque não deixa alternativa a nosso agente representativo a não ser incorrer em pesadas perdas inflacionárias em decorrência da retenção de ativos monetários, descaracterizando o cunho defensivo da estabilização do padrão intertemporal de consumo.

A folclórica estória do caipira que alocava sua poupança sob a forma de dinheiro guardado debaixo do colchão não faz muito sentido no Brasil contemporâneo. O acelerado desenvolvimento do sistema de intermediação financeira no último quarto de século e a tumultuada convivência com taxas de inflação ascendentes induziram a um crescente movimento de fuga de ativos monetários por parte dos agentes em geral, principalmente no que se refere a horizontes de tempo de média e longa duração.<sup>30</sup> As populares cadernetas de poupança são aplicações perfeitamente ajustadas à operação desse modelo em uma economia com recomposições semestrais de pico e recebimentos mensais de salário. Em função disso, flexibilizaremos a hipótese (D) e introduziremos o uso de aplicações financeiras indexadas no modelo.

A possibilidade de acesso aos ativos financeiros indexados e a suposição de constância da taxa de juros futura transformam a restrição orçamentária intertemporal (2) em:

$$(4) \quad \sum_{i=1}^n \frac{W}{(1+r_n)^{i-1}} = \sum_{i=1}^n \frac{C_{ni}}{(1+r_n)^{i-1}}$$

onde  $r_n$  = taxa de juros nominal esperada.

Resolvendo (1) e (4) simultaneamente, chegamos à expressão (5), cuja dedução, passo a passo, é encontrada no Apêndice B.

$$(5) \quad C_{ni} = \frac{[(1+r_n)^n - 1][(1+r_r)^{n-1}]r_r}{[(1+r_n)^{n-1}]r_n[(1+r_r)^n - 1]} W = hW$$

onde  $r_r$  = taxa de juros real esperada;

$h$  = efetiva propensão marginal a consumir em relação à renda real de pico obtida dentro das novas especificações do modelo.

O coeficiente  $h$  da expressão (5) procura captar a parcela da renda de pico efetivamente defendida e, portanto, consumida a cada período.<sup>31</sup> Algumas simulações para o valor desse coeficiente obtidas para uma taxa de juros real nula em diversos cenários de taxas de inflação e de periodicidade entre os reajustes salariais são encontradas na Tabela 9.

A mecânica do modelo é bastante simples: o implícito descompasso entre receitas e despesas do assalariado-consumidor, respectivamente captadas pela inclinação negativa do fluxo de salários reais e pelo desejo de estabilidade do padrão de consumo real, gera a necessidade de transferência de poupança da primeira metade do ciclo para os meses subseqüentes. Supondo, por exemplo, um regime

TABELA 9  
**Propensão marginal a consumir da renda real de pico  
 com ativos indexados (h)**

TAXA DE INFLAÇÃO PERIÓDICA (%)	PERIODICIDADE ENTRE OS REAJUSTES			
	1 MÊS	3 MESES	6 MESES	12 MESES
0	1,00	1,00	1,00	1,00
5	1,00	0,95	0,89	0,81
10	1,00	0,91	0,80	0,62
15	1,00	0,88	0,73	0,52
20	1,00	0,84	0,67	0,44
25	1,00	0,81	0,62	0,39

de recomposição semestral de pico com recebimentos mensais dos salários, o trabalhador pouparia o excedente de sua renda em relação ao nível de consumo real desejado nos três primeiros meses do semestre, visando zerar essas reservas antiinflacionárias ao longo dos três meses subseqüentes nos quais sua renda real estivesse abaixo da média semestral. Ou seja, como o consumo mensal é regido pela renda real média semestral, a propensão marginal a consumir em relação à renda do mesmo período é crescente ao longo do ciclo.

O modelo do ciclo intra-reajustes abre curiosa qualificação à idéia dos idealizadores do choque heterodoxo de que, se todos os salários fossem congelados na média de um dado período-base e a inflação futura fosse nula, os trabalhadores ficariam numa situação teoricamente equivalente à desse período-base. Na prática, porém, num contexto de taxas de juros reais positivas, os assalariados poderiam não só estabilizar o padrão de recebimento de suas rendas totais ao longo do tempo via o uso de aplicações financeiras, como também obter uma renda financeira real positiva. Nesse caso, conseguiriam, pela aferição de taxa de juros real positiva, uma renda total, ou seja, a financeira e a não-financeira, superior à dada pelo choque heterodoxo, mesmo num contexto de inflação pós-estabilização nula. Em outras palavras, essa terapia antiinflacionária desconsidera uma lição básica de matemática financeira: num contexto de taxas de juros reais positivas, é preferível usufruir um fluxo de recebimentos decrescentes ao longo do tempo do que um estável, como o oferecido por um programa de estabilização heterodoxo extremamente bem-sucedido.

No caso brasileiro pré-Cruzado, importante característica institucional é a existência de cadernetas de poupança com capitalização mensal plenamente indexadas pelo índice de inflação defasado de um mês e rendendo uma taxa de juros real *ex-ante* fixa da ordem de 6% ao ano. Como a fonte básica de oscilações do rendimento real *ex-post* dessas aplicações provém exclusivamente de flutuações da taxa de inflação, a defasagem implícita dessa modalidade de indexação implica a ocorrência de adversos (favoráveis) Efeitos Fisher em épocas de alta (queda) da taxa de inflação. Como a condição indispensável para a implantação do plano heterodoxo seria a vigência de equilíbrio inflacionário, caracterizando um processo de inflação puramente inercial, a inexistência de Efeitos Fisher operantes sobre o rendimento real das cadernetas de poupança estaria garantida. Em outras palavras, nesse contexto institucional específico, a estabilidade da taxa de inflação implicaria necessariamente a existência de taxas de juros reais de aplicação positiva.<sup>32</sup>

## 2.4 — O comportamento da poupança ao longo do ciclo

O modelo acoplado da possibilidade de aplicações financeiras indexadas ganha bastante mais realismo em termos do contexto brasileiro pré-Cruzado. Em função disso, trabalharemos, de agora em diante, apenas com essa versão mais sofisticada do ciclo intra-reajustes. Uma possibilidade interessante do modelo do ciclo intra-reajustes seria a dedução de uma função poupança periódica com base no resíduo entre a renda real de cada período e os montantes respectivamente alocados em consumo corrente. O valor presente do fluxo de poupança de cada período, tomado como uma função exclusiva da renda nominal fixada ( $W$ ), da taxa de inflação ( $\pi$ ), da taxa de juros real ( $r_r$ ) e da periodicidade entre os reajustes ( $n$ ), é dado pela expressão (6):<sup>33</sup>

$$(6) S_i = \frac{W}{[(1 + \pi)(1 + r_r)]^{i-1}} - \frac{C_{ri}}{(1 + r_r)^{i-1}} = \left( \frac{1}{[(1 + \pi)(1 + r_r)]^{i-1}} - \frac{h}{(1 + r_r)^{i-1}} \right) W$$

onde  $S_i$  = valor presente do fluxo de poupança planejado para o  $i$ -ésimo período.

O somatório de 1 a  $j$  do valor presente do fluxo de poupança planejado, dado pela expressão (6), nos fornece o valor presente do estoque planejado de poupança acumulado desde o último reajuste salarial até o  $j$ -ésimo período:

$$(7) ES_j = W \sum_{i=1}^j \frac{1}{[(1 + \pi)(1 + r_r)]^{i-1}} - \frac{h}{(1 + r_r)^{i-1}}$$

onde  $j$  = sobcrito que se encontra entre 1 e  $n$ ;

$ES_j$  = valor presente do estoque de poupança acumulado até o  $j$ -ésimo período.

Os Gráficos 3 e 4 nos dão uma idéia visual da evolução dos níveis individuais do fluxo e do estoque de poupança ao longo de um ciclo intra-reajustes semestral com recebimentos salariais mensais para uma taxa de juros real nula e uma inflação mensal de 15%.

Finalmente, se admitimos uma distribuição intertemporal uniforme dos reajustes salariais e salários iguais entre os diferentes trabalhadores da economia, o estoque médio de poupança por cada trabalhador num dado instante do tempo se confunde necessariamente com o estoque médio de cada trabalhador ao longo do ciclo. A expressão para o estoque médio de poupança, obtida diretamente a partir de (7), é a seguinte:

$$(8) ES_{me} = \frac{W \sum_{i=1}^n ES_i}{n}$$

onde  $ES_{me}$  = estoque real médio planejado de poupança acumulado ao longo de todo o ciclo.

A conclusão mais forte deduzida do modelo do ciclo intra-reajustes é que, numa economia com inflação crônica e com recomposições periódicas de pico numa frequência superior a um período de recebimento de renda, os assalariados mantêm um estoque médio de poupança para compensar as defasagens existentes entre os fluxos de receita e despesa inerentes a esse contexto.

GRÁFICO 3  
Fluxo periódico de poupança como proporção  
da renda real de pico

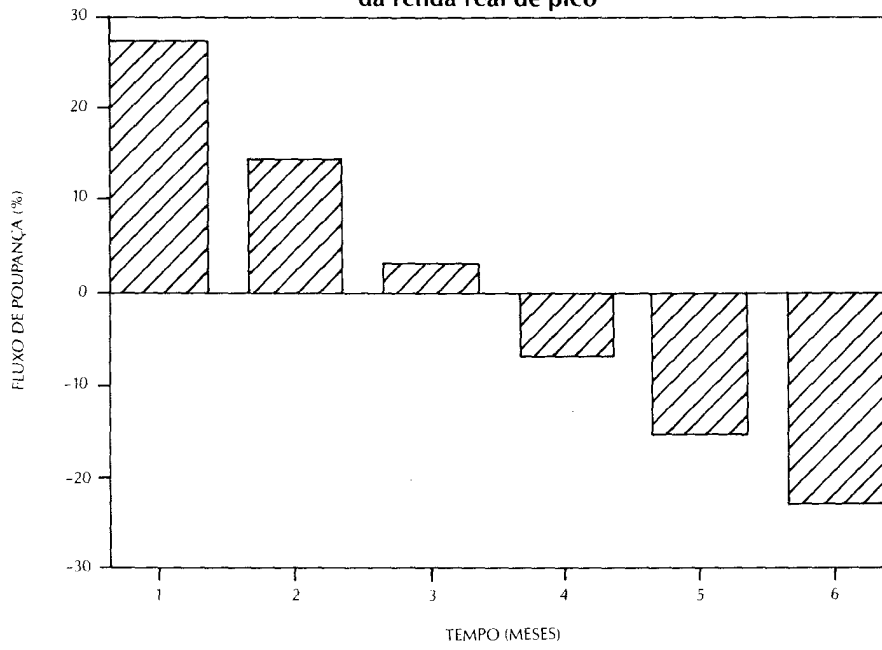
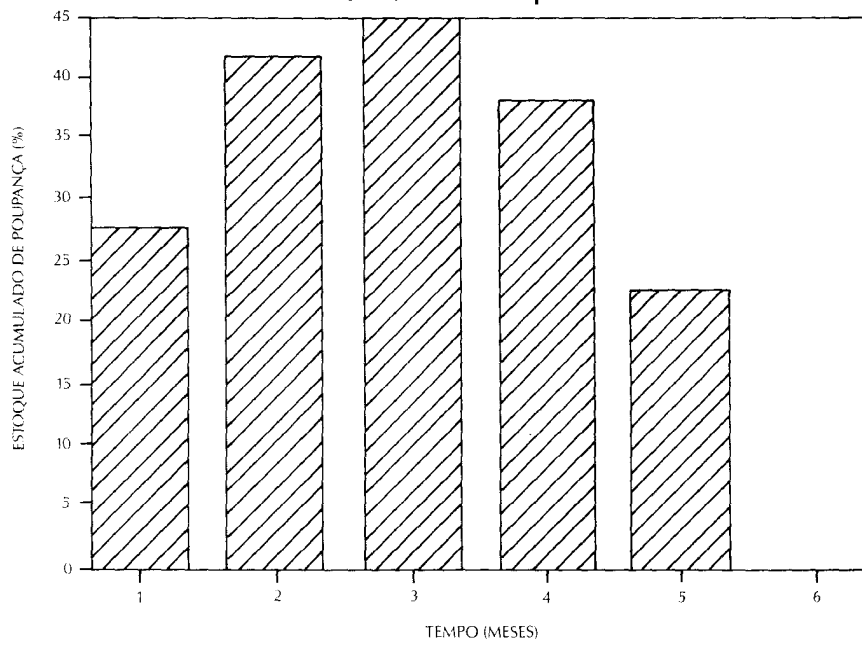


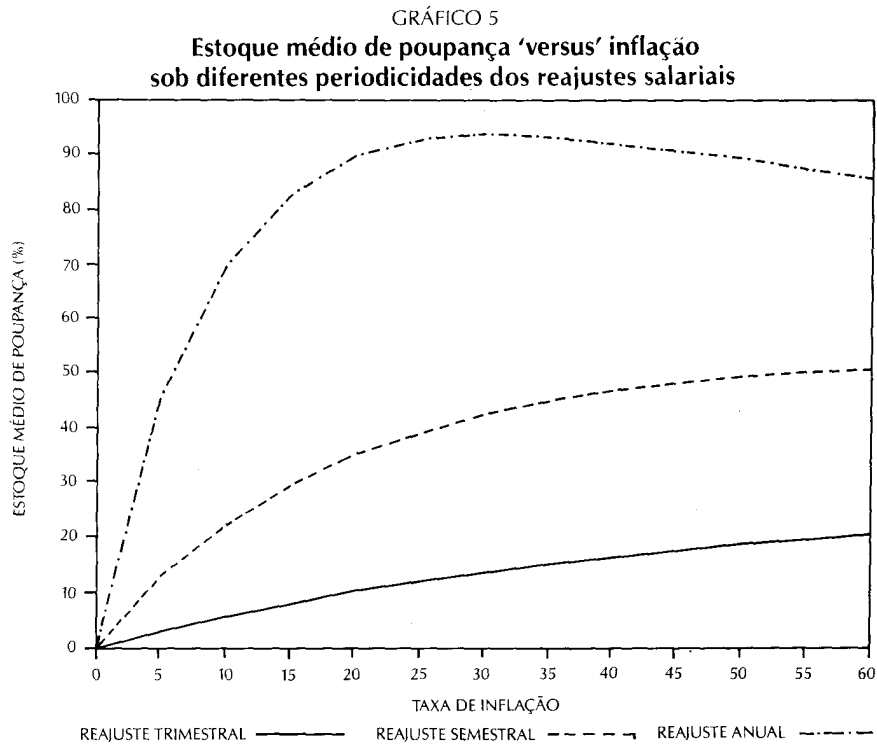
GRÁFICO 4  
Estoque acumulado de poupança como proporção  
da renda real de pico



Uma primeira questão de interesse é analisar o efeito de oscilações da taxa de inflação sobre o estoque real médio de poupança intra-reajustes para um dado regime de indexação salarial. Ilustramos no Gráfico 5, simulado a partir da expressão (8), algumas curvas — cada uma se referindo a dada periodicidade entre as recomposições de pico — que nos fornecem a relação entre a razão estoque médio de poupança intra-reajustes-salário real de pico e a expectativa do patamar inflacionário a ser mantido para uma taxa de juros real nula ( $r_r = 0$ )

Outro ponto importante é avaliar o impacto de mudanças nas regras de indexação salarial sobre o estoque de poupança retido para os fins de nosso modelo. No cenário irrealista em que essas mudanças nas regras de indexação sejam neutras em termos de taxa de inflação, a questão pode ser simplesmente respondida através de saltos verticais entre as curvas do Gráfico 5.<sup>34</sup> Entretanto, se considerarmos o salário real médio insensível a mudanças das cláusulas de indexação, procurando dessa forma captar impressionisticamente o normal poder de mercado das empresas numa economia capitalista oligopolizada, a determinação do estoque médio de poupança intra-reajustes se torna mais complexa e interessante.

Na verdade, os efeitos finais de uma mudança da periodicidade dos reajustes salariais sobre o estoque médio de poupança intra-reajustes resultam da interação de duas tendências atuantes em direções opostas. De um lado, uma redução da periodicidade das recomposições periódicas de pico levaria a uma dada taxa de inflação, a uma redução do descompasso entre receitas e despesas no fluxo de caixa do trabalhador-consumidor — na medida em que acarretaria maior ni-

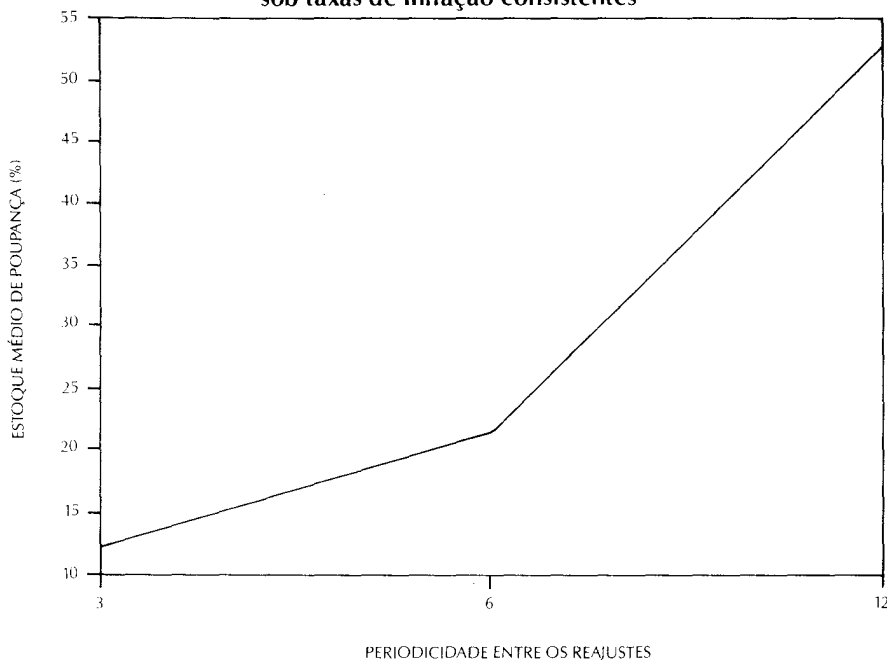


velamento intertemporal do fluxo de salários — e, conseqüentemente, a uma redução das necessidades de poupança intra-reajustes. Por outro lado, aumento do grau de indexação da economia acarreta, via de regra, paulatina aceleração inflacionária, responsável por um maior declive no fluxo de salários e aumentos do movimento poupador-despoupador e do estoque médio de poupança retido ao longo do ciclo.

No Gráfico 6, observamos a interação das duas tendências antagônicas anteriormente citadas. Isto é, apresentamos a relação entre a razão estoque médio de poupança-salário real de pico e três casos de periodicidade dos reajustes — trimestral, semestral e anual —, todos consistentes com o mesmo nível médio de salário real ao longo do ciclo.

A contraposição do efeito redução da periodicidade ao efeito aumento da taxa de inflação revela ainda impactos negativos bastante significativos sobre o estoque médio desejado de poupança intra-reajustes. Parte da lógica presente na fuga do estoque de riqueza financeira em direção aos bens de consumo ocorrida não só após a implantação do Plano Cruzado, como também após a redução da periodicidade dos reajustes salariais de anual para semestral, em finais de 1979, pode ser percebida no replanejamento dos estoques individuais de poupança. Em ambos os contextos houve significativa redução das necessidades de poupança intra-reajustes, como conseqüência de maior estabilização do fluxo intertemporal de salários. Como resultado, os estoques de poupança intra-reajustes herdados do passado tenderiam a ser paulatinamente transformados em consumo corrente.<sup>35</sup>

GRÁFICO 6  
Estoque médio de poupança 'versus' periodicidade  
sob taxas de inflação consistentes



## 2.5 — Comparações, variantes e extensões

### 2.5.1 — Um enfoque de risco da interação entre a indexação salarial e a órbita financeira

A preocupação de analisar a interação dos mecanismos de indexação salarial e a órbita financeira da economia, observada no modelo do ciclo intra-reajustes, é também aumentada em Blinder (1976) e Liviatan (1983), cujas preocupações se referem às circunstâncias que levam a indexação salarial a constituir substituto perfeito para os títulos indexados, por não haver incentivo econômico à introdução desses ativos. A motivação de ordem prática por trás desses trabalhos é provar a inexistência de um mercado de títulos privados indexados nas principais economias desenvolvidas. Argumenta-se que a taxa marginal de substituição entre um valor pré-fixado recebido ao final do período e um valor fixo em termos reais, isto é, pós-fixado ou indexado, pode ser percebida como o equivalente real de certeza de um valor nominal recebido ao final do período. Considerando esse aspecto conceitual, o papel do mercado de títulos indexados seria o de permitir a equiparação da taxa marginal de substituição entre valores futuros pré e pós-fixados para os diferentes agentes da economia.

O ponto interessante e inovador explorado nesses modelos é que, numa economia composta unicamente de empresas e trabalhadores, as negociações em torno das cláusulas de indexação salarial representam modalidade alternativa ao mercado de títulos indexados, por permitir o nivelamento dessa taxa marginal de substituição entre valores nominais e reais futuros. É como se o esgotamento das possibilidades de troca entre valores pré e pós-fixados se realizasse nesse mercado alternativo, que assim substitui, no sentido econômico lato, o mercado de títulos indexados. Em suma, sob algumas hipóteses simplificadoras, é como se a implícita negociação entre valores monetários e indexados futuros na fixação das cláusulas de indexação salarial substituísse perfeitamente o mercado de títulos indexados. Dessa forma, “uma maior indexação salarial acarreta uma menor necessidade de indexação financeira” (Liviatan, *op. cit.*).

No contexto institucional em que o modelo do ciclo intra-reajustes foi concebido, podemos formular teorema semelhante a essa conclusão. Como, por construção, a única fonte de imperfeição das cláusulas de indexação salarial supostas no nosso modelo decorre de uma periodicidade entre os reajustes superior a um período, podemos parafrasear o mesmo argumento: “um maior grau de indexação da economia” — estritamente entendido como redução do período intra-reajustes — “acarreta menor necessidade de indexação financeira”, efeito esse captado pelo menor estoque médio de aplicações financeiras indexadas retidas ao longo do ciclo.<sup>36</sup>

## 2.5.2 — Variantes e extensões

A razão para a adoção da hipótese de expectativa de inflação invariável ao longo do ciclo é que ela facilita bastante a dedução formal e a condensação dos resultados do modelo numa relação funcional razoavelmente simples. Uma possível sofisticação seria a introdução de processos de revisão de expectativas inflacionárias a cada período. É bastante trivial demonstrarmos, por exemplo, que qualquer aceleração inflacionária ao longo do ciclo aumenta o nível desejado do estoque médio de poupança intra-reajustes. No entanto, devemos notar que a força desse modelo reside justamente em demonstrar a existência de um estoque de poupança positivo ligado a um processo de inflação puramente inercial, sem precisar lançar mão de possibilidades de oscilação ou de incertezas quanto ao curso do processo inflacionário.<sup>37</sup>

Em segundo lugar, a incorporação de acesso ao crédito por parte dos trabalhadores obviamente comprometeria a magnitude do estoque médio de poupança retido ao longo do ciclo. Entretanto, chamamos a atenção para o fato de que, mesmo prescindindo dessa absoluta restrição quantitativa de crédito, a então possível estabilização do fluxo intertemporal de consumo, através da tomada de empréstimos nos meses anteriores à recomposição periódica de pico, seria economicamente inconveniente aos assalariados. Em primeiro lugar, devido ao diferencial positivo entre as taxas de captação e as de empréstimos, aliado a questões de cunho tributário — despesas financeiras das pessoas físicas não serem dedutíveis do Imposto de Renda e o próprio incentivo fiscal gozado pelas aplicações em caderneta de poupança<sup>38</sup> —, em que a posição credora é, numa ótica de rentabilidade-alavancagem financeira, superior à devedora. Em segundo lugar, a tomada de empréstimos implica uma relativa perda de liquidez dos trabalhadores, isto é, as possibilidades de alteração dos níveis de consumo futuro ficariam mais comprometidas. E, por último, observaríamos incremento de fragilidade financeira desses agentes frente a oscilações inflacionárias. Dessa forma, mesmo relaxando a restrição absoluta de crédito, os trabalhadores revelariam preferência pelas aplicações financeiras líquidas como opção defensiva mais eficiente na estabilização do padrão intertemporal de consumo.

Outra ampliação relevante do modelo do ciclo intra-reajustes é a introdução de bens de consumo duráveis e estocáveis. Tal inovação ampliaria consideravelmente as possibilidades de os consumidores-trabalhadores compensarem o implícito descompasso existente entre o recebimento de renda e o seu respectivo desejo de consumo. Um primeiro aspecto a ser considerado é a dissociação entre o ponto de vista de fluxo de caixa e o de regime de competência no escopo das despesas de consumo geradas pela introdução desses bens. Sob a ótica do fluxo de caixa, o gasto em consumo se dá no ato de quitação do pagamento do bem, enquanto sob a ótica do regime de competência o consumo propriamente dito ocorre simultaneamente ao uso do bem. Em termos conceituais, a parcela de bens duráveis e estocáveis adquirida e não diretamente consumida no período pode ser encarada como uma espécie de poupança em que a tônica seria o postergamento do poder de consumo para o futuro. Dessa forma, a compra de bens duráveis pode ser considerada uma adição de estoques, enquanto o consumo efetivo seria o



responsável pela sua queda ou depreciação física. Por outro lado, a presença de imperfeições nos mercados de bens duráveis e estocáveis, traduzidas sob a forma de significativos custos de transação ou mesmo na completa inexistência de mercados secundários, é responsável pela perda de graus de liberdade no ato de compra desses bens. Na verdade, a introdução de estoques que durem mais de um período significa que as decisões passadas podem afetar as presentes da mesma forma que as presentes impingem restrições às decisões futuras.

A incorporação de bens duráveis e estocáveis ao modelo do ciclo intra-reajustes permitiria mais facilidades no suprimento das defasagens entre receitas e despesas de nossos agentes representativos, constituindo esses bens substitutos imperfeitos dos ativos financeiros na transferência intertemporal das possibilidades de consumo. Um dos fatores responsáveis pelo processo de substituição apenas imperfeito de bens duráveis e estocáveis em relação a outras formas alternativas de poupança decorre do enrijecimento do padrão intertemporal de consumo, advindo das falhas presentes nos mercados de duráveis e estocáveis. No próximo capítulo desenvolveremos um argumento formalizado com a presença de bens de consumo estocáveis. As principais conclusões dele originadas podem ser diretamente transplantadas ao contexto do ciclo intra-reajustes. Por enquanto, prevalece a idéia intuitiva de que, com a alocação de parcela de poupança sob a forma de bens duráveis e estocáveis, o estoque médio de aplicações financeiras para efeito do ciclo intra-reajustes sofre um revés que compromete parcialmente a magnitude dos resultados deduzidos.

Por fim, o abandono da hipótese que restringe o consumo à data de recebimentos dos salários será feito através do modelo do ciclo inter-recebimentos, a ser desenvolvido no próximo capítulo. O objeto básico de estudo nesse ciclo será justamente o comportamento instantâneo do consumidor no gasto efetivo da sua renda entre os períodos de recebimento. Assim, daremos continuidade ao enfoque adotado neste capítulo e no precedente de tratarmos as diversas inter-relações entre consumo e inflação isoladamente em seus respectivos horizontes relevantes de tempo.

## APÊNDICE A

### Modelo do ciclo intra-reajustes para agentes sem acesso a aplicações financeiras indexadas

Temos o seguinte modelo:

$$(1) \quad M\acute{A}X [M\acute{I}N (C_{n1}, C_{n2}, \dots, C_{nn})]$$

s.a.:

$$(2) \quad nW = C_{n1} + C_{n2} + \dots + C_{nn}$$

onde  $C_{ni}$  = consumo real planejado do  $i$ -ésimo período expresso a preços do primeiro período;

$W$  = salário nominal fixado;

$C_{ni}$  = consumo nominal planejado para o  $i$ -ésimo período;

$n$  = número de recebimentos salariais intra-reajustes.

A fim de compatibilizar (1) e (2), temos:

$$(3) \quad C_{ni} = C_{ni} \frac{P_{eti}}{P_{eti}}$$

onde  $P_{eti}$  = índice geral de preços esperado para o  $i$ -ésimo período.

Expressando a razão  $\frac{P_{ei}}{P_{e1}}$  encontrada em (2), em termos da taxa de variação:

$$(4) \quad \frac{P_{ei}}{P_{e1}} = (1 + \pi_i)$$

onde  $\pi_i$  = à expectativa de taxa de inflação acumulada entre o primeiro e o  $i$ -ésimo período.

Dada a hipótese de constância da taxa de inflação esperada ao longo do ciclo, podemos transformar (4) em:

$$(5) \quad \frac{P_{eti}}{P_{e1}} = (1 + \pi_i) = (1 + \pi)^i$$

onde  $\pi$  = taxa de inflação periódica esperada.

Substituindo (5) e (3) em (1):

$$(6) \quad M\acute{A}X \left\{ M\acute{I}N \left[ C_{n1}, \frac{C_{n2}}{(1 + \pi)^1}, \dots, \frac{C_{nn}}{(1 + \pi)^{n-1}} \right] \right\}$$

Explicitando (6) de outra forma:

$$(7) \quad C_{n1} = \frac{C_{n2}}{(1 + \pi)^1} = \dots = \frac{C_{nn}}{(1 + \pi)^{n-1}}$$

Substituindo (7) em (2):

$$(8) \quad nW = C_{n1} \sum_{i=1}^n (1 + \pi)^{i-1}$$

Trabalhando isoladamente o termo de somatório do lado direito de (8):

$$(9) \quad V = \sum_{i=1}^n (1 + \pi)^{i-1}$$

Desagregando (9):

$$(10) \quad V = 1 + (1 + \pi) + (1 + \pi)^2 + \dots + (1 + \pi)^{n-1}$$

Multiplicando ambos os lados de (10) por  $(1 + \pi)$ :

$$(11) \quad V(1 + \pi) = (1 + \pi) + (1 + \pi)^2 + \dots + (1 + \pi)^n$$

Subtraindo (11) de (10):

$$(12) \quad V - (1 + \pi)V = 1 - (1 + \pi)^n$$

Isolando  $V$ :

$$(13) \quad V = \frac{(1 + \pi)^n - 1}{\pi}$$

Igualando (13) e (9):

$$(14) \quad \sum_{i=1}^n (1 + \pi)^{i-1} = \frac{(1 + \pi)^n - 1}{\pi}$$

Substituindo (14) em (8) e isolando  $C_{r,t}$ , obtemos o termo que relaciona o consumo real periódico com a renda real de pico e a taxa de inflação:

$$(15) \quad C_{r,t} = \frac{n\pi}{(1 + \pi)^n - 1} W$$

Para simplificar a notação, denominaremos o fator multiplicador de  $W$  na equação (15) de  $d$ , que corresponde à efetiva propensão marginal a consumir da renda real de pico:

$$(16) \quad C_{r,t} = dW$$

## APÊNDICE B

### Introdução das aplicações financeiras indexadas no ciclo intra-reajustes

Temos o seguinte modelo:

$$(1') \quad M\acute{A}X [M\acute{I}N (C_{t1}, C_{t2}, \dots, C_{tn})]$$

s.a.:

$$(2') \quad W \sum_{i=1}^n \frac{1}{(1 + r_{ne})^{i-1}} = \sum_{i=1}^n \frac{C_{ni}}{(1 + r_{ne})^{i-1}}$$

onde  $r_{ne}$  = taxa de juros nominal esperada.

Do desenvolvimento de (3) a (7) no Apêndice A, traduzimos (1') em:

$$(3') \quad C_{n1} = \frac{C_{n2}}{(1 + \pi)^1} = \dots = \frac{C_{nn}}{(1 + \pi)^{n-1}}$$

Substituindo (3') em (2'):

$$(4') \quad W \sum_{i=1}^n \frac{1}{(1 + r_{ne})^{i-1}} = C_{n1} \sum_{i=1}^n \frac{(1 + \pi)^{i-1}}{(1 + r_{ne})^{i-1}}$$

Em (5') encontramos a definição de taxa de juros real:

$$(5') \quad r_{re} = \frac{(1 + r_{ne})}{(1 + \pi)} - 1$$

onde  $r_{re}$  = taxa de juros real esperada.

De (5') e (4') obtemos:

$$(6') \quad W \sum_{i=1}^n \frac{1}{(1 + r_{ne})^{i-1}} = C_{n1} \sum_{i=1}^n \frac{1}{(1 + r_{re})^{i-1}}$$

Isolando os termos de somatório do lado esquerdo e direito de (6'), respectivamente, em (7') e (8'):

$$(7') \quad K = \sum_{i=1}^n \frac{1}{(1 + r_{ne})^{i-1}}$$

$$(8') \quad L = \sum_{i=1}^n \frac{1}{(1 + r_{re})^{i-1}}$$

Desagregando (7'):

$$(9') \quad K = 1 + \frac{1}{(1 + r_{ne})^1} + \dots + \frac{1}{(1 + r_{ne})^{n-1}}$$

Multiplicando ambos os lados de (9') por  $(1 + r_{ne})$ :

$$(10') \quad K(1 + r_{ne}) = (1 + r_{ne}) + 1 + \frac{1}{(1 + r_{ne})^1} + \frac{1}{(1 + r_{ne})^2} + \dots + \frac{1}{(1 + r_{ne})^{n-2}}$$

Subtraindo (9') de (10') temos:

$$(11') \quad Kr_{nc} = (1 + r_{nc}) - \frac{1}{(1 + r_{nc})^{n-1}}$$

De (11') obtemos:

$$(12') \quad K = \frac{(1 + r_{nc})^n - 1}{(1 + r_{nc})^{n-1} r_{nc}}$$

Por analogia ao desenvolvimento de (7'), sabemos que (8') corresponde a:

$$(13') \quad L = \sum_{i=1}^n \frac{1}{(1 + r_{re})^{i-1}} = \frac{(1 + r_{re})^n - 1}{(1 + r_{re})^{n-1} r_{re}}$$

Substituindo (13') e (12') em (6'), obtemos:

$$(14') \quad W \frac{[(1 + r_{nc})^n - 1]}{(1 + r_{nc})^{n-1} r_{nc}} = \frac{[(1 + r_{re})^n - 1]}{(1 + r_{re})^{n-1} r_{re}} C_{rl}$$

Isolando  $C_{rl}$ :

$$(15') \quad C_{rl} = \frac{[(1 + r_{nc})^n - 1] (1 + r_{re})^{n-1} r_{re}}{(1 + r_{nc})^{n-1} [(1 + r_{re})^n - 1] r_{nc}} W$$

Denominando o termo multiplicativo de  $W$  no lado esquerdo de (15') de  $h$ , obtemos:

$$(16') \quad C_{rl} = hW$$



## 3. O ciclo intra-recebimentos

---

### 3.1 — Introdução

Existe uma longa discussão sobre se as emissões monetárias causam inflação ou vice-versa. No entanto, a despeito da controvérsia acerca da endogenidade do estoque monetário ou mesmo das possíveis causas da inflação, o fato é que o próprio desenrolar do processo inflacionário pode abrir espaço ao governo para se financiar, emitindo mais moeda. Esse efeito de altas na taxa de inflação depende, na verdade, da intensidade relativa de dois movimentos antagônicos, a saber: primeiramente, o imposto inflacionário erode os saldos monetários anteriormente acumulados pelos agentes privados, abrindo, a princípio, espaço para novas emissões. Mas, por outro lado, a lógica defensiva desses mesmos agentes os leva a economizar a quantidade real de moeda utilizada à medida que o processo inflacionário avança, compensando, pelo menos parcialmente, a primeira situação. Em suma, o impacto de uma aceleração inflacionária sobre a capacidade de financiamento monetário do governo dependeria basicamente do estoque real de moeda previamente acumulado e da ação economizadora dos agentes quanto aos níveis de encaixes reais desejados.

A emissão primária de moeda, independentemente de ser causa ou consequência da inflação, é fonte básica de financiamento do governo. Na verdade, a essência da clássica interpretação monetarista do processo inflacionário surge a partir da interação dessa proposição tautológica com a direção de causalidade implícita na teoria quantitativa da moeda, segundo a qual variações na oferta monetária causam e, portanto, precedem as oscilações do nível geral de preços. Tudo se passa como se o governo, conscientemente, calibrasse a taxa de emissão monetária e, indiretamente, o comportamento do nível geral de preços, de forma a maximizar a arrecadação de imposto inflacionário. Nesse sentido, o recolhimento de *seigniorage* daí advindo seria o objetivo básico da estratégia inflacionista governamental.<sup>39</sup>

Apesar de a preocupação com o fenômeno de desmonetização inerente a uma economia em aceleração inflacionária ter sido inicialmente manifestada em

modelos de inflação de cunho monetarista, a busca do entendimento dos efeitos do imposto inflacionário sobre a economia não fica circunscrita a essa escola. Observamos diversos trabalhos teóricos de inspiração estruturalista<sup>40</sup> voltados não para os efeitos retroalimentadores do imposto inflacionário sobre o nível geral de preços, mas para os efeitos de quantidade dele derivados.<sup>41</sup> Esses autores dão natural extensão à análise do mecanismo de poupança forçada, centrando-se nos impactos de oscilações da taxa de inflação pelas vias do imposto inflacionário sobre a distribuição de renda e o nível de demanda agregada. A idéia é que flutuações abruptas da taxa de inflação geram bruscas transferências de renda entre os portadores de ativos e passivos monetários, afetando logicamente também — no caso de haver diferenciação da propensão a gastar entre esses dois grupos de agentes — o nível de consumo e de demanda agregada. De maneira análoga à abordagem monetarista, teríamos na figura do governo central o papel de emissor básico de passivos monetários e, portanto, o maior beneficiário da arrecadação de imposto inflacionário. Em casos de aceleração da inflação, observaríamos automática redistribuição de renda dos portadores privados de moeda para o governo. Se a tendência a despendar os recursos disponíveis fosse maior no segmento privado, a demanda agregada sofreria necessariamente queda.

O objetivo central deste capítulo é formular um modelo de demanda por ativos transacionais segundo a linha determinística inaugurada por Baumol (1952) e Tobin (1956), com características institucionais pertinentes à experiência brasileira recente. Visamos basicamente, através desse modelo, captar as alterações não só do comportamento financeiro de consumidores de níveis de renda diferenciados, bem como do poder de compra final de suas respectivas rendas num contexto de transição inflacionária. Dessa forma, estamos especificamente sintonizados numa frequência mais ao gosto estruturalista, em que as inter-relações de curtíssimo prazo entre inflação, imposto inflacionário, distribuição de renda e consumo ocupam lugar de destaque.

O plano do capítulo é o seguinte: na segunda seção, procuraremos situar em termos genéricos a discussão sobre o imposto inflacionário e a fuga da moeda, analisada em suas diferentes modalidades. Na terceira seção, caracterizaremos a função objetivo das unidades familiares e o espectro de ativos de curto prazo potencialmente disponíveis a esse grupo. Na quarta seção, faremos a dedução formal propriamente dita do modelo, enquanto nas duas seções finais daremos destaque não só ao impacto das flutuações da taxa de inflação e do nível de renda individual sobre o lucro (prejuízo) financeiro obtido, como também ao imposto inflacionário incorrido e à composição da carteira de ativos retidos para fins transacionais.

### **3.2 — As diferentes modalidades de fuga da moeda**

O fenômeno inflacionário pode ser entendido, de maneira bem genérica, como um contínuo processo de deterioração e, conseqüentemente, de substituição da moeda em suas funções mais essenciais. De um lado, a perspectiva heterodoxa centra suas considerações sobre a inflação na perda do papel desempenhado pela moeda como unidade de conta. Toda a literatura que versa sobre a adoção de cláu-



sulas formais e informais de indexação e seus efeitos retroalimentadores sobre a taxa de inflação pode ser incluída nesse grupo. Por outro lado, a discussão monetarista busca compreender a dinâmica inflacionária a partir de outros comportamentos defensivos por parte dos agentes, para os quais a busca de proteção contra o imposto inflacionário constitui a principal força motriz do processo de fuga da moeda. A desmonetização monetarista se volta para o processo de substituição da moeda nas funções de meio de troca e, principalmente, na de reserva de valor por outros ativos alternativos, como mecanismo básico de defesa e de realimentação inflacionária. Nos textos que versam sobre a questão, encontramos, basicamente, quatro modalidades de fuga da moeda.

A antecipação das compras e a conseqüente estocagem de bens constituem, provavelmente, a maneira mais instintiva de proteção contra o imposto inflacionário por parte dos consumidores. O clássico exemplo de antecipação das despesas de consumo ao longo do tempo talvez seja o mencionado por Keynes ao se referir ao estranho hábito dos alemães de beber cerveja quente durante a hiperinflação dos anos 20. No caso brasileiro contemporâneo, as grandes compras de supermercado, realizadas logo após os recebimentos efetivos das rendas, constituem certamente o exemplo mais representativo dessa específica modalidade de fuga da moeda.

A substituição da moeda pelas chamadas *quase-moedas* que estejam protegidas da inflação é outra forma bastante relevante de economizar ativos monetários. Os clássicos exemplos de proliferação das casas de câmbio durante as episódicas hiperinflações européias da década de 20 e da crescente importância conferida ao dólar como reserva alternativa de valor nos recentes processos inflacionários observados em diversos países latino-americanos dão uma idéia clara da importância da *dolarização* como reação à exacerbação do curso inflacionário. O caso brasileiro recente foge bastante a essa tendência geral à *dolarização*, dada a existência de amplo mercado secundário de títulos públicos indexados por índices oficiais de inflação. As contas de *open-market* e *overnight*, lastreadas nesses títulos públicos, desempenham o papel de principais *quase-moedas* alternativas à moeda enquanto reserva de valor.<sup>42</sup>

As duas últimas modalidades de economizar moeda como reserva de valor estão ligadas a processos de inflação tipicamente explosivos. A proliferação de transações não-monetizadas, isto é, aquelas que prescindem da moeda de curso legal como meio de troca a fim de evitar qualquer contato com a moeda contaminada, seria uma das formas de desmonetização ligadas a inflações extremamente altas (ver Barro, 1970). Esse fato estaria mais relacionado à difusão de transações que se realizassem por intermédio da troca de mercadoria por um ativo alternativo (o dólar ou mesmo cigarros, como na hiperinflação alemã) do que propriamente à volta aos escambos e à problemática de indivisibilidades associadas a essas primitivas práticas transacionais.

A última defesa contra o imposto inflacionário se daria pelo encurtamento do período de recebimento da renda. Em Barro (1974) e Barro e Santomero (1972

e 1973), encontramos sólidos argumentos formais justificadores de mudança nas práticas de pagamento frente a oscilações da taxa de inflação. Segundo eles, reduções nos períodos de pagamento e recebimento, respectivamente do ponto de vista das empresas e de fatores de produção, minimizariam o descompasso entre receitas e despesa no fluxo de caixa de ambos os agentes, reduzindo as necessidades de uso de um meio de troca sujeito à corrosão inflacionária. As bruscas reduções dos períodos de pagamento nas hiperinflações européias podem ser citadas como exemplos clássicos desse canal de desmonetização da economia.

### 3.2.1 — A inércia e a irreversibilidade da função demanda por moeda

Explicitados os principais mecanismos de defesa contra o imposto inflacionário atuante sobre os ativos monetários, convém, por último, à luz desses elementos, mencionar duas características fundamentais das ações de fuga e de retorno à moeda em face, respectivamente, da ascensão e queda do processo inflacionário: a irreversibilidade e a inércia da função demanda por moeda.

A idéia de irreversibilidade se baseia no princípio de que a convivência com taxa de inflação em contínua aceleração leva os agentes gradualmente a economizar cada vez mais a quantidade de moeda utilizada; ao contrário, se a inflação baixar ao patamar inicial, *coeteris paribus*, os agentes acabarão retendo relativamente menos moeda que no primeiro momento, antes de experimentar o processo inflacionário, mesmo decorrido um lapso de tempo suficiente para os ajustes institucionais e comportamentais associados ao próprio processo de desinflação. Em outras palavras, a função demanda por moeda não seria só negativamente correlacionada à taxa de inflação, mas também à variável tempo, devido ao crescente processo de inovação financeira de nossas economias.

Além dessa inerente e irreversível tendência à economia dos encaixes monetários ao longo do tempo, observamos ainda certa inércia da demanda por moeda — no sentido de rigidez e não de assimetria — derivada de fatores de ordem institucional e comportamental. Em termos das quatro modalidades de fuga da moeda citadas, teríamos que o crescente processo de sofisticação de instrumentos financeiros em economias inflacionárias carrega em si certa inércia em relação a flutuações da taxa de inflação, na medida em que uma série de custos inerentes ao próprio movimento de inovação financeira possui natureza fixa ou não-recuperável (*sunk costs*),<sup>43</sup> sendo, portanto, irrelevante para a tomada de decisões futuras. Em outras palavras, como esses custos não seriam encontrados no numerador da relação custo-benefício dos ofertantes de instrumentos financeiros, observaríamos um efeito inibidor da diminuição da oferta desses produtos no cenário de desinflação.

As mudanças de periodicidade dos pagamentos realizados pelas empresas também funcionam como uma espécie de freio ao fluxo remonetizador associado a quedas da taxa de inflação. Finalmente, a inércia na troca de modalidades de transações de não-monetizadas pelas monetizadas, na substituição de bens de consumo antecipáveis por não-antecipáveis e na própria mudança de época das compras pode ser creditada à chamada defasagem de hábitos característica da moderna teoria do consumidor.<sup>44</sup>

### 3.3 — O ciclo intra-recebimentos

#### 3.3.1 — Introdução

Durante o intervalo de tempo entre os recebimentos de suas respectivas rendas (salários, dividendos, aluguéis etc.), os consumidores se vêem vulneráveis ao imposto inflacionário, recorrendo, em função disso, a diversas práticas defensivas. O problema básico enfrentado pelas unidades familiares nesse período é o de minimizar o prejuízo financeiro real derivado da administração de ativos destinados ao suprimento das defasagens existentes entre o recebimento das rendas e seu consumo ao longo do tempo. Como o nosso interesse específico está restrito ao comportamento das unidades familiares, as decisões que passam pelo âmbito das firmas — como a periodicidade de pagamento de salários ou de distribuição de dividendos, por exemplo — não serão consideradas.

O modelo aqui desenvolvido utiliza como arcabouço básico a abordagem de otimização de estoques na tradição Baumol-Tobin, mas incorpora explicitamente no espectro de ativos disponíveis aos consumidores características institucionais pertinentes à experiência brasileira recente. As principais inovações desse modelo são a imposição de uma restrição quantitativa de acesso às aplicações financeiras de curto prazo, vinculada ao nível de renda individual, e a introdução da dicotomia existente entre os bens de consumo estocáveis e os não-estocáveis como determinantes dos graus de liberdade desfrutados no processo de otimização financeira individual. No contexto de nosso modelo, a unidade familiar recebe sua renda no início do mês e a aloca a uma taxa uniforme entre os diferentes ativos para maximizar o lucro real (ou minimizar o prejuízo real), de modo a esgotá-la exatamente na véspera de seu próximo recebimento. Como o consumo instantâneo é supostamente constante, nossa preocupação se concentra em obter composição ótima dos ativos para consecução desse dado plano de consumo.

#### 3.3.2 — A caracterização dos ativos de curto prazo

As opções dos consumidores no tocante a ativos que transferem poder de compra ao longo desse ciclo são os seguintes:

- A moeda manual será considerada a única reserva de valor, desfrutando também da propriedade de meio de troca. Estaremos, portanto, supondo a existência de um meio de troca homogêneo e, implicitamente, nos abstraindo da diferenciação entre moeda manual e depósitos à vista no sistema bancário.<sup>45</sup> A moeda ( $M$ ) apresentará uma taxa de juros nominal bruta nula, rendendo, por conseguinte, uma taxa de juros real líquida ( $r_{rm}$ ) tão negativa quanto a taxa de inflação ( $\pi$ ).

$$(1) \quad r_{rm} = -\pi$$

onde:  $r_{rm}$  = taxa de juros real líquida conferida pela moeda;  
 $\pi$  = taxa de inflação periódica.

• Admitiremos também a possibilidade de utilização de um bem de consumo estocável como reserva temporária de valor, permitindo a dissociação entre o momento de compra e o efetivo ato de consumo desses bens.<sup>46</sup> Introduziremos, porém, um outro tipo de bem que pelo seu caráter altamente perecível não estaria sujeito a estocagem. Suporemos ainda que esses bens mantenham proporções fixas no orçamento de consumo familiar, representadas pela notação  $h$  no caso de bem estocável e  $(1-h)$  no caso de bem não-estocável.

Em suma, teremos no modelo dois tipos de bens de consumo, diferenciados de acordo com o grau de liberdade dos consumidores em decidir o momento de sua aquisição: os bens de consumo estocáveis ( $Q_1$ ) e os não-estocáveis ( $Q_2$ ). O indivíduo adquire suas mercadorias fazendo  $m_1$  viagens às lojas para compra de bens estocáveis e outras  $m_2$  viagens para a compra de bens não-estocáveis, sendo  $m_1$  e  $m_2$  números inteiros. O retorno nominal bruto conferido pela posse dos estoques de bens de consumo é independente de sua natureza e coincidirá com a taxa de inflação esperada ( $\pi$ ), gerando em ambos os casos uma taxa de juros real bruta nula ( $r_{qi}$ ).<sup>47</sup> É no custo de transação e de carregamento — sendo este o resultado da soma dos custos de estocagem e da própria depreciação física do bem — que estão caracterizadas as diferenças relevantes entre os dois tipos de bens: o bem estocável ( $Q_1$ ) apresentará custos de transação ( $B_{q1}$ ) e de carregamento ( $c_{q1}$ ) positivos, enquanto no caso do bem não-estocável ( $Q_2$ ) observaremos custo de transação nulo ( $B_{q2} = 0$ ) e custo de carregamento infinito ( $c_{q2} = \infty$ ), indicando a total inconveniência de sua armazenagem.

$$(2) \quad r_{q1} = r_{q2} = 0; m_1 \text{ e } m_2 \text{ são números inteiros}$$

$$(3) \quad c_{q1} > 0; c_{q2} = \infty$$

$$(4) \quad r_{rq1} = -c_{q1}; r_{rq2} = -c_{q2} = -\infty$$

$$(5) \quad B_{q1} > 0; B_{q2} = 0$$

onde  $r_{qi}$  = taxa de retorno real bruta do bem de consumo  $i$ ;  
 $m_i$  = número de viagens às lojas para compra do bem  $i$ ;  
 $c_{qi}$  = custo de carregamento real do bem de consumo  $i$ ;  
 $r_{rqi}$  = taxa de retorno real líquida do bem de consumo  $i$ ;  
 $B_{qi}$  = custo de transação entre moeda e bens de consumo.

• Finalmente, admitiremos como reserva de valor alternativa o uso de títulos de curto prazo ( $T$ ). O retorno real líquido ( $r_{rt}$ ) conferido por esses títulos é também representado pela diferença entre a taxa de juros real bruta ( $r_t$ ) e o seu real de carregamento ( $c_t$ ). As  $n$  transações entre moeda e títulos podem ser percebidas como  $n$  idas indivisíveis ao banco com custo unitário positivo ( $B_t > 0$ ).

$$(6) \quad r_{rt} = r_t - c_t$$

$$(7) \quad B_t > 0; n \text{ é inteiro,}$$

onde  $r_{rt}$  = taxa de retorno real líquida dos títulos;  
 $r_t$  = taxa de retorno real bruta dos títulos;  
 $c_{qt}$  = custo de carregamento real dos títulos;  
 $B_t$  = custo de transação entre títulos e moeda;  
 $n$  = número de viagens ao banco.

Entretanto, o acesso a essas aplicações financeiras estará condicionado à exigência de piso mínimo à renda não-financeira de nosso agente representativo. Esperamos, dessa forma, captar em nosso modelo importante aspecto institucional da experiência brasileira recente, o de que as camadas mais pobres não dispõem do acesso às defesas financeiras de curto prazo contra a inflação.

### 3.3.3 — Os estoques médios dos ativos de curto prazo

A hipótese de consumo real uniforme, ao longo do tempo, dos recursos dedicados ao consumo corrente ( $X$ ), aliada à de esgotamento desses recursos ao longo do ciclo, nos leva à seguinte relação:

$$(8) \quad 0.5X = \bar{T} + \bar{M} + \bar{Q}_1 + \bar{Q}_2$$

Dados o montante total consumido de bens em geral ( $X$ ) e a participação dos bens estocáveis ( $h$ ) no orçamento de consumo do agente representativo, em que  $hX$  corresponde ao exógeno fluxo de bens estocáveis consumidos ao longo de um ciclo intra-recebimentos, dividindo esse fluxo real periódico de compras pelo número de viagens para a compra desses bens ( $m_1$ ), obtemos a expressão da compra-padrão efetuada a cada viagem. Tobin (*op. cit.*) demonstra, num contexto teórico equivalente, através de engenhoso argumento gráfico, que o uniforme espaçamento das idas às lojas e a constância do valor de cada uma das compras correspondem ao comportamento econômico otimizador. Logo, dada a hipótese de uniformidade do consumo real ao longo do ciclo, o estoque médio de bens estocáveis retidos corresponderia a:

$$(9) \quad \bar{Q}_1 = 0.5hXm_1^{-1}$$

enquanto, por analogia, a expressão genérica representativa dos estoques reais dos bens de consumo do tipo 2 seria dada por:

$$(10) \quad \bar{Q}_2 = 0.5(1-h)Xm_2^{-1}$$

Recorrendo mais uma vez ao argumento tobiniano acima citado, o indivíduo faz durante o ciclo  $n$  retiradas iguais e uniformemente espaçadas de suas aplicações em títulos. Na primeira viagem ao banco, ele compra títulos. Nas  $n-1$  viagens subsequentes, ele vende títulos. Na primeira viagem, ele separa  $\frac{X}{n}$  de moeda e compra  $\frac{(n-1)}{n}X$  de títulos. Nas remanescentes  $n-1$  idas ao banco, ele também retira  $\frac{X}{n}$  de moeda, gastando imediatamente  $\frac{hX}{m_1}$  em mercadorias estocáveis e  $(1-h)\frac{X}{m_2}$  em mercadorias não-estocáveis. Portanto, logo após a ida ao banco, o agente retém um encaixe monetário inicial de  $\frac{X}{n} - \frac{hX}{m_1} - (1-h)\frac{X}{m_2}$ . Como analogamente aos outros estoques os encaixes monetários são gastos a uma taxa uniforme, obtemos a seguinte expressão para o estoque real médio da moeda:

$$(11) \quad \bar{M} = 0.5Xn^{-1} - 0.5hXm_1^{-1} - 0.5(1-h)Xm_2^{-1}$$

Finalmente, a real retenção na média de títulos dadas às expressões (8) a (11) corresponderia a:

$$(12) \quad \bar{T} = 0.5X - 0.5Xn^{-1}$$

### 3.4. — A dedução formal do modelo

A identidade do lucro financeiro real obtido na administração dos ativos transacionais é obtida multiplicando-se os retornos reais líquidos e os estoques reais médios dos diversos ativos em questão, deduzidos seus custos transacionais:

$$(13) \quad LF = r_{rt}\bar{T} + r_{rm}\bar{M} + r_{rq1}\bar{Q}_1 + r_{mq2}\bar{Q}_2 - nB_t - B_{q1}m_1 - B_{q2}m_2$$

onde  $r_{rt}$  = taxa de retorno real líquida dos títulos;

$T$  = estoque médio real de títulos;

$r_{rm}$  = taxa de retorno real líquida da moeda;

$M$  = encaixes monetários médios reais;

$r_{qi}$  = taxa de retorno real líquida do bem  $i$ ;

$Q_i$  = estoque médio real do bem  $i$ ;

$n$  = número de viagens ao banco;

$B_t$  = custo marginal de transação entre títulos e moeda;

$m_i$  = número de viagens às lojas para a compra do bem  $i$ ;

$B_{qi}$  = custo marginal de transação entre bens de consumo  $i$  e moeda.

Substituindo as equações (9) a (12), representativas dos estoques médios dos diversos ativos na definição do lucro financeiro acima, chegamos à expressão a ser otimizada e que é colocada como função explícita das exógenas e das variáveis de controle  $n$ ,  $m_1$  e  $m_2$ :

$$(14) \quad LF = r_{rt}0.5X(1 - n^{-1}) + r_{rm}0.5X [n^{-1} - hm_1^{-1} - (1 - h)m_2^{-1}] + \\ + r_{q1}0.5hXm_1^{-1} + r_{q2}(1 - h)Xm_2^{-1} - nB_t - B_{q1}m_1 - B_{q2}m_2$$

onde  $X$  = montante de consumo real realizado;

$h$  = parcela de bens de consumo estocáveis no orçamento de consumo do agente;

$1 - h$  = parcela de bens de consumo não-estocáveis no orçamento de consumo do agente;

$n$  = número de transações com títulos;

$m_1$  = número de transações com os bens estocáveis;

$m_2$  = número de transações com os bens não-estocáveis.

É preciso, entretanto, também restringir os estoques médios dos diversos ativos transacionais a valores não-negativos, a fim de preservar o significado econômico dos resultados obtidos no modelo. Aplicando as condições de não-negatividade nas expressões representativas dos estoques médios dos ativos transacionais, dadas pelas expressões (9) a (13), obtemos algumas restrições adicionais aos número de transações realizadas com os diversos ativos:

$$(15) \quad m_1 \geq 1$$

$$(16) \quad m_2 \geq 1$$

$$(17) \quad n \geq 1$$

Maximizando a função lucro financeiro em relação às variáveis de controle  $n$ ,  $m_1$  e  $m_2$ , sujeitas às restrições de valor e inteireza, para depois isolá-las das respectivas condições de primeira ordem, obtemos os seguintes valores ótimos:

$$(18) \quad n^* = [0.5X(B_t)^{-1} (r_{rt} - r_{rm})]^{0.5}; n \geq 1 \text{ e } n \text{ é inteiro}$$

$$(19) \quad m_1^* = [0.5hX(B_{q1})^{-1} (r_{rm} - r_{rq1})]^{0.5}; m_1 \geq 1 \text{ e } m_1 \text{ é inteiro}$$

$$(20) \quad m_2^* = [0.5(1-h)X(B_{q2})^{-1} (r_{rm} - r_{rq2})]^{0.5}; m_2 \geq 1 \text{ e } m_2 \text{ é inteiro}$$

Aplicando as restrições quanto ao número de transações com os diversos ativos, dadas pelas inequações (15) a (17), nas expressões representativas de seus respectivos valores ótimos, dadas pelas equações (18) a (20), obtemos ao fim a relação entre os valores das variáveis exógenas correspondentes às soluções interiores:

$$(21) \quad 0.5X(r_{rt} - r_{rm}) \geq B_t$$

$$(22) \quad 0.5hX(r_{rm} - r_{rq1}) \geq B_{q1}$$

$$(23) \quad 0.5(1-h)X(r_{rm} - r_{rq2}) \geq B_{q2}$$

Substituindo o número ótimo de transações com títulos ( $n^*$ ), bens de consumo estocáveis ( $m_1^*$ ) e bens de consumo não-estocáveis ( $m_2^*$ ) nas expressões representativas dos estoques médios dos diferentes ativos transacionais de curto prazo, obtemos finalmente os seus respectivos valores ótimos:

$$(24) \quad \bar{T} = 0.5X - [0.5B_t X(r_{rt} - r_{rm})^{-1}]^{0.5}$$

$$(25) \quad \bar{M} = [0.5B_t X(r_{rt} - r_{rm})^{-1}]^{0.5} - [0.5B_{q1} h X(r_{rm} - r_{rq1})^{-1}]^{0.5} \\ - [0.5B_{q2} (1-h) X(r_{rm} - r_{rq2})^{-1}]^{0.5}$$

$$(26) \quad \bar{Q}_1 = [0.5B_{q1} h X(r_{rm} - r_{rq1})^{-1}]^{0.5}$$

$$(27) \quad \bar{Q}_2 = [0.5B_{q2} (1-h) X(r_{rm} - r_{rq2})^{-1}]^{0.5}$$

As expressões (24) a (27) acima correspondem ao nível ótimo dos estoques reais médios dos diferentes ativos transacionais no caso mais genérico, em que o consumidor tem acesso aos títulos de curto prazo, isto é, quando o piso de renda mínimo para a realização dessas operações seria satisfeito ( $Y > Y_{min}$ ). É importante lembrar da suposição implícita no uso desses valores ótimos de que todas as desigualdades (15) a (17) estejam sendo obedecidas de forma estrita.

Em primeiro lugar, devemos lembrar que, no âmbito das soluções interiores, os estoques médios de cada ativo dependem das taxas de retorno, dos custos de transação próprios e de outros ativos diretamente substitutos, bem como do nível de consumo real realizado ao longo do ciclo, para o caso dos bens de consumo de suas respectivas participações no orçamento do consumidor. Ao contrário da clássica fórmula da raiz quadrada derivada por Baumol, a demanda por encaixes reais depende aqui não só do diferencial dos retornos líquidos existentes entre moeda e títulos, mas também do diferencial de retornos entre a moeda e cada uma das mercadorias. Dessa forma, em função do maior espectro de ativos transacionais

alternativos à moeda, a demanda por encaixes reais deixa de ser uma função unívoca do diferencial dos retornos entre moeda e títulos e passa a depender também de seus níveis absolutos.<sup>48</sup>

Na substituição das expressões (5), (4) e (3), respectivamente representativas do custo transacional unitário real ( $B_{q2} = 0$ ) e da taxa de retorno real líquida característica do bem perecível ( $r_{q2} = -\infty$ ) na equação (20), obtemos, conforme o esperado, um estoque nulo de bens não-estocáveis, resultado das infinitas viagens realizadas para a aquisição desses bens, ou seja:

$$(28) \quad \text{Como } m_2 = \infty \text{ então } Q_2 = 0$$

### 3.5 — Inflação e fuga da moeda

Certamente uma das questões mais relevantes que esse modelo se propõe responder é o impacto da oscilação da taxa de inflação no equilíbrio de carteira dos ativos transacionais. Para tanto, devemos substituir as expressões funcionais específicas das taxas de juros reais líquidas, dos custos reais de transação — dadas pelas expressões (1) a (7), nas equações dos níveis ótimos de estoques médios desses ativos — e do lucro financeiro de curto prazo para então tirar a derivada parcial em relação ao nível de inflação:

$$(29) \quad \frac{dI}{d\pi} = 0.5 [0.5B_1X(r_i - c_i + \pi + c_m)^{-3}]^{0.5} = +$$

$$(30) \quad \frac{dQ_1}{d\pi} = 0.5 [0.5B_{q1}hX(-\pi - c_m + c_{q1})^{-3}]^{0.5} = +$$

$$(31) \quad \frac{dQ_2}{d\pi} = 0.5 [0.5B_{q2}(1-h)X(-\pi - c_m + c_{q2})^{-3}]^{0.5} = 0^{49}$$

$$(32) \quad \begin{aligned} \frac{dM}{d\pi} &= 0.5 [0.5B_1X(r_i - c_i + \pi + c_m)^{-3}]^{0.5} \\ &\quad - 0.5 [0.5B_{q1}hX(-\pi - c_m + c_{q1})^{-3}]^{0.5} \\ &\quad - 0.5 [0.5B_{q2}(1-h)X(-\pi - c_m + c_{q2})^{-3}]^{0.5} = - \end{aligned}$$

$$(33) \quad \begin{aligned} \frac{dLF}{d\pi} &= [0.5B_1X(r_i - c_i + \pi + c_m)^{-1}]^{0.5} - [0.5B_{q1}hX(-\pi - c_m + c_{q1})^{-1}]^{0.5} \\ &\quad - [0.5B_{q2}(1-h)X(-\pi - c_m + c_{q2})^{-1}]^{0.5} = - \end{aligned}$$

Nessas derivadas parciais, consideramos as taxas de juros reais líquidas dos ativos alternativos à moeda constante, bem como os custos reais de transação e o consumo real de cada mercadoria. Nesse contexto, observamos clara mudança de composição da carteira transacional de moeda em direção aos títulos de curto prazo e aos bens de consumo estocáveis, assim como aumento do prejuízo financeiro incorrido no gerenciamento desses ativos. Sobre a avaliação da extensão desses efeitos na prática, as derivadas informam pouco. Assim, é conveniente atribuir valores estilizados às variáveis e aos parâmetros do modelo e recorrer ao uso de simulações:



TABELA 10  
Inflação e fuga da moeda

CENÁRIO BÁSICO PROJETADO									
X	1.000	Consumo real periódico total							
$r_{it}$	0,00%	Taxa de juros real líquida dos títulos							
$B_1$	22	Custo real de transação moeda-títulos e títulos-moeda							
$Y_{min}$	10 sal. min.	Piso mínimo de acesso aos títulos							
h	33,33%	Participação dos bens estocáveis no orçamento de consumo							
$r_{qr}$	-6,00%	Taxa de retorno real líquida das mercadorias							
$B_2$	2	Custo real de transação moeda-bem de consumo estocável							
$(1-h)$	66,67%	Participação dos bens não-estocáveis no orçamento de consumo							
TAXA DE INFLAÇÃO PERIÓDICA (%)	VARIÁVEIS ENDÓGENAS								
	n	$m_1$	$m_2$	T/X (%)	M/X (%)	$Q_1/X$ (%)	$Q_2/X$ (%)	II/X (%)	LF/X (%)
1	1	4	infinitas	0,00	45,83	4,17	0,00	0,46	-3,71
2	1	3	infinitas	0,00	44,44	5,56	0,00	0,89	-4,02
3	1	3	infinitas	0,00	44,44	5,56	0,00	1,33	-4,47
4	1	2	infinitas	0,00	41,67	8,33	0,00	1,67	-4,77
5	1	2	infinitas	0,00	41,67	8,33	0,00	2,08	-5,18
6	1	1	infinitas	0,00	33,33	16,67	0,00	2,00	-5,40
7	1	1	infinitas	0,00	33,33	16,67	0,00	2,33	-5,73
8	1	1	infinitas	0,00	33,33	16,67	0,00	2,67	-6,07
9	1	1	infinitas	0,00	33,33	16,67	0,00	3,00	-6,40
10	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	0,83	-6,43
11	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	0,92	-6,52
12	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,00	-6,60
13	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,08	-6,68
14	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,17	-6,77
15	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,25	-6,85
16	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,33	-6,93
17	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,42	-7,02
18	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,50	-7,10
19	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,58	-7,18
20	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,67	-7,27
21	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,75	-7,35
22	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,83	-7,43
23	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	1,92	-7,52
24	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	2,00	-7,60
25	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	2,08	-7,68
26	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	2,17	-7,77
27	2	1	infinitas	25,00	8,33	16,67	0,00	2,25	-7,79
28	3	1	infinitas	33,33	0,00	16,67	0,00	0,00	-7,80
29	3	1	infinitas	33,33	0,00	16,67	0,00	0,00	-7,80
30	3	1	infinitas	33,33	0,00	16,67	0,00	0,00	-7,80

Notação das variáveis endógenas:

- $n$  = Número de viagens ao banco.
- $m_1$  = Número de viagens às lojas para a compra de bens de consumo estocáveis.
- $m_2$  = Número de viagens às lojas para a compra de bens de consumo não-estocáveis.
- T/X = Participação do estoque médio de títulos no orçamento de consumo do agente
- M/X = Participação do estoque médio de moeda no orçamento de consumo do agente.
- $Q_1/X$  = Participação do estoque médio de bens de consumo estocáveis no orçamento.
- $Q_2/X$  = Participação do estoque médio de bens de consumo não-estocáveis no orçamento.
- II/X = Participação do imposto inflacionário incorrido no orçamento de consumo do agente.
- LF/X = Participação do lucro financeiro auferido no orçamento de consumo do agente.

Nessa simulação, uma aceleração inflacionária acarreta, de fato, fuga da moeda ( $\frac{M}{X}$  cai) e aumento do prejuízo financeiro relativo incorrido na administração dos ativos transacionais de curto prazo ( $\frac{PF}{X}$  sobe). A conseqüente corrida em direção aos ativos não-monetários ( $\frac{T}{X}$  e  $\frac{Q_1}{X}$  caem) é obviamente acompanhada de redução do número de viagens às lojas para a compra de estocáveis ( $m_1$  cai) e de idas mais freqüentes aos bancos para a realização de operações com títulos ( $n$  sobe), a fim de que maiores estoques médios desses ativos sejam retidos. A contínua queda do estoque médio de moeda se realiza até que a ocorrência de uma perfeita sincronização entre as transações com títulos e mercadorias (isto é, quando  $n = \frac{m_1}{h}$ )<sup>50</sup> elimine totalmente o uso da moeda enquanto reserva de valor e, conseqüentemente, isole o valor do lucro financeiro transacional dos efeitos da inflação.

### 3.6 — A regressividade do prejuízo financeiro de curto prazo

Inicialmente, é importante frisar que a variável fundamental na perspectiva de nosso consumidor representativo é o lucro financeiro total obtido na administração dos ativos transacionais, no qual o imposto inflacionário incorrido constitui apenas uma das partes determinantes. Ou seja, a função objetivo de nosso agente representativo não é minimizar o imposto inflacionário efetivamente pago, mas sim maximizar o lucro financeiro (ou minimizar o prejuízo financeiro) obtido no gerenciamento de todo o espectro de ativos transacionais disponíveis. Na verdade, a distinção relevante entre os regimes de alta e os de baixa inflação está no grau de importância conferida à órbita financeira da economia. Em alta inflação, observamos grande destaque à administração financeira de curto prazo, em que a tônica é a fuga da moeda. Entretanto, devem ser considerados na análise não só o benefício de se evitar o imposto inflacionário, como também os custos objetivos e subjetivos relacionados à adoção desses comportamentos defensivos.

Como já captamos pelos blocos de equações (24) a (27) e (29) a (32), o nível absoluto de consumo real constitui fundamental condicionante do nível desejado de estoques dos ativos transacionais e de suas respectivas sensibilidades frente a flutuações de variáveis exógenas, entre as quais, notadamente, as da taxa de inflação. Mesmo antes de entrarmos em considerações sobre dificuldades externas de acesso dos indivíduos de baixa renda aos títulos nesse ciclo, notamos importante economia de escala na administração dos ativos transacionais de curto prazo.

$$(34) \quad \frac{d\left(\frac{T}{X}\right)}{dX} = 0.5[0.5B_t X^{-3}(r_t - c_t + \pi + c_m)^{-1}]^{0.5} = +$$

$$(35) \quad \frac{d\left(\frac{Q_1}{X}\right)}{dX} = -0.5[0.5B_{q1} h X^{-3}(-\pi - c_m + c_{q1})^{-1}]^{0.5} = -$$

$$(36) \quad \frac{d\left(\frac{Q_2}{X}\right)}{dX} = -0.5[0.5B_{q_2}(1-h)X^{-3}(-\pi - c_m + c_{q_2})^{-1}]^{0.5} = 0^{51}$$

$$(37) \quad \frac{d\left(\frac{M}{X}\right)}{dX} = -0.5[0.5X^{-3}B_t(r_t - c_t + \pi + c_m)^{-1}]^{0.5} \\ + 0.5[0.5B_{q_1}hX^{-3}(-\pi - c_m + c_{q_1})^{-1}]^{0.5} \\ + 0.5[0.5B_{q_2}(1-h)X^{-3}(-\pi - c_m + c_{q_2})^{-1}]^{0.5} = ?$$

$$(38) \quad \frac{d\left(\frac{LF}{X}\right)}{dX} = 0.5X^{-3}\{[B_t(r_t - c_t + \pi + c_m)^{-1}]^{0.5} \\ - [B_{q_1}h(-\pi - c_m + c_{q_1})^{-1}]^{0.5} - [B_{q_2}(1-h)(-\pi - c_m + c_{q_2})^{-1}]^{0.5}\} = +$$

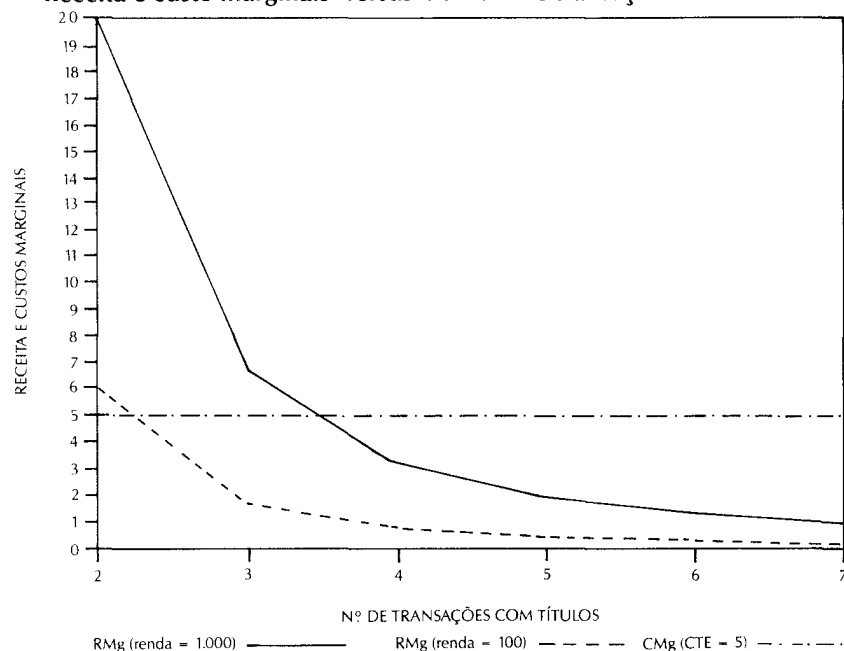
O bloco de equações (34) a (37) nos indica que, quando aumenta o nível de consumo individual ( $X$ ), aumenta a participação dos títulos no orçamento de consumo ( $\frac{T}{X}$ ) e diminui a dos bens de consumo ( $\frac{Q_1}{X}$ ), ficando a participação dos encaixes monetários ( $\frac{M}{X}$ ) na dependência dessas duas forças antagônicas. A existência de economias de escalas se explica pelo fato de os indivíduos com nível de consumo maior tenderem a reter relativamente mais os ativos mais rentáveis<sup>52</sup> e, conseqüentemente, a obter maior razão entre o lucro financeiro e seu respectivo orçamento de consumo ( $\frac{LF}{X}$ ), conforme demonstra a equação (38). Isso ocorre porque, enquanto o lado da receita marginal de cada transação com títulos e com bens depende positivamente do nível de consumo real, o custo marginal dessas respectivas transações é constante,<sup>53</sup> como se pode observar no Gráfico 7.

Outro fator que reforça a tendência favorável à eficiente administração financeira de curto prazo dos indivíduos de alta renda na experiência brasileira recente é a existência de uma relação positiva entre os montantes aplicados em títulos e as correspondentes taxas de juros reais conferidas pelo sistema financeiro. Ou seja, os indivíduos de renda mais alta tenderiam a receber melhores taxas nas suas aplicações financeiras, adicionando-se mais um fator de economia de escala ao lado das receitas financeiras líquidas dos agentes.<sup>54</sup>

Apesar da importância das restrições de preço citadas, a nossa opção será acoplar ao modelo desenvolvido uma limitação de caráter quantitativo ao uso de títulos de curto prazo. Na verdade, adotaremos outra modalidade de diferenciação de acesso às aplicações financeiras líquidas, também condicionada aos montantes em questão. Essa restrição vai operar de forma descontínua através da exigência de um piso mínimo para a renda não-financeira de nosso agente representativo, tal como a expressão (39) a seguir:

GRÁFICO 7

## Receita e custo marginais 'versus' número de transações com títulos



$$(39) \quad \begin{aligned} T &= 0 \text{ se } Y < \bar{Y}_{min} \\ T &\geq 0 \text{ se } Y \geq \bar{Y}_{min} \end{aligned}$$

onde  $\bar{Y}_{min}$  = piso mínimo de renda requerido para a obtenção de acesso aos títulos de curto prazo.

Se o agente não puder garantir um piso mínimo para sua renda não-financeira, o acesso aos títulos de curto prazo lhe é vetado. Esperamos, dessa forma, captar em nosso modelo importante aspecto institucional da experiência brasileira recente, em que as camadas mais pobres da população não dispõem do acesso a defesas financeiras contra a inflação no que se refere a horizontes de relativa curta duração, como os tratados no ciclo intra-recebimentos. Introduzindo formalmente a restrição representativa da diferenciação do acesso a títulos de curto prazo e derivando a nossa função objetivo para o caso de efetividade da restrição quantitativa,<sup>55</sup> dada por (39), para finalmente substituir os valores ótimos condicionados das variáveis de controle nas expressões representativas dos estoques médios dos diversos ativos transacionais, obtemos:

$$(40) \quad \bar{T} = 0$$

$$(41) \quad \bar{M} = 0.5 X - [(0.5 B_{q1} h X (r_m - r_{rq1})^{-1})^{0.5} - [0.5 B_{q2} (1-h) X (r_m - r_{rq2})^{-1}]^{0.5}]$$

$$(42) \quad \bar{Q}_1 = [0.5 B_{q1} h X (r_m - r_{rq1})^{-1}]^{0.5}$$

$$(43) \quad \bar{Q}_2 = [0.5 B_{q2} (1-h) X (r_m - r_{rq2})^{-1}]^{0.5} = 0^{56}$$

Tudo se passa como se o indivíduo fizesse apenas uma única viagem ao banco para sacar a totalidade de sua renda não-financeira. Assim, dado o infinito custo de carregamento dos bens não-estocáveis, a escolha da carteira de ativos transacionais retidos por esse agente restrito fica circunscrita à moeda e aos bens de consumo estocáveis. O impacto da restrição de acesso (39), no caso de sua efetividade, como pode ser percebido a partir da comparação das equações (24) a (27) com, respectivamente, as equações (40) a (43), é o de aumentar a participação da moeda na carteira de ativos do agente, deixando a participação dos bens de consumo inalterada. Observamos também tendência à queda do lucro financeiro de curto prazo, constituindo, nesse caso, o ótimo restrito uma posição obviamente inferior ao do ótimo global.

Outra consequência da efetividade da restrição de acesso aos títulos seria o de prejudicar o movimento de fuga da moeda em épocas de aceleração inflacionária, como pode ser percebido pelo bloco de equações (44) a (47),<sup>57</sup> a seguir:

$$(44) \quad \frac{dT}{d\pi} = 0$$

$$(45) \quad \frac{dQ_1}{d\pi} = 0.5[0.5B_{q1}hX(-\pi - c_m + c_{q1})^{-3}]^{0.5}$$

$$(46) \quad \frac{dM}{d\pi} = -0.5[0.5B_{q1}hX(-\pi + c_m + c_{q1})^{-3}]^{0.5}$$

$$(47) \quad \frac{dQ_2}{d\pi} = -0.5[0.5B_{q2}(1-h)X(-\pi + c_m + c_{q2})^{-3}]^{0.5} = 0$$

A operação desse efeito inibidor da restrição de acesso aos títulos pode ser melhor visualizada através da comparação direta das derivadas parciais do caso genérico (*não-rest.*) com a do caso restrito (*rest.*), encontrada adiante:

$$(48) \quad \frac{dM}{d\pi_{rest}} > \frac{dM}{d\pi_{n\grave{a}o-rest}}$$

$$(49) \quad \frac{dT}{d\pi_{rest}} < \frac{dT}{d\pi_{n\grave{a}o-rest}}$$

$$(50) \quad \frac{dQ_1}{d\pi_{rest}} = \frac{dQ_1}{d\pi_{n\grave{a}o-rest}}$$

Como o acesso a uma das modalidades de substituição de moeda é bloqueada ao agente restrito, o impacto de oscilações da taxa de inflação sobre o estoque real de moeda perde forças. Em outras palavras, os agentes restritos só conseguem fugir da moeda pela antecipação das compras e, conseqüentemente, pela estocagem de bens. A efetiva perda do canal de fuga através da retenção de títulos implica, portanto, em resumo, aumento do nível de encaixes monetários, queda da sensibilidade desses encaixes em relação a alterações da taxa de inflação e conseqüente redução do lucro financeiro real obtido a partir da administração dos ativos transacionais de curto prazo. Por outro lado, o padrão de demanda de bens de consumo, tanto em nível quanto em sensibilidade, relativamente a flutuações da taxa de inflação, permanece surpreendentemente intacto.<sup>58</sup>

Na verdade, esse resultado pode ser entendido por intermédio do conceito de ativo adjacente, proposto por Santomero (1974). A idéia é que mudanças das taxas de retorno real líquidas, custos de transação ou qualquer outro fator determinante da quantidade usada de um determinado ativo transacional, como, por exemplo, as restrições quantitativas de acesso aos títulos, afetam unicamente as quantidades demandadas de outros ativos substitutos ou complementos diretos. Como no âmbito das virtuais soluções interiores os títulos e os bens de consumo são adjacentes à moeda mas não entre si, a efetividade da restrição de acesso aos títulos não exerce qualquer impacto sobre os estoques de bens de consumo.<sup>59</sup>

Como última fonte de diferenciação da eficiência financeira de curto prazo das unidades familiares, também ligada ao nível de renda individual, teríamos a maior participação relativa dos bens de consumo não-estocáveis no orçamento de consumo das classes de renda mais baixa. A regressividade do peso das despesas de alimentação, em que se encontra a maioria dos bens perecíveis, certamente dá conta de grande parte do fenômeno.<sup>60</sup> Observamos, por exemplo, na pesquisa de orçamentos familiares realizada na Região Metropolitana de São Paulo em 1974-1975, que a faixa de renda mais alta apresentava apenas 6,07% de sua renda alocada em alimentação, ao passo que para a faixa de renda mais baixa a ponderação seria de 50,88%.

Por outro lado, a comparação da composição dos índices de preço ao consumidor antigos com os novos, isto é, aqueles resultantes das pesquisas de orçamentos familiares respectivamente realizadas em 1974-1975 e 1987-1988, sugere mudanças estruturais dos padrões de consumo que podem, a princípio, também ser creditadas à intensificação de comportamentos defensivos contra a incidência do imposto inflacionário. A diminuição dos pesos de despesas com alimentação observada tanto no IPC (de 42,8% para 33,1%) como no IPCA (de 30,4% para 25,2%), durante o intervalo de tempo entre a realização das duas pesquisas de orçamentos familiares que norteiam esses índices, aponta a existência de tendência de queda da importância relativa dos bens não-estocáveis no fluxo de consumo dos agentes. Acreditamos que a elevação da retenção média de estoques de bens de consumo estocáveis nesse período de clara aceleração da taxa de inflação<sup>61</sup> foi induzida por dois canais distintos. Em primeiro lugar, observamos idas menos frequentes às lojas (*m*) para a compra desses bens e, a longo prazo, quando as chamadas defasagens de hábitos (*habit lags*) dos consumidores são mais flexíveis. Em segundo lugar, ocorre uma queda da própria participação dos fluxos de não-estocáveis no orçamento de consumo (*h*) dos agentes. A comparação das variações dos pesos do IPC restrito com as do IPC amplo demonstra inclusive que essa queda foi mais forte entre as classes de renda mais baixa.

Ao longo desta seção analisamos várias modalidades diferenciadoras da eficiência da administração dos ativos transacionais de curto prazo, todas elas ligadas ao nível de renda de nosso agente representativo. Primeiramente, verificamos a existência de economias de escala inerentes ao próprio funcionamento de modelos determinísticos da tradição Baumol-Tobin. A tendência endógena de que indivíduos com níveis mais altos de consumo consigam arcar mais facilmente com os custos transacionais os leva a obter um lucro financeiro real mais alto, mesmo em termos relativos.

Vimos, posteriormente, outros dois fatores limitadores da agilidade da administração financeira de curto prazo atuantes pelo lado da oferta dos ativos: restrições de preço ou de quantidade presentes nas práticas bancárias tendendo a ser relaxadas à medida que o nível de renda do agente representativo aumenta.

A primeira dessas restrições está no fato de as taxas reais de retorno oferecidas nas aplicações financeiras de curto prazo variarem positivamente com o montante da aplicação.<sup>62</sup> A segunda restrição, de caráter quantitativo, estabelece um piso mínimo de renda para que o acesso a essas aplicações possa se realizar.

A nossa opção por modelar a restrição quantitativa e não a de preços reflete sua maior importância em termos de análise dos impactos da inflação sobre a alocação da renda dos agentes, bem como em termos da determinação de seu poder aquisitivo. Pois num contexto cronicamente inflacionário, com altas concentrações de renda e riqueza e com acesso diferenciado às sofisticadas defesas inflacionárias de ordem financeira, como o caso brasileiro recente, a questão fundamental não seria obter uma taxa de juros real um pouco mais positiva ou um pouco menos negativa, mas sim evitar a extremamente negativa taxa de retorno real dos ativos monetários. Procuramos, dessa forma, através da restrição quantitativa às aplicações financeiras, centrar nosso foco de análise no abismo que separa as taxas de juros real e nominal num ambiente de inflação crônica.

Observamos, por exemplo, no caso da literatura econômica norte-americana, certa ênfase na diferenciação entre títulos pré e pós-fixados como objetos de estudo. Existe toda uma gama de trabalhos indagadores das causas que estão por trás da inexistência de um mercado de títulos privados indexados e da questão (correlacionada à primeira) da conveniência ou não de o governo intervir suprimindo esses instrumentos financeiros.<sup>63</sup> Esses trabalhos entram, obviamente, em considerações sobre risco e aversão a risco para que a diferenciação relevante entre os títulos pré e pós-fixados possa ser adequadamente traçada.

Já nossa preocupação se manifestou num aspecto bem menos sutil e, por isso mesmo, talvez mais relevante para a análise do caso brasileiro. O ponto que nos interessou ressaltar foi a relevância do diferencial existente entre as taxas de juros oferecidas pelos ativos monetários — no sentido de conservar seu valor nominal de face constante independentemente do instante do tempo em que é negociado ou da taxa de inflação esperada — e as conferidas pelos ativos parcial ou totalmente protegidos da inflação, sejam eles pré ou pós-fixados, principalmente para os indivíduos de baixa renda. Esperamos, dessa forma, ter explicitado uma tradição oral de cunho estruturalista que aponta para a alta regressividade do imposto inflacionário como importante pré-requisito para o estudo da transmissão dos adversos efeitos de uma aceleração da taxa de inflação sobre a distribuição de renda, o consumo e a demanda agregada.<sup>64</sup>





## 4. A aplicação dos modelos ao imediato pós-Cruzado

---

### 4.1 — Introdução

O propósito deste capítulo é avaliar as influências da inflação sobre o consumo abordadas nos capítulos anteriores, no específico contexto de desinflação do Plano Cruzado. Visamos, dessa forma, oferecer ao leitor uma interpretação consistente para a análise da surpreendente *bolha de consumo* surgida logo após o lançamento do programa de estabilização. O capítulo está organizado do seguinte modo: na seção inicial faremos uma síntese do papel desempenhado por cada um dos principais itens do programa de 28 de fevereiro de 1986 no processo de exacerbação do consumo, procurando ressaltar os elementos mais relevantes do debate ocorrido em torno do tema. Nas duas seções seguintes, definiremos, a partir dos modelos desenvolvidos nos Capítulos 2 e 3, respectivamente, os efeitos de aumento de consumo ligados ao próprio processo de desinflação, apresentando inclusive simulações consistentes com a transição inflacionária do Cruzado.

### 4.2 — Os elementos do Cruzado e o aquecimento do consumo

A elaboração de um plano concreto de estabilização que reduzisse a taxa de inflação e fosse neutro em termos distributivos fazia realmente parte da agenda dos idealizadores do choque heterodoxo. Entretanto, essa preocupação com a neutralidade distributiva ficou muito restrita à esfera da oferta da economia, na medida em que o principal cuidado adotado ao se eliminar a inércia inflacionária foi evitar o aparecimento de pressões de custo por parte de possíveis fatores de produção prejudicados na transição inflacionária.

A própria condição *sine qua non* explicitamente colocada para a implantação de um programa heterodoxo bem-sucedido vai diretamente de encontro às exigências de um choque neutro no âmbito de oferta: a inflação antes da estabilização devia ser predominantemente inercial, pois a situação de equilíbrio inflacio-

nário seria, nessa visão, sinal inequívoco da inexistência de grupos efetivamente demandantes de ajustes de preços relativos<sup>65</sup> que pudessem pôr em xeque a futura estabilidade da taxa de inflação.

Em termos de sua elaboração concreta, a proposta implantada em 28 de fevereiro de 1986 possuía três grandes ingredientes que buscavam essa almejada neutralidade distributiva: a conversão dos salários na média real dos últimos seis meses, a imposição de tabelas de conversão dos contratos futuros pré-fixados em cruzados para cruzados e o congelamento de preços. Passemos agora à avaliação do papel desempenhado por cada um desses componentes na obtenção de transição inflacionária distributivamente neutra e, principalmente, de seus possíveis impactos sobre o consumo.

#### 4.2.1 — A conversão dos salários

A conversão de salários pela média real dos últimos seis meses foi a maneira encontrada de se romper com a memória inflacionária embutida nos contratos salariais e ao mesmo tempo superar a brusca transferência de renda intra-salários que inevitavelmente aconteceria pela aplicação de uma desindexação pura e simples numa economia com forte dessincronização dos reajustes salariais como a brasileira no pré-Cruzado. Entretanto, no lançamento do plano decidiu-se conceder aos salários, já convertidos pela média real dos últimos seis meses, um abono da ordem de 16% para o salário mínimo e de 8% para os demais salários, o que acabou resultando num abono efetivo de aproximadamente 9% sobre o salário real médio praticado na economia.

Para a adoção desse abono salarial, existem duas linhas de interpretação econômicas. A primeira é que com a adoção do abono se tentava recompor parte das perdas acumuladas durante a recessão e a aceleração inflacionária da primeira metade dos anos 80. Como podemos notar na Tabela 11, o abono aplicado sobre o salário mínimo real médio de 1985 traria o seu poder de compra a um nível bastante próximo ao do início dos anos 80, evitando-se, dessa forma, iniciar o programa de estabilização com o poder de compra dos assalariados em nível desfavorável.

A outra interpretação, em vez de justificar a concessão do abono salarial pela reposição de perdas salariais passadas, privilegia aspectos ligados ao futuro desenrolar do plano, pois além do abono salarial o Plano Cruzado restabeleceu o princípio da anuidade dos reajustes, abandonada na virada da década, introduzindo também uma cláusula de *gatilho salarial* de 20%. A escala móvel fun-

TABELA 11  
Evolução do salário mínimo real médio — 1980-1985

ANO	SALÁRIO MÍNIMO REAL MÉDIO (1980 = 100)
1981	101,3
1982	102,2
1983	90,9
1984	82,8
1985	85,6

Nota: Salário mínimo da cidade do Rio de Janeiro deflacionado mês a mês pelo INPC do mês seguinte, ou seja, admitindo-se que o rendimento é auferido no último dia de cada mês.  
Fonte: Cichelli (1986).

cionava como um seguro dado aos salários contra perdas de poder de compra induzidas pelo alongamento do prazo dos reajustes de semestral para anual, caso a estabilidade dos preços não fosse realmente atingida. Dessa forma, a concessão de um abono real médio ligeiramente superior a 9% mais o gatilho de 20% assegurariam “que, no pior dos casos, isto é, de uma inflação de 20% num prazo inferior a 12 meses, os assalariados obteriam, pós-plano, a mesma média salarial que nos seis meses anteriores ao plano”.<sup>66</sup>

Apesar desses dois sólidos argumentos econômicos, existe certo consenso de que a escolha dos abonos de 16% e 8% não obedeceu a qualquer critério econômico em particular, sendo determinado de forma mais ou menos aleatória a partir de uma orientação de caráter mais político.<sup>67</sup> Como quer que seja, o fato é que o abono salarial real, se efetivo, implica, quase por definição, elevação do salário real médio no momento do choque e correspondente redução dos *mark-ups* médios praticados na economia.<sup>68</sup> Essa quebra da neutralidade distributiva, com transferência de renda entre grupos com propensões marginais a consumir diferenciadas, induziria a uma tendência de aquecimento de consumo comumente denominado de “efeito abono”.

#### 4.2.2 — A ‘*tablita*’ de conversão

A tabela de conversão das obrigações contratuais futuras pré-fixadas em cruzado para cruzado foi uma tentativa de se evitar transferências de renda de devedores para credores, pois as expectativas de inflação, viesando fortemente para cima as taxas de juros reais, se tornariam obsoletas. Com a taxa de inflação de 14,5% ao mês embutida na *tablita* superestimando na média as expectativas de inflação dos contratos financeiros mais antigos, teríamos, como conseqüência, real transferência de renda de credores para devedores, algo como um positivo Efeito Fisher,<sup>69</sup> paradoxalmente associado à queda de inflação. Considerando, em função das maiores possibilidades de efetividade das restrições de liquidez, que a propensão marginal a consumir dos devedores seria superior à dos credores, o consumo agregado sofreria uma queda. Entretanto, como a aplicação da *tablita* não foi totalmente respeitada, o efeito distributivo total entre credores e devedores foi na verdade bastante ambíguo.

#### 4.2.3 — O congelamento de preços

A necessidade ou não da imposição de um congelamento de preços constituiu importante foco de discussão entre os próprios colaboradores teóricos do plano. De um lado, estavam os defensores da aplicação de uma reforma monetária pura — conhecida, em referência aos seus idealizadores, como Plano Larida<sup>70</sup> —, que rejeitavam totalmente o congelamento de preços, pelos problemas de desabaste-

cimento que poderia causar e por acreditarem que a transição inflacionária poderia prescindir dessa complicada interferência no processo de formação de preços da economia. De outro lado, estavam os defensores do efetivo congelamento dos preços como instrumento de coordenação impositiva problemático<sup>71</sup> mas absolutamente indispensável para a consecução de uma quebra neutra, em termos distributivos, da inércia inflacionária.

Apesar de o Plano Cruzado constituir grande simbiose das duas linhas acima descritas,<sup>72</sup> a opção favorável ao congelamento de preços acabou prevalecendo na sua aplicação prática. Seguramente, a adoção de um congelamento que prescindiu de realinhamento intertemporal dos preços no momento de sua imposição agravou os naturais problemas associados ao enrijecimento do processo de fixação de preços em uma economia capitalista. A manutenção de um vetor de preços relativos *errado* desde o começo do plano e a própria percepção, de caráter mais agregativo, da necessidade de um processo de inflação corretiva da relação preços-salários levaram, provavelmente, a um movimento especulativo no âmbito do consumo.

Alguns trabalhos<sup>73</sup> mencionam a impossibilidade de se congelar simultaneamente todos os preços, devido aos conhecidos problemas de fiscalização e à própria característica de certos produtos como indutores de recursivos aumentos da demanda por trabalho e do salário real, atuando pelas tradicionais vias kaleckianas também o consumo agregado. Segundo eles, em virtude do caráter parcial do congelamento, qualquer aquecimento de demanda provocaria aumento dos salários reais e diminuição da oferta no setor de preços congelados, enquanto o setor de preços livres, se inicialmente pequeno, atenderia ao aumento de demanda mais do que compensando a diminuição do primeiro setor, gerando contínuos agravamentos do excesso de demanda. Apesar de o grau de importância relativa atribuída a esse excesso de demanda não gozar de consenso entre os economistas, o comportamento dos mercados de trabalho e de produto no ano do Cruzado foi, de fato, bastante estranho.

O comportamento atípico do mercado de trabalho no pós-Cruzado se refere não só ao fantástico ritmo de crescimento da massa real dos salários, como também, principalmente, à mudança observada na estrutura relativa de rendimentos das diversas categorias profissionais. A extensão dessa *Revolução Indesejada* do mercado de trabalho, abordada com bastante propriedade em Camargo e Ramos (1988), pode ser inferida a partir dos Gráficos 8 e 9.

Esses gráficos<sup>74</sup> mostram, de fato, uma aceleração do expressivo aumento da massa real de salários desde meados de 1985. Entretanto, a completa inversão na estrutura relativa do rendimento do assalariado é o aspecto que salta mais aos olhos. De um lado, os segmentos mais organizados, constituído pelos trabalhadores ligados à Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) e os com carteira assinada, que melhor defendiam seus salários reais no período de inflação crônica, foram os que conseguiram menor aumento no pós-Cruzado. Certamente esse fenômeno deve ser entendido como decorrente da natural inserção desses trabalhadores em indústrias mais oligopolizadas e, portanto, mais sujeitas

GRÁFICO 8

Comportamento do mercado de trabalho — Massa de rendimentos reais

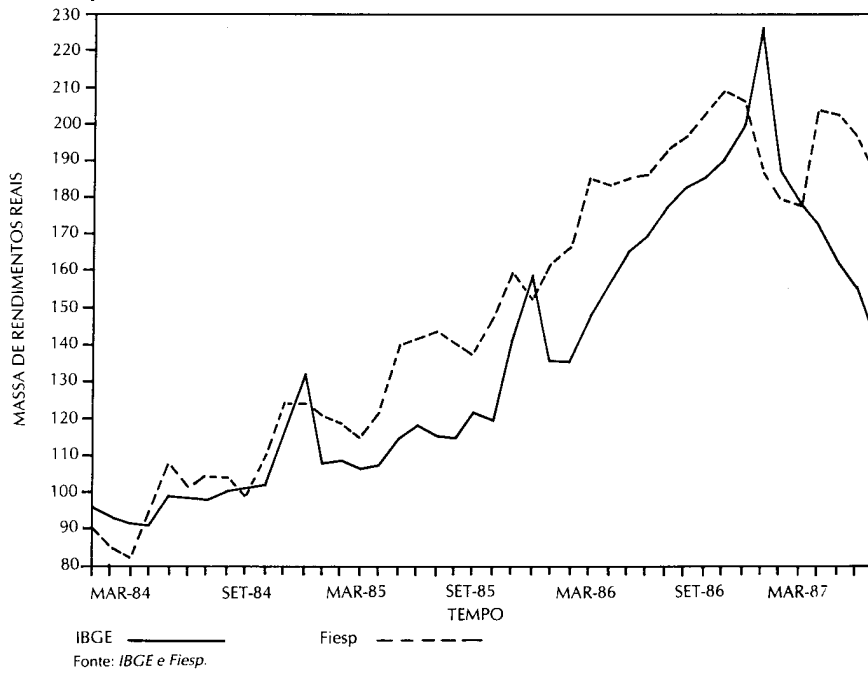
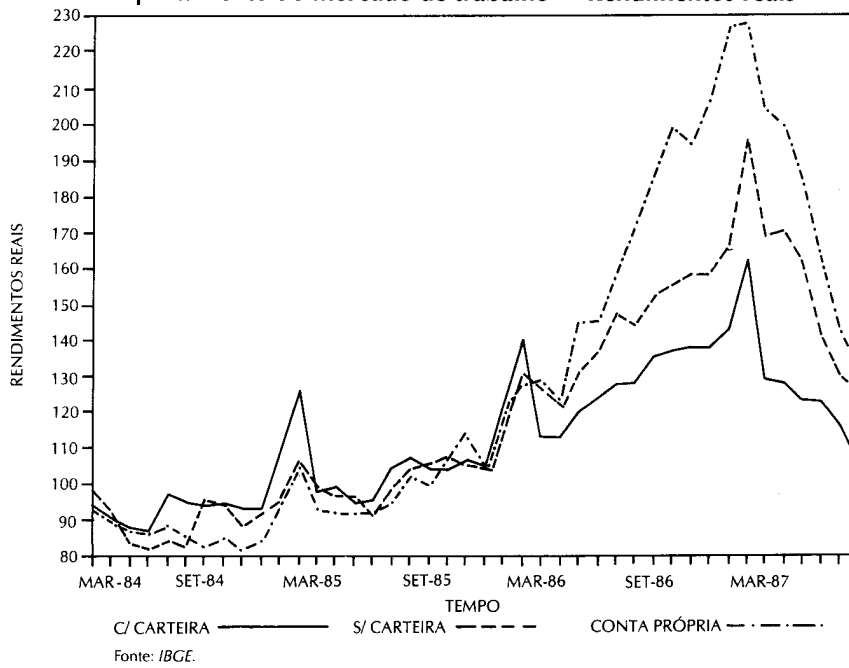


GRÁFICO 9

Comportamento do mercado de trabalho — Rendimentos reais



a sofrerem os efeitos do congelamento de preços. Por outro lado, a faixa intermediária, composta de trabalhadores sem carteira assinada, obteve significativos aumentos de seu rendimento médio, mas não tão expressivos quanto os observados com os conta-própria. Os participantes desse heterogêneo segmento do mercado de trabalho, por estarem vinculados a setores mais competitivos e menos sujeitos a regulações, obtiveram aumentos acumulados de até 58% após o plano. Paradoxalmente, esses setores, em face do baixo poder de mercado de seus componentes, se encontravam numa situação bastante fragilizada antes do lançamento do plano. Observe que as implicações dessa *Revolução Indesejada* em termos de exacerbação de consumo são ainda ampliadas pela própria diferenciação da propensão marginal a consumir entre as diversas categorias sócio-profissionais, como mostra a Tabela 12.<sup>75</sup>

TABELA 12  
**Ordenação das categorias sócio-profissionais por nível de renda e o consumo médio**

RAMO DE ATIVIDADE	CATEGORIA SÓCIO-PROFISSIONAL	NÍVEL DE RENDA TOTAL (Cr\$)	CONSUMO MÉDIO DA RENDA TOTAL (%)	CONSUMO MÉDIO DA RENDA DISPONÍVEL (%)
Agrícola	Empregados	12.550	92,14	93,32
Agrícola	Conta-própria	23.189	79,69	81,03
Não-agrícola	Empregados manuais	25.550	81,43	86,70
Não-agrícola	Conta-própria estabelecidos/Outros	36.849	78,24	82,03
Não-agrícola	Conta-própria não-estabelecidos	38.244	76,95	81,62
Não-agrícola	Empregados não-manuais	48.433	74,01	79,29
Agrícola	Empregadores	54.479	67,18	70,24
Não-agrícola	Conta-própria estabelecidos comércio	71.784	62,12	64,66
Não-agrícola	Empregados cargos de nível médio	79.064	65,83	71,04
Não-agrícola	Empregadores e/ou prof. liberais	123.102	61,22	64,61
Não-agrícola	Empregados cargos de nível superior	167.202	53,73	60,75

Fonte: *Ender*.

Ainda no que tange aos efeitos consumistas do congelamento, existe toda uma série de trabalhos que elucidam a importância de comportamentos defensivos e especulativos na esfera do consumo numa economia congelada enfrentando um crônico excesso de demanda.<sup>76</sup> Como se sabe, o desabastecimento daí advindo, traduzido sob a forma da difusão de mercados negros, ágios e filas, levou os produtores, intermediários e consumidores a formarem estoques, acirrando o próprio problema da escassez.<sup>77</sup> De fato, extensa pesquisa realizada junto a consumidores de quatro cidades na época do Cruzado, reportados em Singer (1988),<sup>78</sup> confirmam não só o crescimento do consumo no pós-Cruzado, mas também a relativa importância do congelamento<sup>79</sup> como fator indutor de despesas de consumo não-rotineiras.

TABELA 13  
**Gasto médio com aquisições, repartição do gasto total no tempo  
e porcentagens de famílias adquirentes**

DISCRIMINAÇÃO	FEV/86-JAN/87	FEV/86-ABR/86	ABR/86-SET/86	SET/86-JAN/87
<b>SÃO PAULO:</b>				
Gasto total (%)	100,0	10,9	48,6	40,5
Gasto médio (Cz\$ mil)	26,09	15,23	24,73	16,18
Famílias adquirentes (%)	44,5	8,3	22,8	29,0
<b>BLUMENAU:</b>				
Gasto total (%)	100,0	9,9	44,9	45,14
Gasto médio (Cz\$ mil)	18,38	8,71	14,93	12,11
Famílias adquirentes (%)	56,2	11,8	31,1	38,4
<b>MACEIÓ:</b>				
Gasto total (%)	100,0	15,3	40,4	44,28
Gasto médio (Cz\$ mil)	10,8	9,58	8,77	7,48
Famílias adquirentes (%)	38,2	6,6	19,0	24,4
<b>DOURADOS:</b>				
Gasto total (%)	100,0	12,3	40,1	47,6
Gasto médio (Cz\$ mil)	1,88	1,24	1,6	1,6
Famílias adquirentes (%)	47,1	8,8	22,1	26,3

Fonte: Singer (1988).

TABELA 14  
**Gasto médio com bens e serviços não-rotineiros, repartição do gasto  
total por subperíodos e porcentagens de famílias adquirentes**

DISCRIMINAÇÃO	FEV/86-ABR/86	ABR/86-SET/86	SET/86-JAN/87	FEV/86-JAN/87
<b>SÃO PAULO:</b>				
Gasto total (%)	1,64	7,56	6,15	15,35
Gasto médio (Cz\$ mil)	10,71	49,24	40,05	100
Famílias adquirentes (%)	12,7	33,3	47,5	73,3
<b>BLUMENAU:</b>				
Gasto total (%)	2,48	5,39	6,16	14,04
Gasto médio (Cz\$ mil)	17,68	38,42	43,9	100
Famílias adquirentes (%)	16,2	39,8	51,6	78,7
<b>MACEIÓ:</b>				
Gasto total (%)	1,16	3,02	3,59	7,77
Gasto médio (Cz\$ mil)	14,98	38,81	46,22	100
Famílias adquirentes (%)	10,4	28,4	46,6	69,2
<b>DOURADOS:</b>				
Gasto total (%)	0,15	0,52	0,66	1,33
Gasto médio (Cz\$ mil)	11,29	38,87	49,84	100
Famílias adquirentes (%)	12,5	35,8	44,6	76,7

Fonte: Singer (1988).

TABELA 15  
Despesas não-rotineiras de consumo no pós-Cruzado

ITEM/CONTEXTO	2-4/86 (%)	4-9/86 (%)	9/86-1/87 (%)	2/86-1/87 (%)
<b>SÃO PAULO</b>				
Automóvel	27,6	22,7	30,5	26,4
Terreno	36,2	44,0	22,9	34,6
Móveis	9,6	9,2	14,0	11,2
Aparelhos eletr. de maior valor	9,6	7,2	13,2	9,9
Eletrod. de maior valor	7,9	6,3	6,7	6,6
Eletrod. de menor valor	2,5	1,7	1,3	1,6
Moto	2,4	1,5	6,7	3,7
Outros itens	4,3	7,3	4,7	5,8
	<b>100,1</b>	<b>99,9</b>	<b>100,0</b>	<b>99,8</b>
<b>BLUMENAU</b>				
Automóvel	45,7	56,8	38,9	47,6
Móveis	18,3	12,8	13,1	13,5
Eletrod. de maior valor	13,2	12,6	14,0	13,3
Aparelhos eletr. de maior valor	6,8	8,5	13,0	10,3
Terreno	9,7	4,8	4,8	5,3
Tapeçaria	1,2	2,0	4,9	3,2
Outros itens	5,1	2,5	11,3	6,8
	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>MACEIÓ</b>				
Automóvel	59,5	18,8	24,5	27,6
Móveis	4,1	18,7	29,8	21,4
Eletrod. de maior valor	13,9	20,6	15,6	17,4
Aparelhos eletr. de maior valor	12,3	17,0	21,4	18,2
Terreno	—	19,3	—	7,8
Eletrod. de menor valor	2,5	1,4	2,7	2,2
Moto	5,7	—	1,6	1,6
Outro itens	1,9	3,9	4,4	3,9
	<b>99,9</b>	<b>99,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,1</b>
<b>DOURADOS</b>				
Móveis	11,5	21,2	29,7	24,1
Eletrod. de maior valor	15,4	21,2	22,8	21,2
Bicicleta	15,4	10,6	13,9	12,7
Aparelhos eletr. de maior valor	7,7	9,4	11,9	10,4
Eletrod. de menor valor	19,2	10,6	5,9	9,4
Bens de produção	7,7	14,1	4,0	8,5
Automóvel	11,5	5,9	5,0	6,1
Outros itens	11,4	7,1	7,0	7,6
	<b>99,8</b>	<b>100,1</b>	<b>100,2</b>	<b>100,0</b>



TABELA 16  
**Principais aquisições de bens duráveis e patrimoniais**  
**(% das famílias que fizeram aquisições)**

ITEM	SÃO PAULO				BLUMENAU			
	2-4/ 1986	4-9/ 1986	9-1/ 1987	2/86- 1/87	2-4/ 1986	4-9/ 1986	9-1/ 1987	2/86- 1/87
Nada adquiriram	91,7	77,2	71,0	55,5	88,2	68,9	61,6	43,8
Eletrod. de maior valor	3,3	8,7	7,9	19,9	4,0	14,3	13,3	31,7
Eletrod. de menor valor	2,3	6,0	8,6	16,9	1,4	6,6	9,4	17,3
Móveis	2,7	9,0	11,7	23,4	3,2	12,2	13,7	29,1
Apar. eletr. de maior valor	2,1	4,8	7,5	14,4	2,0	6,8	6,6	15,3
Bicicleta	0,1	0,9	3,5	4,5	0,0	0,2	1,6	1,8
Automóvel	1,1	2,7	2,1	5,9	1,6	4,4	2,6	8,6
Tapeçaria	0,9	1,7	3,0	5,6	0,2	1,8	3,4	5,4
Terreno	0,3	1,1	0,7	2,0	1,0	0,8	1,4	3,2
Bens de produção	—	—	—	—	—	—	—	—
Outros itens	0,7	2,0	3,3	6,0	0,6	1,8	7,0	9,4
	<b>105,2</b>	<b>114,1</b>	<b>119,3</b>	<b>154,1</b>	<b>102,2</b>	<b>117,8</b>	<b>120,6</b>	<b>165,6</b>

ITEM	MACEIÓ				DOURADOS			
	2-4/ 1986	4-9/ 1986	9-1/ 1987	2/86- 1/87	2-4/ 1986	4-9/ 1986	9-1/ 1987	2/86- 1/87
Nada adquiriram	93,4	81,0	75,6	61,8	91,2	77,9	73,7	52,9
Eletrod. de maior valor	2,4	7,6	7,2	17,2	1,7	7,5	9,6	18,8
Eletrod. de menor valor	2,2	6,6	6,6	15,4	2,1	3,8	2,5	8,3
Móveis	1,2	6,0	12,4	19,6	1,3	7,5	12,5	21,2
Apar. eletr. de maior valor	1,4	4,6	4,6	10,6	0,8	3,3	5,0	9,2
Bicicleta	0,2	0,2	2,4	2,8	1,7	3,8	5,8	11,2
Automóvel	0,6	0,6	1,4	2,6	1,3	2,1	2,1	5,4
Tapeçaria	—	—	0,2	0,2	0,4	—	0,8	1,3
Terreno	—	0,6	0,2	0,8	—	1,3	0,4	1,7
Bens de produção	—	—	—	—	0,8	5,0	1,7	7,5
Outros itens	0,4	2,0	2,2	7,4	0,8	1,2	1,7	3,8
	<b>101,8</b>	<b>109,2</b>	<b>112,8</b>	<b>135,6</b>	<b>102,1</b>	<b>113,4</b>	<b>115,8</b>	<b>141,3</b>

Fonte: Singer (1988).

TABELA 17  
**Motivos para aquisição de diferentes itens (%)**

MOTIVOS	AUTOMÓVEL			
	SÃO PAULO	BLUMENAU	MACEIÓ	DOURADOS
1. Conjunturais				
Sobrou mais dinheiro	9,1	28,9	21,4	18,8
Mais vantajoso adquiri-lo	22,2	13,3	21,4	25,0
Preço congelado	10,1	13,3	35,7	25,0
Boa forma de aplicação de dinheiro	28,3	11,1	14,3	37,5
	<b>69,7</b>	<b>66,6</b>	<b>92,8</b>	<b>106,3</b>
2. De consumo				
Para substituir outro	52,3	33,3	57,1	25,0
Há muito já se pensava	27,3	31,1	64,3	37,5
Para dar de presente	2,0	—	7,1	—
Necessidade	8,1	—	—	18,8
	<b>89,7</b>	<b>64,4</b>	<b>128,5</b>	<b>81,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>159,4</b>	<b>131,0</b>	<b>221,3</b>	<b>187,6</b>
MOTIVOS	ELETRODOMÉSTICOS DE MAIOR VALOR			
	SÃO PAULO	BLUMENAU	MACEIÓ	DOURADOS
1. Conjunturais				
Sobrou mais dinheiro	8,0	30,9	10,1	14,0
Mais vantajoso adquiri-lo	14,4	12,3	10,1	8,0
Preço congelado	19,5	22,8	28,1	10,0
Boa forma de aplicação de dinheiro	7,0	6,2	10,1	4,0
	<b>48,9</b>	<b>72,2</b>	<b>58,4</b>	<b>36,0</b>
2. De consumo				
Para substituir outro	42,8	35,2	53,9	48,0
Há muito já se pensava	41,9	37,7	44,9	40,0
Para dar de presente	10,5	3,7	4,5	6,0
Necessidade	2,6	—	—	—
	<b>97,8</b>	<b>76,6</b>	<b>103,3</b>	<b>94,0</b>
<b>TOTAL</b>	<b>146,7</b>	<b>148,8</b>	<b>161,7</b>	<b>130,0</b>
MOTIVOS	BICICLETA			
	SÃO PAULO	BLUMENAU	MACEIÓ	DOURADOS
1. Conjunturais				
Sobrou mais dinheiro	18,3	70,0	—	25,0
Mais vantajoso adquiri-lo	5,6	—	13,3	9,4
Preço congelado	16,9	10,0	20,0	12,5
Boa forma de aplicação de dinheiro	4,2	—	—	12,5
	<b>45,0</b>	<b>80,0</b>	<b>33,3</b>	<b>59,4</b>
2. De consumo				
Para substituir outro	12,7	10,0	20,0	37,5
Há muito já se pensava	42,3	30,0	46,7	46,9
Para dar de presente	47,9	10,0	40,0	15,6
Necessidade	—	—	—	18,8
	<b>102,9</b>	<b>50,0</b>	<b>106,7</b>	<b>118,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>147,9</b>	<b>130,0</b>	<b>140,0</b>	<b>178,2</b>

Fonte: Singer (2000).

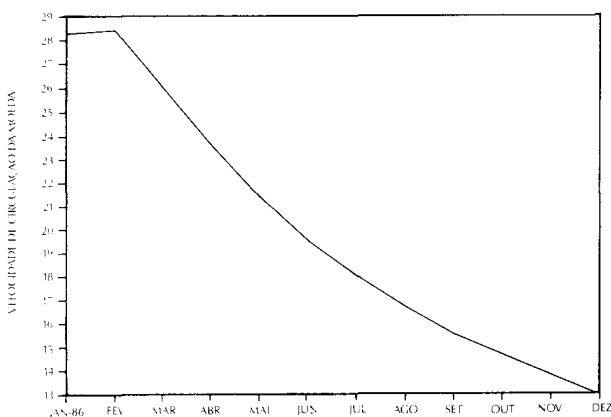
#### 4.2.4 — Desinflação, aquecimento de consumo e órbita financeira

Os principais indicadores financeiros do pós-Cruzado demonstram que a brusca mudança de comportamento nos mercados de trabalho e de produto se estendeu também ao segmento financeiro da economia, com previsível movimento de fuga de ativos financeiros em direção aos ativos monetários. São sinais dessa forte remonetarização da economia a contínua desaceleração da velocidade de circulação da moeda (MI) e o violento ajuste imposto ao setor financeiro a partir de março de 1986, tal como ilustram os Gráficos 10 e 11.

Por outro lado as cadernetas de poupança, que não constituem, por excelência, substitutos próximos da moeda, sofrem surpreendentemente também brutal fluxo de retiradas líquidas após o lançamento do plano. O fluxo de retiradas líquidas, que vinha até então apresentando níveis negativos, passa por uma violenta reversão no pós-Cruzado, como o Gráfico 12 atesta.

Complementarmente, a rica pesquisa analisada em Singer (*op. cit.*) nos permite analisar em mais detalhe a extensão, o *timing* e a lógica dessa alteração nos mercados financeiros, tal como mostram as Tabelas 18, 19, 20 e 21.

A partir do extenso conjunto de dados fornecidos por esses gráficos e tabelas, mais especificamente pelos motivos apresentados para redução ou encerramento das aplicações financeiras, nota-se que o movimento de fuga de ativos financeiros não se deu somente na previsível direção dos ativos monetários, mas teve como destino final principalmente a aquisição de bens de consumo. Em suma, Singer (*op. cit.*) tem como conclusão mais importante,<sup>80</sup> no estrito escopo geográfico de sua base de dados, a de que a explosão de consumo realmente ocorreu e foi em larga medida financiada pela liquidação de uma significativa parcela do estoque de poupança financeira previamente acumulado. Na falta de boa justificativa teórica, a explicação da maioria dos analistas econômicos para o fenômeno recaiu fortemente sobre a ilusão monetária.<sup>81</sup> No entanto, acreditamos na existência de comportamentos inteligentes e voltados para o futuro por parte das unidades familiares como indutores básicos dessa conversão de riqueza financeira em consumo corrente, como veremos agora.



Fonte: Banco Central.

GRÁFICO 10  
Velocidade de  
circulação da moeda  
(MI) no Cruzado

GRÁFICO 11  
Ajuste do setor financeiro no pós-Cruzado  
(nível de emprego)

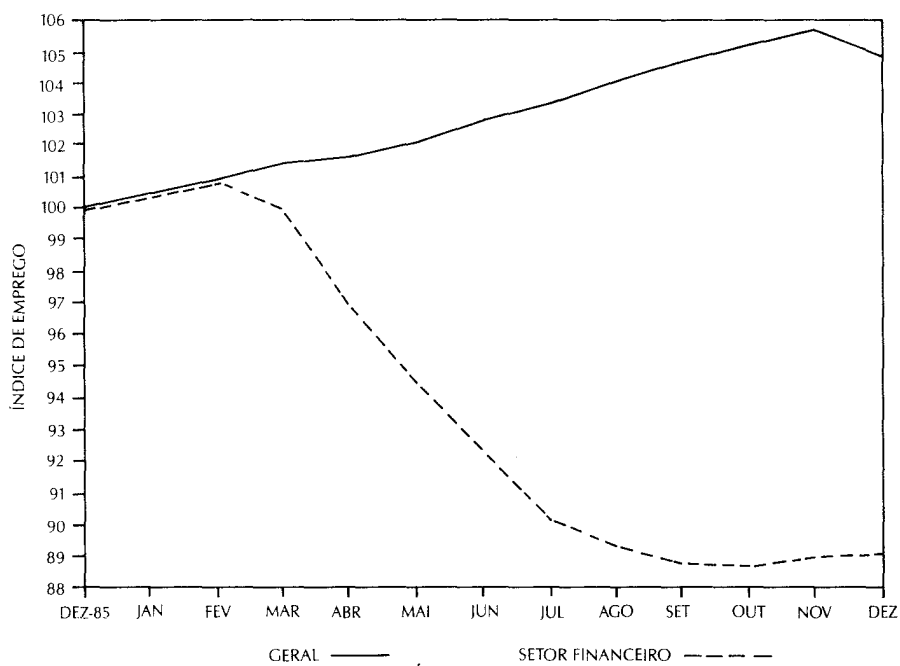
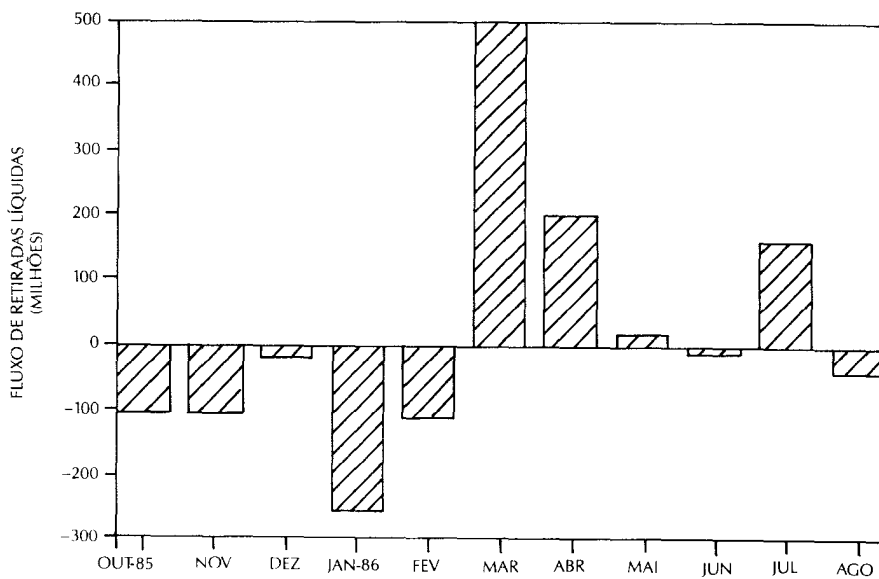


GRÁFICO 12  
Fuga da poupança no imediato pós-Cruzado



Fonte: Banco Central.

TABELA 18  
**Aplicações financeiras das unidades familiares no pré-Cruzado (%)**

TOTAL DE FAMÍLIAS	SÃO PAULO	BLUMENAU	MACEIÓ	DOURADOS
Praticavam poupança em alguma forma	44,5	53,2	43	24,6
Em caderneta de poupança apenas	41,9	50	40,8	18,8
Em caderneta de poupança e outra forma	1,5	2,6	1,8	1,3
Em CDB, letra de câmbio, dólares e ouro	0,9	0,6	0,4	4,6
Previdência privada	0,2	—	—	—
Não praticavam poupança	55,5	46,8	57	75,4

Fonte: Singer (1988).

TABELA 19  
**Aplicações financeiras das unidades familiares no pós-Cruzado (%)**

TOTAL DE FAMÍLIAS QUE TINHAM POUPANÇA	SÃO PAULO	BLUMENAU	MACEIÓ	DOURADOS
Diminuíram ou encerraram suas aplicações	47,4	45,8	53,9	55,9
Mantiveram suas aplicações	35,1	40,2	31,3	30,5
Aumentaram suas aplicações	17,5	14	14,8	13,6

Fonte: Singer (1988).

TABELA 20  
**O 'timing' das mudanças nas aplicações financeiras das unidades familiares no pós-Cruzado (%)**

	SÃO PAULO	BLUMENAU	MACEIÓ	DOURADOS
• Das famílias que tinham poupança:	100	100	100	100
% que encerrou contas	23,5	32,2	37,2	42,4
• Data em que o fez:				
Março e abril	7,8	17,2	16,7	30,5
Mai e junho	6,6	4,5	7,4	3,4
Julho e agosto	3,4	3,4	3,7	1,7
Setembro e outubro	1,9	4,9	5,1	5,1
Novembro, dezembro	5,8	4,1	4,7	5,1
Janeiro (1987)	0,4	0,4	—	1,7

Fonte: Singer (1988).

TABELA 21

**As razões para as mudanças nas aplicações financeiras das unidades familiares no pós-Cruzado (%)**

RAZÕES	SÃO PAULO	BLUMENAU	MACEIÓ	DOURADOS
<b>• Por que diminuiu ou encerrou:</b>				
Juros	31,4	53,7	65,6	69,7
Outras aplicações/Pagar dívida	5,7	4,8	9,9	21,2
Gastos familiares	31,4	17,7	23,7	12,1
Compras	30,6	45,5	22,2	15,1
de eletrodomésticos/móveis	8,3	9,5	1,5	3
imóveis	6,9	19,7	13	6,1
carro	9,1	9,5	4,6	3
outras	6,3	6,8	3,1	3
Aquisição de serviços:	23,7	20,4	16,8	18,2
viagem	8,6	4,8	6,9	—
reforma de casa	5,4	8,8	4,6	6,1
despesas de saúde	9,7	6,8	5,3	12,1
outras razões	13,4	6,1	10,7	15,2
	<b>136,2</b>	<b>148,2</b>	<b>148,9</b>	<b>151,5</b>
<b>• Por que aumentou:</b>				
Sobrava dinheiro	82,2	68,9	69,4	100
Emergência	19,4	11,1	25	12,5
Para ter lucro	17,1	6,7	13,9	12,5
Juros cresceram	7,8	—	5,6	12,5
Outras razões	7,1	8,9	13,9	—
	<b>133,6</b>	<b>95,6</b>	<b>122,8</b>	<b>137,5</b>
<b>• Por que manteve:</b>				
Não sobrou dinheiro/pouco dinheiro	58,7	27,1	64,5	44,4
Não precisou do dinheiro	34,7	—	13,2	38,9
Emergência	13,9	30,2	21,1	27,8
Juros muito baixos	16,2	2,3	21,1	5,6
Menor	3,5	21,7	19,7	—
Outras razões	8,5	15,5	15,8	—
	<b>135,5</b>	<b>96,8</b>	<b>155,4</b>	<b>116,7</b>

*Obs.: As respostas são múltiplas, tendo muitos informantes declinado mais de uma razão.  
Fonte: Singer (1988).*

## 4.3 — O replanejamento da poupança intra-reajustes

### 4.3.1 — Introdução

O objetivo desta seção é abordar, a partir do modelo do ciclo intra-reajustes, desenvolvido no Capítulo 2, os efeitos das mudanças de patamar inflacionário e, principalmente, das cláusulas de indexação salarial sobre o estoque de poupança da economia na época da implantação do Plano Cruzado. Esperamos, dessa forma, levantar nova e relevante dimensão das influências do binômio inflação-indexação sobre as decisões de gasto e de demanda por ativos financeiros das unidades familiares. Inicialmente, convém repassar o ciclo intra-reajustes, que será feito em analogia ao ciclo de vida desenvolvido por Modigliani, modelo a partir do qual a sua dinâmica foi inspirada.

### 4.3.2 — Um paralelo entre os ciclos de vida e intra-reajustes

O modelo do ciclo intra-reajustes guarda óbvias semelhanças com a teoria do ciclo de vida.<sup>82</sup> No ciclo de vida de Modigliani, observamos o período desde a primeira remuneração, passando pela aposentadoria e culminando na abrupta mas previsível morte do agente. O princípio é que o agente adiará seu consumo da fase inicial do ciclo, quando o seu fluxo de renda é maior, para os magros anos da aposentadoria. Analogamente ao ciclo intra-reajustes, o objetivo seria estabilizar o padrão intertemporal de consumo. No nosso modelo a essência do comportamento do agente seria poupar no período inicial do ciclo, quando sua remuneração em termos reais é maior, postergando seu poder de consumo para os difíceis meses anteriores ao reajuste seguinte. Essa recomposição de pico de renda real dissiparia a corrosão inflacionária acumulada sobre a renda real corrente, dando início a um novo ciclo.

À parte as diferenças de horizonte de tempo envolvidas, o paralelo existente entre os dois modelos é evidente. No ciclo de vida, o efeito redutor de renda se dá na aposentadoria; no ciclo intra-reajustes, é a inflação que gera, de maneira contínua, efeito semelhante. E se neste é o bem-vindo reajuste que encerra o ciclo, no modelo de Modigliani o encerramento do ciclo é marcado pela indesejável porém inevitável morte do agente. Portanto, ambos os modelos procuram compreender não só a dinâmica existente entre os comportamentos poupador e despoupador dos agentes, mas também a motivação econômica por trás da existência de um estoque de riqueza agregada positiva.<sup>83</sup>

### 4.3.3 — O efeito riqueza

Como vimos, a principal conclusão deduzida dos modelos dos ciclos de vida e intra-reajustes seria racionalizar a existência de um estoque de poupança positivo a partir de descompassos intrínsecos ao fluxo de caixa dos trabalhadores-consumidores. Agora, cabe interrogar como se comportariam esses agentes em relação a esse estoque de poupança acumulado dentro de determinada configuração de expectativas, caso houvesse total alteração do perfil de recebimentos espe-

rados para o futuro<sup>84</sup> ou, em termos específicos, se houvesse antecipação da redução da tendência declinante do fluxo de salários reais auferidos ao longo do tempo ou, então, se houvesse brusca redução dos horizontes de planejamento desses agentes.

No âmbito do ciclo de vida, podemos pensar a primeira dessas questões de forma mais concreta através da queda dos estoques de poupança e do simultâneo aumento de consumo induzidos por mudanças nas regras da previdência social que levassem a um aumento das remunerações a título de aposentadoria (por exemplo, as instituídas pela nova Constituição). No que se refere ao encurtamento dos horizontes de planejamento, lançaremos mão de uma questão mais contundente: qual seria a reação dos poupadores do ciclo de vida frente ao anúncio, crível e não-antecipado, de um apocalipse? Seguindo ainda a lógica do ciclo de vida, essa repentina consciência quanto ao próximo final dos tempos levaria a uma verdadeira explosão de consumo, na medida em que todo o estoque de riqueza previamente acumulado para consumo futuro próprio ou dos respectivos herdeiros se tornaria ocioso, sendo a tendência transformá-lo paulatinamente em consumo.

A questão suscitada pela implantação de um plano de estabilização heterodoxo nos moldes do Cruzado numa economia com recomposições semestrais de pico de renda real, então, está para o ciclo intra-reajustes assim como os mencionados efeitos do abono peculiar ou do apocalipse estão para o ciclo de vida. O programa, ao tornar obsoletas as expectativas dos trabalhadores acerca de seus fluxos salariais futuros, pelas abruptas e imprevistas mudanças de patamar inflacionário e das próprias regras de indexação salarial, produziria violenta alteração no níveis desejados do estoque de poupança intra-reajustes. Esse replanejamento da poupança constitui um efeito riqueza, no sentido de aumentar a renda permanente dos agentes, dado de forma líquida.

No caso do Plano Cruzado, tanto a repentina desinflação causada pelo congelamento e pela eliminação de memória inflacionária dos contratos, quanto o aumento do grau de indexação salarial ocasionado pelo gatilho de 20% contribuíram para a ociosidade do estoque de poupança intra-reajustes, herdado da fase cronicamente inflacionária, provocando a exacerbação do consumo. A Tabela 22 fornece uma avaliação quantitativa do impacto desse efeito riqueza sobre o consumo em cenários alternativos de horizontes de planejamento por parte dos trabalhadores.<sup>85</sup>

Nessas simulações, calculamos o estoque médio de poupança herdado da fase inflacionária com base num ciclo intra-reajustes semestral com recebimentos salariais mensais para expectativas de taxas de juros reais nulas e de um patamar inflacionário mensal da ordem de 15%. Os diferentes horizontes de planejamento funcionam como uma espécie de filtro na transformação do estoque de poupança intra-reajustes em fluxo de consumo mensal. A idéia é

TABELA 22  
**Replanejamento da poupança  
intra-reajustes no pós-Cruzado  
(%)**

HORIZONTES DE PLANEJAMENTO PÓS-CHOQUE (MESES)				
1	3	6	9	12
41,44	13,81	6,91	4,6	3,45



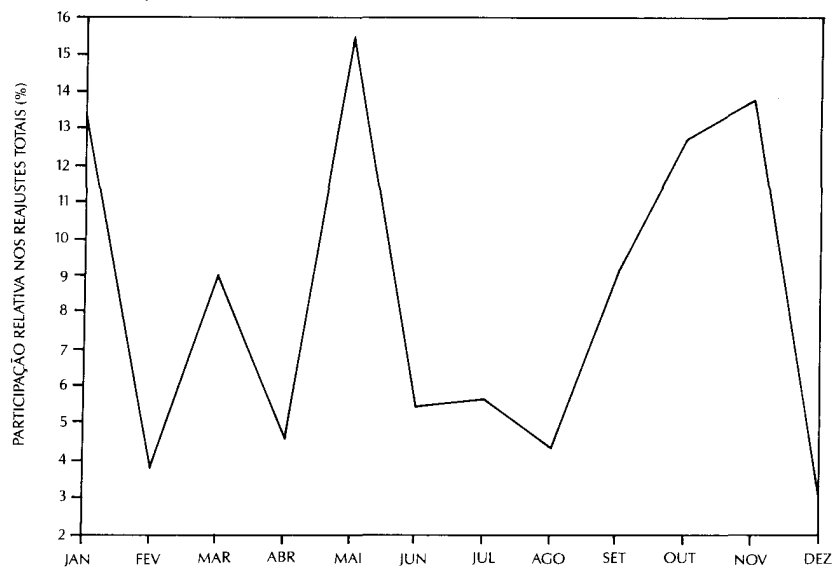
que quanto maior for esse intervalo maior será a diluição desse efeito replanejamento sobre o consumo periódico.

Na confecção da Tabela 22, consideramos uma expectativa de constância do salário real ao longo do tempo, o que representaria total obediência das expectativas salariais reais futuras à íntegra do decreto de lançamento do plano, afimcluindo o congelamento de preços e salários.

Os resultados revelados nas simulações são quantitativamente bastante relevantes. Devemos, entretanto, lembrar que eles embutem completa obediência às hipóteses adotadas na construção do estoque médio de cada trabalhador, como, por exemplo, a uniforme distribuição das recomposições semestrais por data-base. Dados do Ministério do Trabalho referentes a 1985 atestam, porém, pronunciada sazonalidade da distribuição desses reajustes ao longo do ano, como podemos notar no Gráfico 13.

GRÁFICO 13

**Composição dos reajustes salariais por data-base no pré-Cruzado**



Fonte: Ministério do Trabalho.

Na Tabela 23 realizamos nova agregação do efeito replanejamento, seguindo a mesma metodologia da tabela anterior, mas lançando mão da real distribuição intertemporal dos reajustes.

Antes de interpretarmos os resultados dessas simulações, não podemos deixar de lembrar importante aspecto conceitual: o salário referente ao mês de trabalho  $t$  é, via de regra, recebido

TABELA 23

**Replanejamento da poupança intra-reajustes sob a real distribuição dos reajustes (%)**

HORIZONTES DE PLANEJAMENTO PÓS-CHOQUE (MESES)				
1	3	6	9	12
46,59	15,53	7,77	5,18	3,88

já com o mês vencido, ou seja, no início de  $t + 1$ . Portanto, ao calcularmos o estoque médio de poupança intra-reajustes, embutimos essa observável defasagem entre os regimes de competência e de caixa dos salários nos cálculos. O significativo acréscimo, da ordem de 5% em relação ao prévio salário real médio do estoque médio de poupança de nosso trabalhador representativo, pode ser basicamente explicado pela alta concentração das categorias com data-base em maio e novembro. Os trabalhadores dessas categorias teriam ambos recebido seus últimos salários de pico no começo de dezembro, de forma que em 28 de fevereiro, data de lançamento do Plano Cruzado, estariam exatamente no meio do ciclo, com seus respectivos estoques de poupança em seus plenos máximos, elevando consideravelmente os estoques médios de poupança intra-reajustes.<sup>86</sup>

#### 4.3.4 — *O ciclo intra-reajustes e o debate acadêmico pré-Cruzado*

Uma relevante ligação do ciclo intra-reajuste com o debate acerca da política de estabilização que antecedeu a elaboração concreta do Plano Cruzado está na defesa empreendida por Modiano<sup>87</sup> de alteração do regime de recomposição semestral então vigente para sua proposta de repasses mensais da variação trimestral do custo de vida. A idéia era realmente atraente. Além de evitar os entraves impostos pela dessincronização dos reajustes semestrais à aplicação de um programa de desindexação, ela não teria impacto inflacionário direto<sup>88</sup> nem alteraria a realimentação inflacionária da economia.<sup>89</sup> Entretanto, essa tentativa de sincronização dos reajustes salariais era percebida como medida preparatória para o lançamento de um choque heterodoxo, geradora, portanto, de indesejáveis antecipações pelos agentes econômicos em geral. Essa provável perda do importante fator-surpresa acabou levando à adoção de uma ressincronização dos reajustes através da conversão dos salários pela média dos últimos seis meses.<sup>90</sup>

Apesar de essas duas propostas de ressincronização dos reajustes salariais serem potencialmente equivalentes — por preservar o valor do salário real médio antes praticado e, assim, evitar indesejáveis redistribuições de renda intra-salários na transição inflacionária —, no âmbito do ciclo intra-reajustes e de seu corolário, o replanejamento da poupança, elas apresentam resultados bastante diferenciados. Como vimos, a conversão salarial pela média acabou induzindo os impactos consumistas derivados desse efeito riqueza, enquanto a proposta de transição para os repasses mensais levaria, junto com a prévia sincronização dos reajustes, à estabilização do fluxo de salários reais ao longo do tempo, evitando-se a ocorrência do efeito riqueza após o lançamento do plano.<sup>91</sup>

### 4.4 — O efeito imposto inflacionário

#### 4.4.1 — *Introdução*

A transição de uma situação de inflação crônica para um regime de baixa inflação gera, via de regra, redução das efetivas receitas inflacionárias auferidas pelo governo e pelo sistema financeiro privado e estatal. O aumento da massa real de papel-moeda e de depósitos à vista que se verifica é normalmente insuficiente para compensar a perda de rentabilidade unitária proporcionada por esses passi-

vos monetários.<sup>92</sup> Qual, então, a contrapartida para essa queda das receitas inflacionárias auferidas pelos bancos e pelo governo? Em outras palavras: se parte do imposto inflacionário desaparece do ponto de vista de quem o recebia, onde ela reaparece? Complementarmente, quais as implicações da redução de comportamentos defensivos antiimposto inflacionário e dos custos a eles associados sobre o poder de compra das unidades familiares?

O objetivo primordial desta seção é responder a essas questões, tomando como pano de fundo variações em torno do modelo do ciclo intra-recebimentos, desenvolvido no capítulo anterior, aplicado ao específico contexto de desinflação induzido pelo Plano Cruzado.

#### 4.4.2 — *O efeito imposto inflacionário*

Os sucessivos programas de estabilização de choque aplicados a diversos países da América Latina ao longo da década de 80 foram sucedidos por inflamados debates acerca de seus impactos sobre o poder aquisitivo dos salários. Observamos, mais especificamente, uma série de trabalhos questionadores dos efeitos dessas repentinas desinflações sobre o poder de compra dos salários pelas vias da queda do imposto inflacionário.<sup>93</sup>

Encontramos em Frenkel e Fanelli (1987) e Caino (1987) interessante formalização aplicada ao Plano Austral. O ponto inovador explorado nesses trabalhos é que a normal dissociação entre o momento do recebimento dos salários e sua paulatina transformação em gastos de consumo corrente torna a taxa de inflação verificada nesse intervalo determinante do efetivo poder de compra dos rendimentos. Entretanto, essas análises não fazem menção a qualquer possibilidade de defesa dos agentes contra a conseqüente incidência de imposto inflacionário. Tudo se passa como se os salários fossem totalmente alocados em moeda para serem posteriormente convertidos em despesa de consumo a uma taxa uniforme ao longo do tempo.

Em Modiano (1987) há uma abordagem tecnicamente mais madura do impacto de oscilações do imposto inflacionário sobre o poder aquisitivo dos trabalhadores, aplicada ao Plano Bresser. A variável-chave presente em suas simulações seria a parcela de bens de consumo antecipáveis presente no orçamento do consumidor-trabalhador. A implícita e total antecipação da compra dos estocáveis isolaria dos corrosivos efeitos do imposto inflacionário a parcela de renda alocada nesses bens. A outra parcela da renda, analogamente às abordagens anteriores, seria utilizada em despesas não-antecipáveis, que pela necessária sincronização entre seus respectivos atos de aquisição e consumo exigiria, por suposição, a retenção exclusiva de ativos monetários sujeitos a perdas inflacionárias.<sup>94</sup>

Um importante aspecto deixado de lado nessas análises é a própria dinâmica de fuga e de retorno aos ativos monetários, observada em épocas de aceleração e desaceleração inflacionárias. Isto é, devemos não só levar em conta a existência de comportamentos defensivos contra o imposto inflacionário,<sup>95</sup> mas também considerar que o grau de proliferação desses comportamentos defensivos difere para distintos patamares inflacionários numa mesma economia.

A endogenização dos movimentos defensivos antiimposto inflacionário por parte dos consumidores em geral é o fim último do modelo anteriormente desenvolvido. Encontramos na Tabela 24 duas simulações realizadas a partir desse modelo e que visam traçar cenários estilizados compatíveis com os contextos pré e pós-Cruzado, respectivamente.

A comparação direta das partes A e B da tabela evidencia as mudanças das principais variáveis endógenas induzidas pela abrupta queda da taxa de inflação,

TABELA 24  
O efeito imposto inflacionário no pós-Cruzado

CENÁRIO BÁSICO PROJETADO										
$P$	15,00%									Taxa de inflação periódica
$r_t$	0,00%									Taxa de juros real líquida dos títulos
$B_t$	2									Custo real de transação moeda-títulos e títulos-moeda
$Y_t$	10 sal. mín.									Piso mínimo de acesso aos títulos
$h$	33,33%									Participação dos bens estocáveis no orçamento de consumo
$r_{m,t}$	-6,00%									Taxa de retorno real líquida das mercadorias
$B_{c,t}$	2									Custo real de transação moeda-bem de consumo estocável
$h - h_c$	66,67%									Participação dos bens não-estocáveis no orçamento de consumo

A — Nível de renda e fuga da moeda em inflação crônica									
NÍVEL DE RENDA EM SALÁRIOS MÍNIMOS	$n$	$m$	$m_2$	$\frac{T}{X}$ (%)	$\frac{M}{X}$ (%)	$\frac{Q_1}{X}$ (%)	$\frac{Q_2}{X}$ (%)	$\frac{H}{X}$ (%)	$\frac{LF}{X}$ (%)
- de 2	1	1	infinitas	0,00	33,33	16,67	0,00	5,00	-10,00
2 a 3,5	1	1	infinitas	0,00	33,33	16,67	0,00	5,00	-7,45
3,5 a 5	1	1	infinitas	0,00	33,33	16,67	0,00	5,00	-6,94
5 a 7	1	1	infinitas	0,00	33,33	16,67	0,00	5,00	-6,67
7 a 10	1	1	infinitas	0,00	33,33	16,67	0,00	5,00	-6,47
10 a 15	3	1	infinitas	33,33	0,00	16,67	0,00	0,00	-1,64
15 a 20	3	1	infinitas	33,33	0,00	16,67	0,00	0,00	-1,46
20 a 30	3	1	infinitas	33,33	0,00	16,67	0,00	0,00	-1,32
+ de 30	3	1	infinitas	33,33	0,00	16,67	0,00	0,00	-1,20

B — Nível de renda e fuga da moeda em inflação zero									
NÍVEL DE RENDA EM SALÁRIOS MÍNIMOS	$n$	$m$	$m_2$	$\frac{T}{X}$ (%)	$\frac{M}{X}$ (%)	$\frac{Q_1}{X}$ (%)	$\frac{Q_2}{X}$ (%)	$\frac{H}{X}$ (%)	$\frac{LF}{X}$ (%)
- de 2	1	1	infinitas	0,00	33,33	16,67	0,00	0,00	-5,00
2 a 3,5	1	2	infinitas	0,00	41,67	8,33	0,00	0,00	-2,68
3,5 a 5	1	3	infinitas	0,00	44,44	5,56	0,00	0,00	-2,22
5 a 7	1	3	infinitas	0,00	44,44	5,56	0,00	0,00	-1,67
7 a 10	1	4	infinitas	0,00	45,83	4,17	0,00	0,00	-1,43
10 a 15	1	4	infinitas	0,00	45,83	4,17	0,00	0,00	-1,05
15 a 20	1	5	infinitas	0,00	46,67	3,33	0,00	0,00	-0,89
20 a 30	1	6	infinitas	0,00	47,22	2,78	0,00	0,00	-0,73
+ de 30	1	8	infinitas	0,00	47,92	2,08	0,00	0,00	-0,58

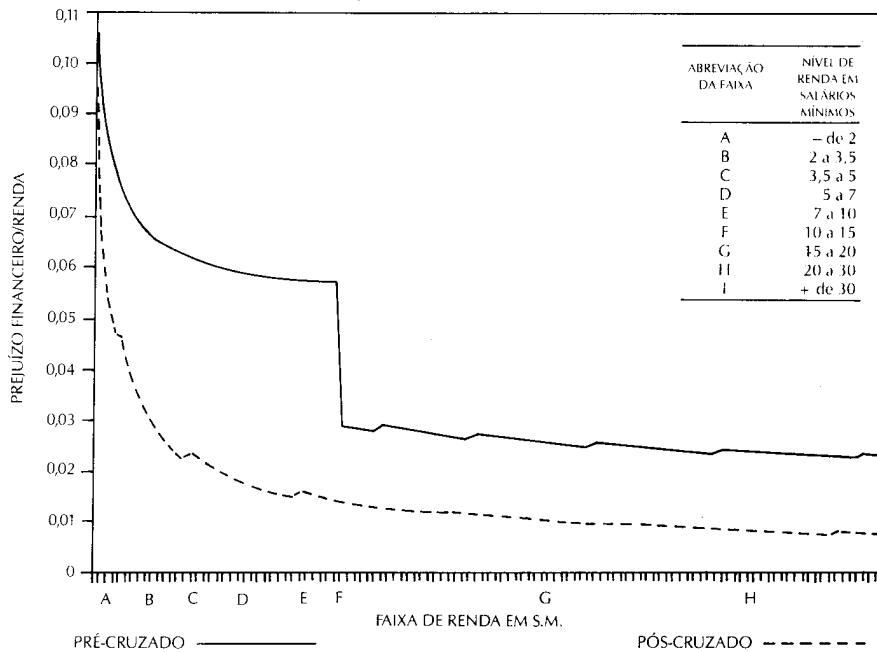
Observações:

- Consideramos nos cálculos o valor médio de cada classe de renda.
- Na classe acima de 30 salários mínimos, imputamos o valor mínimo nos cálculos.

mantidos os valores de todas as outras variáveis exógenas do modelo, para os diversos agentes representativos situados ao longo do vasto espectro de faixas de renda.<sup>96</sup> Na verdade, as alterações da composição de carteira funcionam como um estabilizador das mudanças do prejuízo financeiro transacional causadas pelas mudanças de patamar inflacionário. Os indivíduos de renda mais alta, por desfrutarem de acesso aos títulos de curto prazo,<sup>97</sup> conseguem se proteger bastante bem dos efeitos corrosivos da inflação. Dessa forma, a transição inflacionária é acompanhada de significativa redução dos comportamentos defensivos; em contrapartida, o prejuízo financeiro transacional pouco se altera. Em oposição, os relativamente escassos recursos de defesa antiimposto inflacionário desfrutados pelos consumidores mais pobres os forçam a manter grandes parcelas de ativos monetários em alta inflação.<sup>98</sup> Essa específica rigidez da carteira de ativos transacionais provoca grande volatilidade do poder de compra de suas baixas rendas frente a oscilações da taxa de inflação,<sup>99</sup> como demonstra o Gráfico 14.

GRÁFICO 14

Plano Cruzado — Prejuízo financeiro 'versus' nível de renda



A curva do prejuízo financeiro relativo de curto prazo referente à situação de inflação crônica apresenta grande salto no nível de renda correspondente ao piso mínimo de acesso aos títulos. A magnitude dessa *quebra* está obviamente condicionada ao grau de efetividade da restrição. Nos valores adotados em nossa simulação, embutimos importante característica institucional presente na experiência brasileira recente, a saber: a existência de sofisticadas defesas de ordem financeira contra a inflação, mais fortemente personificadas nas contas de *overnight* e *open-market*. A grande atratividade que essas aplicações despertam se deve não só ao

alto diferencial de sua taxa de retorno em relação à conferida pelos ativos monetários observado numa situação de alta inflação, mas também a seus baixos custos transacionais. Isso leva à existência de fortes demandas virtuais por parte dos consumidores em geral. Entretanto, a exigência de altos pisos de acesso frustra a virtual demanda dos indivíduos de baixa renda, induzindo à descontinuidade na efetiva demanda por essas aplicações. Em contraste, a trajetória do prejuízo financeiro referente à situação de baixa inflação apresenta um formato bem mais suave, justamente em razão da irrelevância da restrição de acesso aos títulos num contexto de baixas rendas de juros nominais.

#### 4.4.3 — Algumas lições do ciclo intra-recebimentos

As principais lições advindas de nosso modelo são que, na análise dos impactos das oscilações do poder de compra dos consumidores induzidas por correspondentes mudanças de patamar inflacionário, devemos não só levar em conta a *cesta de bens de consumo* usualmente adquirida, mas também a *cesta de produtos financeiros*<sup>100</sup> efetivamente utilizada pelos consumidores como defesa inflacionária. Além disso, devemos considerar que as composições de ambas as cestas oscilam entre os distintos patamares inflacionários<sup>101</sup> numa mesma economia e entre indivíduos com níveis de renda diferenciados.

É importante ainda lembrar que o incremento do poder de compra dos consumidores quando a taxa de inflação cai abruptamente é dado pela queda do prejuízo financeiro de curto prazo, no qual o imposto inflacionário efetivamente incorrido constitui apenas uma das partes determinantes. Pois em alta inflação, dada a difusão de custoso processo de fuga da moeda, a possivelmente baixa incidência do imposto inflacionário pode ser apenas a ponta de um *iceberg* das efetivas perdas impostas pela inflação às unidades familiares. Assim defendemos que os custos vinculados à adoção de comportamentos defensivos contra o próprio imposto inflacionário sejam devidamente incorporados à análise das alterações do poder de compra dos consumidores em transições inflacionárias.

Finalmente, partindo de um contexto inflacionário com acesso diferenciado às sofisticadas aplicações financeiras de curto prazo, como o caso brasileiro contemporâneo, uma queda do patamar inflacionário induz a uma queda do prejuízo financeiro, sentida mais fortemente pelos agentes mais pobres, excluídos da órbita financeira da economia. Assim, na medida em que a propensão marginal a consumir é altamente regressiva,<sup>102</sup> esse efeito distributivo potencializará o aquecimento de consumo induzido pelo próprio processo de desinflação.<sup>103</sup>

## 5. Conclusões

---

Na implantação do Plano Cruzado, podemos dizer que seus idealizadores atiraram e acertaram no que viram, ou seja, efetivamente desinflacionaram instantaneamente a economia. No entanto, foram atingidos pelo que não viram, ou seja, pelo surgimento de inesperada e explosiva exacerbação da demanda, em especial a de consumo, e de sua conseqüente pressão sobre o nível geral de preços, que veio pouco a pouco a erodir o sucesso inicial do programa de estabilização. Na busca das reais causas por trás do aquecimento do consumo, é importante termos em mente a sua não-antecipação mesmo após a divulgação do plano, por parte dos agentes econômicos em geral. Como lembra Carneiro (1988), “os críticos de primeira hora descarregaram suas baterias contra o aspecto recessivo do programa”, enquanto na percepção dos idealizadores do plano, apesar de certa consciência quanto a sua não-estrita neutralidade, os efeitos finais do elenco de medidas adotado sobre a distribuição de renda e a demanda agregada foram claramente subestimados.

Sustentamos que, embora significativa parcela do aumento de demanda verificado possa ser creditada à adoção de políticas fiscais,<sup>104</sup> monetárias,<sup>105</sup> creditícias<sup>106</sup> e salariais<sup>107</sup> deliberadamente expansionistas, grande parte do aumento de consumo se deve à operação de mecanismos endógenos não-contemplados no programa de pesquisa que originou os concretos planos de combate à inflação de natureza heterodoxa.

A principal preocupação dos economistas heterodoxos brasileiros nos anos anteriores à execução prática de suas idéias foi, sem dúvida, tentar explicar as reais causas de um processo de inflação crônica, em especial do componente da inércia inflacionária. Essas teorizações conseguem abordar com bastante propriedade aspectos fundamentais ligados à dinâmica da inflação, como os mecanismos de propagação de choques de oferta e demanda,<sup>108</sup> a lógica da ascensão e queda de um processo de hiperinflação,<sup>109</sup> a natureza da tendência inflacionária e, principalmente, a maneira pela qual se desinflaciona uma economia cronicamente inflacionária e indexada sem recorrer exclusivamente ao tradicional caminho da recessão como forma de ajuste macroeconômico.<sup>110</sup>

Para compreender esses fenômenos, a ênfase heterodoxa se volta para os efeitos dos contratos indexados sobre a inflação. A existência de contratos indexados, além de aumentar os custos inflacionários de um requerido ajuste de preços relativos, acarreta também automática retroalimentação do processo inflacionário. Como a renda de cada fator de produção tem como contrapartida uma correspondente participação na formação de preços da economia, o repasse automático e integral da inflação ocorrida, através das cláusulas de indexação a todas as rendas e aos componentes nominais dos preços, acabaria gerando no presente contínuo repasse das taxas de inflação passadas.

O combate ao componente de rigidez inflacionária de natureza contratual deveria, porém, levar em conta o papel da interação da inflação com os mecanismos de indexação como regulador da apropriação relativa das diferentes rendas no produto ao longo do tempo. Portanto, toda tentativa de eliminação dessa memória inflacionária através da desindexação deveria, de alguma forma, compensar os efeitos funcionais da própria inflação num contexto de preços estáveis, a fim de manter o *status quo* da distribuição de renda na economia e evitar o aparecimento de pressões de custo por parte de agentes prejudicados na transição inflacionária.

Dessa forma, enquanto os chamados economistas heterodoxos centram suas atenções nos comportamentos defensivos diretamente responsáveis pela contínua realimentação inflacionária — constituindo a indexação salarial, seja ela de caráter formal ou informal, a principal modalidade de defesa antiinflacionária e ao mesmo tempo a principal responsável pela persistência inflacionária —, toda a busca deste trabalho foi desviada para outros comportamentos defensivos ligados à determinação do consumo, não necessariamente vinculados à formação de preços da economia e, portanto, não geradores de inércia inflacionária. Em outras palavras, procuramos captar basicamente algumas conseqüências, e não propriamente as causas da inflação.<sup>111</sup>

Em suma, enquanto a tradição inercialista de cunho heterodoxo seguiu uma ótica até certo ponto utilitarista de entender a lógica de sustentação de um processo inflacionário crônico, visando primordialmente combatê-lo, nós adotamos uma ótica distinta (embora igualmente utilitarista) de captar o comportamento consumidor numa mesma atmosfera inflacionária e indexada. Devemos ressaltar que essas duas aproximações estão centradas na dinâmica dos rendimentos nominais e reais dos trabalhadores como principais determinantes das dinâmicas tanto da inflação (oferta) como do consumo (demanda). No âmbito da oferta, percebemos o salário geralmente como principal insumo e componente de custo. Já na esfera da demanda, a nossa atenção se volta para o salário como principal determinante do poder de compra efetivamente exercido pelos consumidores individuais.<sup>112</sup> Na verdade, essa distinção entre as órbitas da oferta e da demanda está presente na discussão que Keynes (1929) faz sobre índices de preços no seu livro *Tratado da moeda*. Keynes divide os índices de preços em diversas categorias, entre as quais:

- os índices de custos das empresas, mais comumente identificados como índices de preço no atacado; e
- os índices de poder aquisitivo das unidades familiares, mais comumente identificados como índices de preço no consumidor.



Para analisar as causas mais diretas da inflação, nossa sugestão teórica fundamental é que devemos enxergar através da primeira dessas categorias keynesianas. Mas, se a intenção for captar as conseqüências da inflação sobre o consumo, então devemos nos nortear basicamente pela segunda. Dentro dessa perspectiva de demanda, buscamos ao longo deste trabalho algumas possíveis não-neutralidades do Plano Cruzado que pudessem dar conta da explosão de consumo de 1986. As nossas principais conclusões são as seguintes:

■ Apesar de todo o aparato teórico que deu respaldo ao Plano Cruzado ter sido basicamente voltado para neutralizar mudanças redistributivas entre salários e lucros, intra-salários e intra-lucros, atuaram como importantes propulsores da *bolha de consumo* a concessão do abono salarial, a estrutural mudança na determinação do salário real e do nível de consumo numa economia sujeita a congelamento e a própria interferência da desinflação no conflito entre lucros retidos e distribuídos existente no bojo das próprias empresas.

■ Posteriormente desenvolvemos, a partir de especificidades institucionais inerentes à experiência brasileira recente, uma linha teórica de racionalização para a relação existente entre demanda por ativos financeiros, de um lado, e taxa de inflação-periodicidade entre os reajustes salariais, de outro. Em termos práticos, esse aparato possibilitou conciliar teoricamente a análise de conjuntura dos intrigantes anos de 1980 e 1986,<sup>113</sup> que, apesar de aparentemente antagônicos em termos de trajetória da taxa de inflação, constituem marcados momentos de fuga de ativos financeiros em direção à aquisição de bens de consumo pelas unidades familiares. Em termos mais formais, o nosso principal resultado foi elaborar uma visão alternativa a fatores como incerteza, persistência de expectativas inflacionárias e ilusão monetária na análise da relação entre inflação, órbita financeira e consumo. Uma possível extensão da nossa análise seria justamente a introdução desses fatores no âmbito do ciclo intra-reajustes. No entanto, chamamos a atenção para o fato de que a força de nosso argumento reside justamente em explicar a demanda por um estoque de poupança financeira positivo ligado a um processo de inflação puramente inercial, sem precisar lançar mão de incertezas, oscilações do processo inflacionário ou mesmo de qualquer comportamento equivocado por parte dos poupadores.

■ Finalmente, buscamos, através do ciclo intra-recebimentos, a contrapartida financeira de curto prazo da idéia de *Belíndia*, de Edmar Bacha, em que a *fronteira* entre a parte belga e a indiana se daria no piso mínimo de acesso às sofisticadas aplicações financeiras de curto prazo. Desse modo, corroboramos, em geral, a versão oficial de que "o Plano Cruzado incorporou novos agentes ao mercado consumidor", que corresponderiam no estrito escopo deste último modelo à massa de indivíduos excluídos da órbita financeira de curto prazo da economia brasileira.



<sup>1</sup> Referimo-nos, especificamente, aos Planos Austral, Inti e Cruzado.

<sup>2</sup> Ver Espejo (1988).

<sup>3</sup> Tendo ainda como agravante a inclusão das variações de estoques nas estimativas do consumo final das famílias, a partir de 1984.

<sup>4</sup> Outro impacto distributivo alternativo seria o chamado "efeito encaixes reais", originalmente conhecido como "Efeito Pigou" (ver Pigou (1943) e Patinkin (1948)), em que variações de preços afetariam a riqueza dos agentes privados detentores de ativos monetários junto ao governo, acarretando alterações do consumo agregado. No Capítulo 3, desenvolveremos um modelo com resultados qualitativamente equivalentes ao "Efeito Pigou", em que, em vez de incorporarmos os encaixes reais explicitamente na função utilidade, exploraremos esse mecanismo através da restrição orçamentária dos consumidores.

<sup>5</sup> A original aplicação das críticas de Lucas (1976) à indiscriminada utilização de distribuições fixas de defasagens é empreendida no âmbito do consumo no famoso *paper* de Hall (1977).

<sup>6</sup> Ver, por exemplo, Dolde e Tobin (1967 e 1973), Tobin (1951 e 1972), Hubbard e Judd (1986) e Hayashi (1985).

<sup>7</sup> Embora altas taxas intertemporais de desconto, refletindo um alto grau de impaciência por parte dos consumidores, possam também reforçar a efetividade dessas restrições por liquidez.

<sup>8</sup> Outra importante fonte de restrições de liquidez seria a existência de altos diferenciais entre as taxas de captação e de empréstimos pela imposição de maiores dificuldades na antecipação de rendas ao longo tempo.

<sup>9</sup> Ver, por exemplo, Barro (1974).

<sup>10</sup> Esse argumento pode ser percebido como resultado da interação de preferências lexicográficas e de um teorema de separação do consumo entre diversos períodos, em que se observaria hierarquização intertemporal das necessidades de consumo individuais.

<sup>11</sup> Ver, por exemplo, Keynes (1929), Simonsen (1983) e Frenkel (1988).

<sup>12</sup> Ver Eichner e Kregel (1975) e Eichner (1978).

<sup>13</sup> O afastamento do consumo do nível de subsistência aliado ao crescente desenvolvimento do sistema de crédito direto ao consumidor seriam, segundo Katona (1960), importantes potencializadores da discricionariedade das despesas de consumo.

<sup>14</sup> Ver os resultados empíricos de Gonzaga (1988).

<sup>15</sup> Ver Amadeo e Camargo (1988).

<sup>16</sup> Ver Camargo e Ramos (1988).

<sup>17</sup> Ver *Boletim da Macrométrica*, de janeiro de 1988.

<sup>18</sup> Ver, por exemplo, Tobin (1968) e Kregel (1971).

<sup>19</sup> O dividendo mínimo obrigatório corresponde a 25% do lucro líquido após as deduções legais ou, no caso de o estatuto não especificar, a obrigatoriedade sobe para  $\sigma$  mínimo de 50% após as deduções.

<sup>20</sup> Nesse caso as ações preferenciais adquirem o poder de voto, equiparando-se às ordinárias.

<sup>21</sup> Os dados em estado mais bruto utilizados na confecção dessa tabela são encontrados no Anexo Estatístico, no final deste trabalho.

<sup>22</sup> Os arbitrários efeitos da inflação sobre esse conflito entre lucros retidos *versus* lucros distribuídos estão sendo recentemente amenizados por recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no sentido de que as empresas de capital aberto otimizem seus cálculos de dividendos (ver Instrução nº 72, de 30.11.87, e o Parecer de Orientação de 16.11.88).

<sup>23</sup> Outro relevante efeito seria a maior possibilidade de efetividade das restrições de liquidez entre os indivíduos mais pobres.

<sup>24</sup> Ver, por exemplo, Levhary e Srinivasan (1969), Sandmo (1970), Dreze e Modigliani (1970) e Blanchard e Mankiw (1988).

<sup>25</sup> Sandmo (*op. cit.*) prova que a aversão ao risco é condição necessária e suficiente para gerar, no âmbito do risco de capital, um efeito substituição negativo, enquanto a suposição adicional de uma intertemporalmente decrescente aversão a risco é suficiente para gerar um efeito renda negativo, ocasionando, no caso mais genérico, uma completa indeterminação teórica.

<sup>26</sup> Na verdade, em função dos ganhos de produtividade negociados entre patrões e empregados e da defasagem implícita de dois meses do índice de preços semestral utilizado nos reajustes, a recomposição do pico não seria necessariamente idêntica a 100%.

<sup>27</sup> Isso não seria exatamente o caso se admitíssemos uma taxa intertemporal de desconto. No entanto, ela introduziria os complexos problemas de consistência temporal das decisões (*time consistency*).

<sup>28</sup> Abstraindo-nos novamente de considerações sobre a existência de uma taxa intertemporal de desconto.

<sup>29</sup> Dada a hipótese de consumo de totalidade da renda auferida ao longo do ciclo.

<sup>30</sup> Frenkel (1988), numa versão em tempo contínuo de um modelo bastante similar ao nosso, parece subestimar as possibilidades de substituição de ativos monetários por ativos não-monetários ao deduzir como resultado central de sua formalização um teorema sobre imposto inflacionário. Esse ponto é feito na versão original desse modelo, encontrada em Neri (1986).

<sup>31</sup> Dada a hipótese de consumo da totalidade da renda auferida ao longo do ciclo.

<sup>32</sup> A despeito dessa curiosidade analítica, as taxas de juros no imediato pré-Cruzado eram significativamente positivas, inclusive nas cadernetas de poupança, como notou na época Edmar Bacha, pois os índices de preços ao consumidor vinham embutindo taxas de variação inferiores às da automática correção monetária dessas aplicações.

<sup>33</sup> Esses três últimos fatores estão também embutidos no coeficiente  $h$ , tirado da expressão (6).

<sup>34</sup> É importante lembrar que, se essas curvas estivessem relacionadas ao salário real médio e não ao de pico, as suas respectivas sensibilidades em relação a oscilações da taxa de inflação seriam bastante amplificadas pela cumulativa operação do efeito poupança forçada. Uma detalhada análise das condições suficientes para a existência de uma relação positiva entre o estoque médio de poupança e a taxa de inflação é encontrada em Neri e Werlang (1990).

<sup>35</sup> Na Seção 4.3 encontramos diversas simulações quantitativas desse efeito replanejamento dos estoques de poupança intra-reajustes aplicadas ao imediato pós-Cruzado.

<sup>36</sup> Lembramos que esse resultado não é só válido mas também bastante relevante, mesmo no caso de taxas de inflação e periodicidades entre as recomposições periódicas de pico consistentes com um mesmo nível de salário real médio (ver Gráfico 6).

<sup>37</sup> Como José Camargo nos chamou a atenção, o abandono dessa hipótese nos permitiria inclusive captar uma dinâmica semelhante à do ciclo intra-reajustes para certas práticas mensais de indexação salarial defasada, como a URP, em que a cada dissídio coletivo as perdas decorrentes da aceleração da taxa de inflação seriam parcialmente repostas.

<sup>38</sup> Em 1986 tal incentivo correspondia à dedução de 4% do saldo médio anual das pessoas físicas das respectivas declarações de renda.

<sup>39</sup> Na clássica explicação monetarista, as hiperinflações européias da década de 20 teriam surgido a partir da crescente dificuldade dos governos em financiar os seus déficits através de imposto inflacionário, dada a crescente fuga de ativos monetários por parte dos agentes, gerando contínua aceleração da taxa de inflação (ver Cagan, 1956, e Franco, 1986b).

<sup>40</sup> Ver, por exemplo, Diaz-Alexandro (1963), Canitrot (1975), Porto (1975), Krugman e Taylor (1978), Bacha e Lopes (1981), Taylor (1987) e Frenkel (1988).

<sup>41</sup> Observamos no trabalho de Frenkel (*op. cit.*) uma exceção a essa regra geral, com o autor analisando, pela tradicional via estruturalista, os efeitos de flutuações do imposto inflacionário sobre o índice geral de preços através da explícita incorporação de um setor de preços flexíveis ao seu modelo.

<sup>42</sup> Essa importância do mercado primário e secundário de títulos públicos aliada à mencionada existência e efetividade de uma política salarial oficial dão clara dimensão da importância do governo brasileiro como supridor e regulador das defesas contra a inflação.

<sup>43</sup> Como, por exemplo, as despesas de pesquisa e desenvolvimento de novos produtos ou mesmo os custos iniciais incorridos na abertura de novos pontos-de-venda.

<sup>44</sup> Um pertinente exemplo da inércia da função demanda por moeda é o caso brasileiro pós-Cruzado, quando o fluxo de remonetização se mantém em movimento mesmo durante a contínua, ainda que relativamente pequena, retomada do processo inflacionário ao longo de 1986.

<sup>45</sup> A existência de depósitos à vista mantidos junto ao sistema bancário rendendo uma taxa de juros nominal positiva nos permitiria inclusive incorporar ao modelo o advento das chamadas contas remuneradas, recentemente lançadas e difundidas no caso brasileiro.

<sup>46</sup> A introdução de bens de consumo nesse tipo de modelo é originalmente creditada a Feige e Parkin (1971), seguindo sugestão de Clower.

<sup>47</sup> Com isso, ignora-se a possibilidade de flutuação de preços relativos entre mercadorias.

<sup>48</sup> No caso específico em que  $h = B_{q2} = r_n = 0$ , nosso modelo se torna idêntico ao de Baumol. Ou seja, circunscrevemos a escolha da carteira transacional à moeda e aos títulos.

<sup>49</sup> Dados  $c_{q2} = \infty$  e  $B_{q2} = 0$ .

<sup>50</sup> Na verdade, dadas as indivisibilidades decorrentes da restrição do número inteiro de transações, observaremos freqüentemente a ocorrência de um estoque monetário residual positivo.

<sup>51</sup> Dados  $C_{q2} = \infty$  e  $B_{q2} = 0$ .

<sup>52</sup> Ver equações (21) a (23)

<sup>53</sup> Como mostra Baumol (1952), a introdução de uma parcela fixa no custo de transação total dos ativos, apesar de afetar a magnitude do lucro financeiro total auferido, é irrelevante na determinação do número de transações e dos estoques médios dos diferentes ativos transacionais, na medida em que desaparecem na derivação.

<sup>54</sup> Essa é claramente uma prática dominante no sistema bancário brasileiro contemporâneo, no relevante caso das contas de *overnight* e *open-market*.

<sup>55</sup> A efetividade da restrição de acesso aos títulos pressupõe, além de uma renda inferior ao piso mínimo, também uma demanda virtual por títulos positiva.

<sup>56</sup> Dados  $r_{rq2} = -\infty$  e  $B_{q2} = 0$ .

<sup>57</sup> Dados  $c_{q2} = \infty$  e  $B_{q2} = 0$ .

<sup>58</sup> Como o nível de consumo real e predeterminado, bloqueamos a operação de importantes efeitos renda no modelo. Ou seja, qualquer oscilação do lucro financeiro de curto prazo afeta exclusi-

vamente os níveis de poupança e riqueza dos agentes, cuja administração financeira foge do estrito escopo deste trabalho.

<sup>59</sup> Entretanto, se o processo de fuga da moeda já estivesse completo em termos virtuais, os títulos e as mercadorias constituiriam ativos adjacentes entre si.

<sup>60</sup> A análise mais desagregada das despesas de consumo por nível de renda (ver Anexo Estatístico) evidencia o ônibus urbano e o pão nosso de cada dia como os principais itens indutores do fenômeno.

<sup>61</sup> Esse processo é compatível com os resultados empíricos encontrados em Rossi (1988).

<sup>62</sup> Outra prática de acesso diferenciado a defesas inflacionárias também presente no caso brasileiro contemporâneo seria o fato de cheques acima de determinado valor terem uma compensação mais rápida, reduzindo consideravelmente o imposto inflacionário pago pelos seus depositantes.

<sup>63</sup> Ver Fischer (1977), Blinder (1976), Liviatan e Levhari (1976) e Levhari (1983).

<sup>64</sup> A aplicação desse modelo ao imediato pós-Cruzado é feita na Seção 4 do Capítulo 4.

<sup>65</sup> Ou seja, não haveria choques de oferta ou de demanda em operação; é aí justamente que se concentra grande parte das críticas dos defensores da visão de inflação como essencialmente um conflito distributivo.

<sup>66</sup> Bacha (1986).

<sup>67</sup> Tanto a reposição salarial implícita no abono concedido como a introdução da escala móvel já constavam há bastante tempo da plataforma econômica do PMDB e refletem a relativa força de seus economistas na formulação da versão final do decreto que deu origem ao plano.

<sup>68</sup> Abstraindo-nos da participação de fatores não-salário e não-lucro no produto.

<sup>69</sup> Ver Kalecky (1944) e Tobin (1970).

<sup>70</sup> Ver Lara Resende (1984a e 1984b), Arida (1984) e Arida e Lara Resende (1984).

<sup>71</sup> Ver Lopes (1984a e 1984b).

<sup>72</sup> Lopes (1989) tem, mais recentemente, lembrado a presença desse caráter simbiótico nos Planos Cruzado, Bresser e Austral, bem como o importante papel desempenhado pelos economistas argentinos na consecução prática desse arranjo.

<sup>73</sup> Ver Levy (1987) e Levy e Werlang (1988).

<sup>74</sup> Os dados brutos se encontram no Anexo Estatístico.

<sup>75</sup> Esses dados são analisados em detalhe na Seção 1.4.

<sup>76</sup> Logo após o Cruzado muitos se voltaram ao estudo de economias socialistas em geral e das economias capitalistas em esforço de guerra, como laboratórios de pesquisa. É reflexo disso a difusão das leituras de Kornai (1985), Dobb (1969) e mesmo Keynes (1940).

<sup>77</sup> Ver Kornai (*op. cit.*) e Ramos (1978).

<sup>78</sup> Ver Anexo Estatístico.

<sup>79</sup> Certamente à medida que “novos cruzados” são lançados, em função do normal processo de aprendizado por parte dos agentes, esse componente de demanda especulativo, durante e na expectativa de um novo congelamento, tende a ganhar cada vez mais relevância. Por outro lado, como Franco (1988) nos chama a atenção, “(...) a possibilidade de uma outra intervenção discricionária e não-neutra nos mecanismos de formação de preços terminaria gerando uma inflação onde comportamentos ‘estratégicos’ e ‘defensivos’ são dominantes. Desse modo, o congelamento do Plano Cruzado, ao abrir o precedente, parece ter causado mudança estrutural nos comportamentos de consumidores e empresas. Tais rupturas dividiriam a análise da experiência brasileira recente em dois subperíodos: antes do Cruzado (*a.C.*) e depois do Cruzado (*d.C.*).

<sup>80</sup> Outra importante conclusão de Singer (*op. cit.*) é que a trajetória de crescimento dos rendimentos individual e familiar médios não teriam sofrido grandes alterações em relação à tendência anteriormente assumida e que a estrutura destes rendimentos, tanto em termos funcionais como por faixa de renda não teria sofrido nenhuma substancial alteração especialmente favorável às classes economicamente mais frágeis. Uma parte dos dados que embasam este implícito antagonismo à mencionada idéia da “Revolução Indesejada” se encontra no Anexo Estatístico.

<sup>81</sup> Testes econométricos referentes a um longo período de tempo, reportados em Cysne (1988), não corroboram a hipótese de existência ilusão monetária por parte dos consumidores.

<sup>82</sup> Ver Modigliani e seus colaboradores (1955a, 1955b e 1963).

<sup>83</sup> Tobin, certa vez empolgado com os resultados empíricos do modelo do ciclo de vida, declarou: “é bem possível que o motivo poupança derivado do ciclo de vida possa dar conta de todo o estoque de capital norte-americano” (ver Modigliani, 1975).

<sup>84</sup> Uma boa exposição da idéia de replanejamento do estoque de poupança pode ser vista em Deaton e Muellebauer (1980, seção 12.4).

<sup>85</sup> Outro momento de forte aquecimento de consumo de nossa história econômica recente que pode ser também pensado a partir do replanejamento da poupança intra-reajustes seria o ocorrido após a redução das periodicidades dos reajustes salariais de anual para semestral em finais de 1979. Pois mesmo sob a conservadora hipótese de convergência instantânea da taxa de inflação para o nível superior e consistente com a constância do salário real médio intra-reajustes, a necessidade de estoques de poupança intra-reajustes seria significativamente reduzida (ver Seção 2.4 e Neri, 1990b).

<sup>86</sup> Outro argumento relativizante do impacto do replanejamento no imediato pós-Cruzado seria a anterior e crescente difusão das práticas informais de recomposições trimestrais de pico em diversos segmentos da indústria. Nesse caso, os estoques de poupança intra-reajustes seriam de fato menores na época de lançamento do programa. Mas, por outro lado, esse argumento justificaria uma parcela do aquecimento de demanda também verificada nos meses imediatamente anteriores à implantação do plano.

<sup>87</sup> Ver Modiano (1985, 1986 e 1987).

<sup>88</sup> Na medida em que a transição para os repasses mensais restabeleceria o poder de compra médio semestral do salário.

<sup>89</sup> Na medida em que também mantinha aproximadamente a mesma defasagem dos reajustes semestrais então vigentes.

<sup>90</sup> Cujos respectivos fatores de conversão foram calculados com precisão pelo próprio Modiano.

<sup>91</sup> Embora, nesse caso, de maneira similar porém ainda mais forte que na mencionada trimestralização dos reajustes, o consumo se aquecesse nos meses anteriores ao plano pela antecipação do efeito riqueza.

<sup>92</sup> É importante ter em mente que a remonetização, apesar de ser incapaz de reverter a tendência preponderante de queda do imposto inflacionário auferido pelo governo e pelo sistema financeiro, atua como importante fonte de fôlego dessas instituições na transição de uma situação de inflação crônica para a de estabilidade dos preços.

<sup>93</sup> Encontramos em Ocampo (1987) bom sumário de vários desses trabalhos.

<sup>94</sup> Oliveira e Cicchelli (1986), ao calcularem as alterações do poder de compra do salário mínimo na implantação do Plano Cruzado, usam como variável-chave a data-média em que os gastos se realizam ao longo do mês. Tal procedimento é teoricamente equivalente ao usado em Modiano (*op. cit.*).

<sup>95</sup> Como em Modiano (*op. cit.*) e Oliveira e Cicchelli (*op. cit.*).

<sup>96</sup> Consideramos, em nossas simulações, a participação dos bens de consumo no orçamento de consumo ( $h$ ) invariável tanto em relação ao nível de renda do agente, quanto em relação à taxa de inflação.

<sup>97</sup> Assim como também em função das endógenas economias de escala, analisadas em detalhe no último capítulo.

<sup>98</sup> Como também a reter grandes e inconvenientes estoques de mercadorias em baixa inflação.

<sup>99</sup> Dessa forma, a implícita rigidez de composição de carteira e a ausência de títulos presentes nos trabalhos de Modiano (*op. cit.*) e Oliveira e Cicchelli (*op. cit.*) se justificariam nessa simulação somente no caso da faixa salarial mais baixa.

<sup>100</sup> Uma extensão do nosso modelo particularmente relevante para o caso brasileiro seria a incorporação de compras realizadas com cartão de crédito. Dessa forma, adicionaríamos à tradicional fuga de ativos monetários uma corrida para passivos monetários por parte dos consumidores.

<sup>101</sup> Embora em função das mencionadas defasagens de hábitos, consideremos as cestas de consumo de cada agente representativo invariáveis para análises de curto prazo.

<sup>102</sup> Este último ponto é discutido em detalhe na Seção 1.4.

<sup>103</sup> Entretanto, se a taxa real de juros de curto prazo fosse bruscamente elevada, esses efeitos seriam também estendidos às classes com acesso às aplicações financeiras de curto prazo. Ou seja, “quem perdia muito passaria a perder pouco, mas, por outro lado, quem perdia pouco passaria a ganhar muito” (ver Neri, 1989a e 1990b).

<sup>104</sup> Ver, por exemplo, Cysne (1988a).

<sup>105</sup> Ver, por exemplo, Cavalheiro (1987) e Moraes (1988).

<sup>106</sup> Ver, por exemplo, Cavalheiro (*op. cit.*) e Moraes (*op. cit.*).

<sup>107</sup> Ver, por exemplo, Bacha (1986) e Cichelli (*op. cit.*).

<sup>108</sup> Ver, por exemplo, Lara Resende e Lopes (1981) e Modiano (1985a).

<sup>109</sup> Ver, por exemplo, Lopes (1984b), Franco (1986a) e Visconti (1987).

<sup>110</sup> Ver, por exemplo, Lopes (1984a e 1984b), Lara Resende (1984a e 1984b), Simonsen (1984), Arida (1984) e Arida e Lara Resende (1984).

<sup>111</sup> Obviamente, a evolução dos regimes de indexação salarial deve ser vista tanto como causa quanto como consequência da inflação. Entretanto, como a ênfase dos modelos inercialistas está mais centrada em considerações de curto prazo, o contexto institucional é normalmente *congelado* durante a análise.

<sup>112</sup> Essa diferenciação entre as órbitas da oferta e demanda na análise do salário é bastante bem explorada em Bacha (1979), Frenkel e Fanelli (1987), Caino (1987) e Frenkel (1988).

<sup>113</sup> Ver, a respeito, Neri (1989b e 1990a).



## Referências bibliográficas

---

- AMÁDEO, E. J. S. e CAMARGO, J. M. (1988). "A structuralist analysis of inflation and stabilization". In: *Heterodox shocks experiments*. S. Marglin (ed). Oxford University Press .
- ARIDA, Pérsio (1984). "Economic stabilization in Brazil". *Texto para Discussão*, n° 84. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia.
- \_\_\_\_\_ e LARA RESENDE, André (1984). "Inertial inflation and monetary reform in Brazil". *Texto para Discussão*, n° 85. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia.
- BACHA, E. L. (1979). "Salários rurais e urbanos". In: *Pesquisa e Planejamento Econômico*, março.
- \_\_\_\_\_ (1986). "A inércia e o conflito: o Plano Cruzado e seus desafios". *Texto para Discussão*, n° 131. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia.
- \_\_\_\_\_ e LOPES, F. P. (1981). "Inflation, growth and wage policy: in search of a Brazilian paradigm". *Journal of Development Economics*, setembro.
- BARRO, R. J. (1970). "Inflation, the payments period and the demand for money". *Journal of Political Economy*, novembro, 1970.
- \_\_\_\_\_ (1974). "Are government bonds net wealth?". *Journal of Political Economy*, novembro.
- \_\_\_\_\_ e SANTOMERO, A. M. (1972). "Household money holdings and the demand deposit rate". *Journal of Money, Credit and Banking*, maio.
- \_\_\_\_\_ e SANTOMERO, A. M. (1973). "Transactions costs, the payments period and employment". In: *Issues in monetary economics*. Harry G. Johnson e A. R. Nobay (ed.). Oxford University Press, janeiro.
- BAUMOL, W. J. (1952). "The transaction demand for cash, an inventory theoretic approach". *Quarterly Journal of Economics*, novembro.
- BLANCHARD, O e MANKIW, N. G. (1988). "Uncertainty and consumption decision". *American Economic Review*.

- BLINDER, A. (1976). "Indexing the economy through financial intermediation" *Research Memorandum*, n° 196. Princeton University, março.
- BOLETIM DA MACROMÉTRICA (diversos números).
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL (diversos números).
- CAGAN, Phillip (1956). "The monetary dynamics of hyperinflation". In: M. Friedman (ed.). *Studies in the quantity theory of money*. Chicago: University Chicago Press.
- CAINO, O. (1987). "Tres ensayos sobre economia argentina". Tese de Mestrado. Rio de Janeiro: PUC (*mimeo*).
- CAMARGO, J. M. (1989). "Salários nominais, política salarial e ativismo sindical no Brasil". Rio de Janeiro: PUC (*mimeo*).
- \_\_\_\_ e RAMOS, C. A. (1988). *A revolução indesejada*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- CANITROT, Adolfo (1975). "La experiencia populista de redistribución de ingresos", *Desarrollo Económico*, n° 59.
- CANTOR, Richard (1989). "Interest rates, household cash flow, and consumer expenditures". FRBNY, *Quarterly Review*, verão.
- CARNEIRO, D. D. (1987). "The Cruzado experience: an untimely evaluation after ten months". *Texto para Discussão*, n° 15. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia.
- \_\_\_\_ (1988). "Heterodoxia e política monetária". *Texto para Discussão*, n° 179. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia.
- CAVALHEIRO, P. (1987). "Dois ensaios sobre política monetária". Tese de Mestrado. Rio de Janeiro: PUC (*mimeo*).
- CICCHELLI, R. V. (1986a). "Exacerbação do consumo e salário médio: evidências sobre o efeito sincronização". *Texto para Discussão*, n° 95. Ipea-Inpes.
- CYSNE, R. P. (1988a). "Plano Cruzado: erro de concepção e de política fiscal". *Texto para Discussão*. Rio de Janeiro: EPGE/FGV.
- \_\_\_\_ (1988b). "Monetary correction and the real interest accounting". *Texto para Discussão*, n° 6. Rio de Janeiro: EPGE/FGV.
- DEATON, A.S. (1977). "Involuntary saving through unanticipated inflation". *American Economic Review*, vol. 67.
- \_\_\_\_ e MUELLEBAUER, J. (1980). *Economics and consumer behavior*. Cambridge: Cambridge University Press.
- DIAZ-Alejandro, Carlos F. (1963). "A note on the impact of devaluation and the redistributive effect". *Journal of Political Economy*, vol. 71, n° 6.
- DOBB, M. (1969). *Welfare economics and the economics of socialism*. Cambridge: Cambridge University Press.
- DOLDE, W. (1978). "Capital markets and the short run behaviour of life cycle savers". *Journal of Finance*, vol. 33, maio, p. 413-28.
- \_\_\_\_ e TOBIN, J. (1971). "Monetary and fiscal effects on consumption". In: *Consu-*

- mer spending and monetary policy: the linkages. *Conference Series*, nº 5. Boston: Federal Reserve, Bank of Boston.
- DREZE, J. H. e MODIGLIANI, F. (1970). "Consumption decisions under uncertainty". *Journal of Economic Theory*.
- EICHNER, A. S. (1978). "A post-keynesian short period model". *Journal of Post-Keynesians Economics*, maio.
- \_\_\_\_ e KREGEL, J. A. (1975). "An essay on post-keynesian theory: a new paradigm in economics". *Journal of Economic Literature*, dezembro.
- ESPEJO A. (1988). *O plano de estabilização heterodoxo: a experiência comparada de Argentina, Brasil e Peru*: Rio de Janeiro: BNDES.
- ESTUDO NACIONAL DAS DESPESAS FAMILIARES 1974-1975 PARA A REGIÃO METROPOLITANA DE SÃO PAULO (Endef) (1978). IBGE.
- FEIGE, E. L. e PARKIN, M. (1971). "The optimal quantity of money, bonds, commodity inventories and capital". *American Economic Review*, junho.
- FISCHER, Stanley (1977). "On the non existence of privately issue index bonds in the U.S. capital market". In: *Inflation theory and anti-inflation policy*. Erik Lundberg (ed). Colorado: Westview Press.
- FRANCO, Gustavo H. B. (1986a). "Aspects of the economics of hyperinflation: theoretical issues and historical studies of four European hyperinflations of the 1920's". Tese de Doutorado. Cambridge, Massachusetts: Harvard University.
- \_\_\_\_ (1986b). "Testing monetarist models of hyperinflation". *Texto para Discussão*, nº 140. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia.
- \_\_\_\_ (1988). "Inflação e abertura". Rio de Janeiro. PUC (*mimeo*).
- FRENKEL, Roberto (1988). "Extensión de contratos y efectos de ingreso: aspectos de una economía inflacionaria". *Texto para Discussão*, nº 8. Cedes.
- FRENKEL, Roberto e FANELLI, José Maria (1987). "El Plan Austral: un año y medio después". *El Trimestre Económico*, n. esp., setembro.
- GONZAGA, G. M. (1988). "A efetividade da política salarial no Brasil (1964-85)". Tese de Mestrado. Rio de Janeiro: PUC (*mimeo*).
- HABITAÇÃO E POUPANÇA (diversos números).
- HALL, R. E. (1977). "Stochastic implications of the life cycle-permanent income hypothesis: theory and evidence". *Journal of Political Economy*.
- HAYASHI, F. (1985). "Tests for liquidity constraints: a critical survey". *Working Paper*, nº 1720. NBER, outubro.
- HUBBARD, R. G. e JUDD, K. L. (1986). "Liquidity constrains, fiscal policy and consumption". *Brookings Papers on Economic Activity*.
- IBGE (1989). "Pesquisa de orçamentos familiares: uma nota divulgada à imprensa". IBGE (*mimeo*).
- KALDOR, N. (1956). "Alternative theories of distribution". *Review Economic Studies*, 23(2).

- KALECKY, M. (1939). *Essays in the theory of economics fluctuations*. Londres: Allen and Unwin.
- \_\_\_\_ (1944). "Professor Pigou on the stationary state — a comment". *Economic Journal*, abril.
- KATONA, George (1960). *The powerful consumer*, New York.
- KEYNES, John Maynard (1923). "Tract on monetary reform". In: *The collected writings of John Maynard Keynes*. Londres: Macmillan/ST Martin's Press, 1971.
- \_\_\_\_ (1929). *Treatise on money*. Cambridge: Macmillan/University Cambridge Press, 1971.
- \_\_\_\_ (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Cambridge: Macmillan/University Cambridge Press, 1973.
- \_\_\_\_ (1940). "How to pay for the war". In: *Essays in persuasion. The collected writings of John Maynard Keynes*. Londres: Macmillan.
- KORNAL, J. (1985). "Economics of shortage". North-Holland, Amsterdam.
- KREGEL, J. A. (1971). *Rate of profit, distribution and growth: two views*. Chicago: Aldine.
- KRUGMAN, Paul e TAYLOR, Lance, (1978). "Contractionary effects of devaluation". *Journal of International Economics*, nº 8.
- LARA RESENDE, André e LOPES, Francisco L. (1981). "Sobre as causas da recente aceleração inflacionária". *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Ipea, dezembro.
- \_\_\_\_ (1984a). "A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial". *Texto para Discussão*. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia.
- \_\_\_\_ (1984b). "A moeda indexada: nem mágica nem panacéia". *Texto para Discussão*, nº 81. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia.
- LELAND, Hayne (1968). "Saving and uncertainty: the precautionary demand for saving". *Quarterly Journal of Economics*, nº 82.
- LEVHARY, D. (1983). The effects of government intermediation in the bonds market on consumer behavior. In: *Inflation, debt and indexation*. Dornbush, R. e Simonsen, M. H. (eds). Cambridge: MIT Press.
- \_\_\_\_ e SRINIVASAN, T. N. (1969). "Optimal savings under uncertainty". *Review of Economics Studies*.
- LIVIATAN, N. (1983). "On the interaction between wage and asset indexation." In: *Inflation, debt and indexation*. Dornbush, R. e Simonsen, M. H. (eds). Cambridge: MIT Press,
- \_\_\_\_ e LEVHARY, D. (1976). "Government intermediation in the index bonds market". *American Economic Review*, nº 66. maio.
- LEVY, JOAQUIM V. F. (1987). "Congelamento parcial, aumento de salário e efeitos na demanda por mão-de-obra". Tese de Mestrado. Rio de Janeiro: EPGE/FGV (mimeo).
- \_\_\_\_ e WERLANG, S. C. (1988). "Congelamento com abono salarial gerando ex-

- cesso de demanda". *Ensaio Econômicos*. Rio de Janeiro: EPGE/FEV.
- LOPES, Francisco L. (1984a). "Só um choque heterodoxo pode derrubar a inflação". *In: O choque heterodoxo*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1986.
- \_\_\_\_ (1984b). "Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas". Texto para Discussão, n° 77. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia; e em *O choque heterodoxo*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1986.
- \_\_\_\_ (1989). *O desafio da hiperinflação: em busca da moeda real*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- LUCAS, R. F. (1976). "Econometric policy revaluation: a critique". *In: R. Brunner e A. Meltzer (Eds.). The Phillips Curve and labour markets*. North-Holland, Amsterdam: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy.
- MODIANO, E. (1985). "O repasse gradual da inflação passada aos preços futuros". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, dezembro.
- \_\_\_\_ (1985a). "Salários, preços e câmbio: os multiplicadores dos choques em uma economia indexada". *Pesquisa e Planejamento Econômico*.
- \_\_\_\_ (1986). "Repases mensais: uma alternativa de política salarial". *In: Da inflação ao Cruzado*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- \_\_\_\_ (1987). "Repases mensais x reajustes trimestrais". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 18, n° 1, abril de 1988.
- MODIGLIANI, F. (1975). "The life cycle hypothesis of saving twenty years later." *In: M. Parkin e A. R. Nobay (eds.). Contemporary issues in economics*. Manchester: Manchester University Press.
- \_\_\_\_ (1971). "Monetary policy and consumption". *In: "Consumer spending and monetary policy: the linkages"*. *Conference Series*, n° 5. Boston: Federal Reserve, Bank of Boston.
- \_\_\_\_ e BRUMBERG, R. (1955a). "Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data." *In: K. Kurihara (ed). Post keynesian economics*. Londres: George Allen & Unwin, Rutgers University Press.
- \_\_\_\_ e BRUMBERG, R. (1955b). "Utility analysis and the consumption functions: an attempt at integration" (*mimeo*).
- \_\_\_\_ e ANDO, A. (1963). "The life-cycle hypothesis of saving: aggregate implications and tests". *American Economic Review*.
- MORAES, P. B. (1988). "A condução da política monetária durante o Plano Cruzado". *Texto para Discussão*, n° 200. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia.
- NERI, Marcelo C. (1986). "O consumo e o acesso às inovações financeiras como defesa inflacionária". Rio de Janeiro: PUC, junho (*mimeo*).
- \_\_\_\_ (1989a). "O Imposto inflacionário e o poder de compra das unidades familiares: um modelo aplicado aos Planos Cruzado e Verão". *Anais da Anpec*, a ser publicado no número de outubro-dezembro de 1990 da RBE.
- \_\_\_\_ (1989b). "Inflação, reindexação salarial e aquecimento de consumo: uma nova perspectiva". *Anais da Anpec*.

- \_\_\_\_\_. (1990a). "A explosão de consumo do Cruzado". *Anais da Anpec*.
- \_\_\_\_\_. (1990b). "Sobre as causas das recentes exacerbações do consumo (1979-1980, 1986 e 1989)". Niterói: UFF (*mimeo*), financiado pelo PNPE.
- \_\_\_\_\_ e WERLANG, S. C. (1990). Efeitos da inflação num modelo intertemporal de consumo". *Anais do XII Encontro Brasileiro de Econometria*.
- OCAMPO, J. A. (1987). "Una evolución comparativa de cuatro planes anti-inflacionarios recientes". Bogotá: Fedesarollo (*mimeo*).
- OLIVEIRA, D.A. R. e CICHELLI, R. V. (1986). "O programa de estabilização econômica e o poder de compra do salário mínimo. *Texto n.º 97*. Ipea/Inpes, outubro.
- PATINKIN, D. (1948). "Price flexibility and full employment". *American Economic Review*, setembro.
- PIGOU, A. C. (1943). "The classical stationary state". *Economic Journal*, dezembro.
- PORTO, Alberto, (1975). "Un modelo simple sobre el comportamiento macroeconómico argentino en el corto plazo". *Desarrollo Económico*, n.º 100.
- RAMOS, J. (1978). "Inflación persistente, inflación reprimida e hiperestagflación: lecciones de inflación y estabilización en Chile". *Desarrollo Económico*, n.º 69, abril.
- ROBINSON, J. (1956). *The accumulation of capital*. Londres: Macmillan.
- ROSSI, José W. (1988). Demanda por moeda no Brasil: o que houve a partir de 1980. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 81, n.º 1, abril.
- SANDMO, A. (1970). The effect of uncertainty on savings decisions. *Review of Economic Studies*, n.º 37, julho.
- SANTOMERO, A. (1974). "A model of the demand for money by households". *The Journal of Finance*.
- SIMONSEN, M. H. (1983). Indexation: current theory and the recent Brazilian experience. *In: Inflation, debt and indexation*. Dornbush, R. e Simonsen, M. H. (eds). Cambridge: MIT Press.
- \_\_\_\_\_ (1984). "Desindexação e reforma monetária. *Conjuntura Econômica*, novembro.
- SINGER, P. (1988). Os impactos do Plano Cruzado sobre renda, emprego, poupança e consumo. São Paulo: Cebrap (*mimeo*).
- TAYLOR, L. (1987). The real wage, output and inflation in the Third World. Cambridge: MIT Press (*mimeo*).
- TOBIN, J. (1947). Liquidity preference and monetary policy. *Review of Economics and Statistics*, maio.
- \_\_\_\_\_ (1951). Relative income, absolute income, and saving. *In: Money, trade and economic growth* (essays in honour of John Henry Williams). New York: Macmillan.
- \_\_\_\_\_ (1952). "Asset holdings and spending decisions". *American Economic Review*.

- \_\_\_\_ (1956). The interest elasticity of transactions demand for cash''. *Review of Economics and Statistics*. agosto.
- \_\_\_\_ (1968). "The consumption function." *In: International Encyclopedia of the Social Sciences*.
- \_\_\_\_ (1970). *Asset accumulation and economic activity*. Chicago: The University Chicago Press.
- \_\_\_\_ (1972). "Wealth, liquidity and the propensity to consume". *In: B Strumpel, J. N. e Morgan, E. Zahn (eds.), Human behaviour in economic affairs (essays in honour of George S. Katona)*. Amsterdam: Elsevier.
- \_\_\_\_ e DOLDE, Walter (1971). "Wealth, liquidity and consumption". *In: "Consumer spending and monetary policy: the linkages". Conference Series, n.º 5*. Boston: Federal Reserve, Bank of Boston.
- VISCONTI, C. (1987). "Os comportamentos defensivos num contexto de alta inflação: um estudo sobre a hiperinflação alemã". Rio de Janeiro: PUC, Tese de Mestrado (*mimeo*).





## ANEXO 1 Indicadores diversos de consumo

MÊS/ ANO	INDICADOR NACIONAL DE CONSUMO (1)	BENS DE CONSUMO TOTAL (2)	BENS DE CONSUMO DURÁVEIS (2)	BENS DE CONSUMO SEMI- DURÁVEIS (2)	BENS DE CONSUMO NÃO- DURÁVEIS (2)	BENS DE CONSUMO TOTAL (3)	BENS DE CONSUMO DURÁVEIS (3)	BENS DE CONSUMO NÃO- DURÁVEIS (3)
Jan.-85	84,84	81,59	97,86	69,49	79,85	95,60	75,22	100,33
Fev.	77,12	77,14	82,99	67,79	82,46	86,42	70,26	91,18
Mar.	88,84	88,34	105,78	81,46	92,05	96,51	82,01	100,76
Abr.	83,87	80,00	86,53	76,97	90,09	88,24	55,76	97,79
Mai.	95,69	98,44	115,85	104,37	95,77	99,94	67,48	109,47
Jun.	91,68	91,40	106,61	104,12	95,83	100,92	76,42	108,12
Jul.	103,87	103,71	117,19	105,67	93,86	115,80	95,73	121,70
Ago.	105,32	108,18	127,96	114,19	96,65	116,35	93,13	123,16
Set.	101,21	101,47	118,92	111,05	91,26	114,29	101,28	118,10
Out.	110,12	111,54	128,87	118,33	98,70	128,52	113,45	132,94
Nov.	111,22	115,23	139,78	127,80	103,36	117,76	103,86	121,84
Dez.	136,69	149,47	189,27	240,60	123,62	105,17	78,88	112,89
Jan.-86	96,92	90,81	111,40	74,35	90,54	107,66	88,52	113,28
Fev.	91,49	90,03	95,68	71,48	88,29	100,15	91,12	102,79
Mar.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Abr.	114,30	111,24	124,14	115,75	99,31	106,05	103,31	106,84
Mai.	124,35	123,01	155,07	130,00	108,07	113,66	110,95	114,45
Jun.	118,88	115,29	136,13	124,96	98,58	116,84	108,10	119,40
Jul.	133,51	126,23	157,86	131,54	110,01	128,28	99,59	136,71
Ago.	126,03	117,84	158,72	119,63	115,14	124,87	100,94	131,90
Set.	137,37	122,84	159,49	117,98	116,90	131,81	119,63	135,65
Out.	149,04	131,33	171,41	127,66	121,04	138,06	120,00	143,36
Nov.	142,49	123,04	176,81	117,95	125,67	123,02	99,67	129,89
Dez.	176,40	156,96	248,77	210,11	149,85	109,70	80,20	118,37
Jan.-87	109,20	94,80	135,23	77,86	96,14	111,94	90,23	118,37
Fev.	100,24	88,46	104,97	83,88	93,81	113,05	98,50	117,32
Mar.	92,02	80,52	94,87	69,80	92,33	114,32	98,24	119,06
Abr.	94,04	81,65	90,56	71,94	93,25	113,74	102,21	117,12
Mai.	98,75	87,79	95,47	104,10	90,54	115,24	99,47	119,87
Jun.	87,59	75,10	83,37	93,58	74,85	117,12	100,67	122,09
Jul.	102,39	83,04	104,90	87,12	76,38	113,80	74,54	125,34
Ago.	109,89	90,60	113,22	89,69	87,19	117,89	92,32	125,39
Set.	102,17	84,83	110,50	78,65	83,38	126,12	105,36	132,21
Out.	107,38	89,30	100,27	87,88	91,21	128,13	107,45	133,82

Fontes:

(1) Ministério da Indústria e do Comércio, Conselho de Desenvolvimento Comercial; Notas CDC/CPE, nº 6/87 e 4/88.

(2) Federação do Comércio de São Paulo.

(3) Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

ANEXO 2  
Federação do Comércio de São Paulo — Categorias de uso

MÊS/ ANO	CONCESSIONÁRIA DE VEÍCULOS	AUTO- ACESSÓRIOS	LOJAS DE DEPARTAMENTO	UTILIDADES DOMÉSTICAS	MÓVEIS E DECORAÇÕES	CHEFFITO E FORTICAS	COMÉRCIO DE CALÇADOS	COMÉRCIO DE TECIDOS	COMÉRCIO DE VESTUÁRIO	FARMÁCIAS E DROGARIAS	COMÉRCIO/ SUPERMERCADOS
Jan-85	69,52	105,2	61,14	66,68	42,47	72,94	84,59	74,67	56,33	82,27	123,35
Fev.	59,75	98,41	51,37	54,23	40,78	57,36	87,96	61,05	56,05	74,7	128,67
Mar.	63,16	99,55	72,32	64,26	47,54	67,86	104,44	78,62	65,86	91,9	142,57
Abr.	47,02	106,71	57,83	63,88	30,74	60,06	102,3	68,65	61,7	73,59	141,56
Ma.	68,38	135,6	82,34	75,85	49,67	63,02	137,1	95,51	83,92	89,17	149,15
Jun.	49,57	109,27	75,69	71,42	43,52	60,21	135,74	92,69	86,06	90,28	149,1
Jul.	84,56	158,35	73,14	89,52	51,86	73,72	132,53	99,57	89,4	101,18	144,45
Ago.	88,87	135,68	83,59	71,42	55,63	76,03	141,42	114,1	94,83	96,2	149,74
Set.	84,04	120,88	74,78	92,33	53,66	69,47	119,23	108,65	110,86	93,91	141,01
Out.	100,93	127,99	80,45	96,25	59,76	78,73	150,7	134,44	85,7	104,73	152,1
Nov.	99,08	135,09	96,39	103,07	56,03	77,24	166,59	126,6	98,83	107,03	159,61
Dez.	85,11	138,31	142,62	122,63	63,85	113,17	385,11	112,06	185,39	122,91	191,53
Jan-86	69,58	151,32	69,38	80,04	48,84	77,56	77,12	91,03	67,05	108,69	138,04
Fev.	96,46	131,73	57,37	69,58	48,28	60,4	82,11	71,52	65,41	107,3	134,37
Mar.	90,21	121,84	63,47	61,78	48,98	69,42	134,49	83,63	81,63	115,38	132,93
Abr.	104,9	127,06	71,46	101,72	59,28	78,61	139,31	117,4	99,04	126,42	150,42
Ma.	107,63	140,73	92,46	142,66	67,86	81,06	152,56	147,06	112,19	155,98	161,41
Jun.	100,9	163,51	80,43	112,98	65,33	78,02	137,73	143,28	110,17	157,92	145,29
Jul.	97,69	180,04	97,75	117,25	75,49	95,35	140,07	158,92	116,31	167,91	163,17
Ago.	63,38	163,29	115,06	117,82	80,47	98,19	120,63	149,16	102,14	171,08	171,36
Set.	80,89	176,38	97,6	117,82	76,69	99,59	121,68	157,16	100,28	174,83	173,83
Out.	89,07	204,09	108,41	115,65	78,63	117,72	122,08	190,79	106,56	182,11	179,86
Nov.	56,88	179,81	110,08	130,33	86,13	103,43	114,69	149,87	110,75	176,16	188,35
Dez.	42,3	187,44	174,14	184,07	82,95	159,84	277,07	156,25	187,1	194,82	226,49
Jan-87	52,21	164,9	71,76	113,56	60,84	106,29	69,82	117,72	68,68	170,88	139,59
Fev.	55,02	136,89	53,92	76,16	54,18	89,79	78,58	109,11	80,11	161,2	136,91
Mar.	44,23	133,88	57,05	68,12	43,67	67,45	63,43	89,76	64,18	155,2	135,17
Abr.	49,33	134,79	52,63	73,27	38,69	65,33	70,69	81,93	71,9	114,81	141,73
Ma.	50,36	138,16	64,29	69,83	34,68	64,31	120,84	83,12	105,27	122,79	136,21
Jun.	37,94	105,21	51,57	64,17	32,48	61,14	111,57	74,55	91,93	104,99	112,17
Jul.	61,28	128,23	64,29	84,28	36,9	77,9	101,93	74,2	84,9	113,76	113,63
Ago.	67,28	145,52	67,99	97,51	38,72	85,82	93,71	84,82	93,56	120,76	130,86
Set.	61,11	135,49	73,84	78,82	42,39	75,41	79,83	82,94	79,71	111,45	125,67
Out.	65,16	144,01	62,08	74,98	39,27	76,71	97,23	92,05	81,76	122,84	137,32
Nov.	58,58	148,77	70,15	74,07	39,5	78,82	94,69	82,52	102,98	108,78	130,74
Dez.	63,62	136,91	113,28	92,44	46,94	113,13	204,13	70,22	202,77	110,21	171,04

ANEXO 3  
**Indicador do nível nacional de consumo por categorias de uso**  
**(Variação percentual sobre o mês anterior — valores reais)**

PERÍODO	BENS DE CONSUMO DURÁVEIS	BENS DE CONSUMO SEMIDURÁVEIS	BENS DE CONSUMO IMEDIATO	MATERIAIS DE CONSTRUÇÃO
Jan.-86	-23,1	-50,1	-22,9	2,4
Fev.	-0,7	-11,2	-5,9	-13,3
Mar.	0,8	28,8	12,0	7,1
Abr.	20,9	25,0	-0,4	19,3
Mai.	6,8	18,2	9,4	4,1
Jun.	-6,7	3,6	-7,4	1,1
Jul.	13,0	9,9	9,9	24,4
Ago.	-11,4	-5,7	17,8	-0,6
Set.	18,7	2,2	1,1	7,2
Out.	10,2	11,6	3,9	6,8
Nov.	-11,0	3,2	0,7	-3,7
Dez.	4,6	76,0	18,9	-0,9
Jan.-87	-25,2	-61,8	-30,0	-13,0
Fev.	-10,3	-7,6	-3,8	-13,5
Mar.	-10,1	-14,7	0,1	-9,3
Abr.	-3,6	9,3	7,3	-5,8
Mai.	0,2	30,1	-2,8	-9,0
Jun.	-14,7	-9,8	-9,7	-4,6
Jul.	43,7	-3,6	4,4	25,0
Ago.	6,4	6,9	11,4	2,9
Set.	-4,0	-12,4	-8,1	0,2
Out.	2,5	7,2	7,9	1,6
Nov.	-6,5	3,8	-8,2	-6,1
Dez.	24,0	81,8	30,9	-1,5

Fonte: Ministério da Indústria e do Comércio, Conselho de Desenvolvimento Comercial, Notas CDC/CPE, nºs 6/87 e 4/88.

## ANEXO 4

**Indicador do nível nacional de consumo por ramos de atividades\***  
**(Variação percentual sobre o mês anterior — valores reais)**

PERÍODO	CONCESSIONÁRIA DE VEÍCULOS	LOJAS DE DEPARTAMENTOS	LOJAS DE CALÇADOS DOMÉSTICAS	CONFECÇÃO-SOM E ÓTICAS	MOBÍLIAS E DECORAÇÕES	ARTOPEÇAS
Jan.-86	-15,4	-45,0	-30,4	-28,5	-29,0	11,0
Fev.	17,6	-13,2	-19,3	-17,9	-7,6	-13,7
Mar.	-2,2	9,9	0,5	17,9	14,5	-0,7
Abr.	17,6	8,8	52,5	23,4	35,0	15,8
Mai.	-2,7	24,0	28,6	8,8	11,5	8,3
Jun.	-5,1	-12,5	-16,5	-4,9	-7,7	12,0
Jul.	7,4	20,6	12,4	21,4	28,9	12,2
Ago.	-22,5	10,1	-16,3	1,4	0,7	-3,8
Set.	34,5	3,1	9,1	4,4	6,0	7,7
Out.	9,9	24,8	6,5	10,7	3,6	9,7
Nov.	-25,9	6,5	8,4	-4,0	12,7	-15,2
Dez.	-36,1	68,1	33,5	37,0	14,9	-30,8
Jan.-87	40,7	-60,1	-41,4	-34,4	-45,8	9,9
Fev.	3,2	-22,6	-25,0	-13,9	-20,7	2,7
Mar.	-11,5	-16,7	-7,1	-19,7	-28,5	16,7
Abr.	-5,6	7,2	5,8	-5,2	-2,9	-11,3
Mai.	-0,8	18,8	-10,5	-12,0	-2,4	1,9
Jun.	-16,2	-18,1	-12,8	-8,4	-8,5	-16,7
Jul.	54,0	32,2	57,4	34,3	34,2	24,8
Ago.	6,5	0,4	12,9	5,8	8,9	8,9
Set.	-4,7	-0,9	-16,2	-7,6	-0,5	7,2
Out.	5,0	7,2	0,6	-1,0	-4,1	-2,5
Nov.	-14,2	1,2	-4,0	1,2	1,0	-10,4
Dez.	13,0	75,5	24,7	34,6	20,7	-1,5

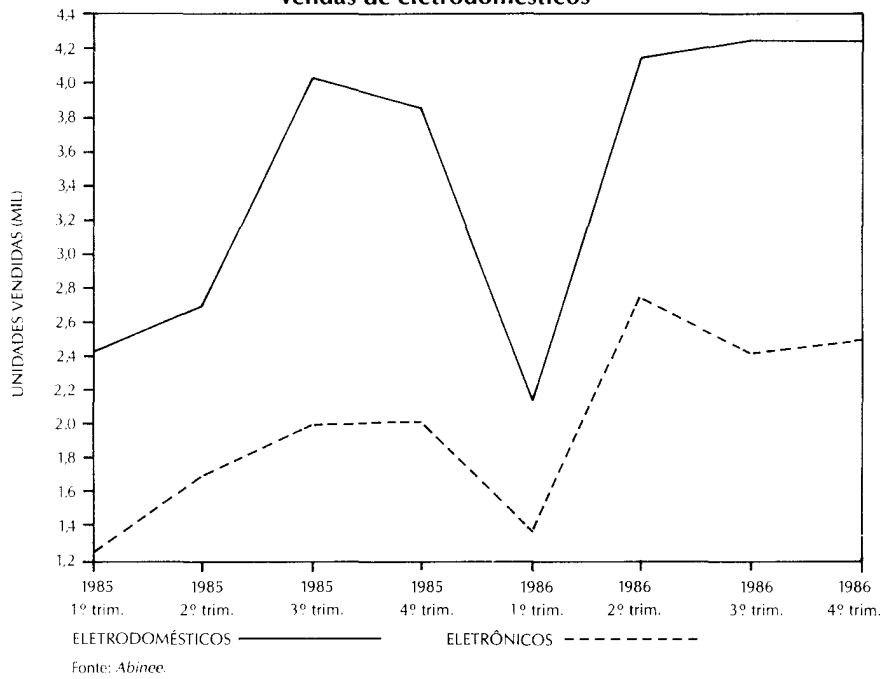
Fonte: Ministério da Indústria e do Comércio, Conselho de Desenvolvimento Comercial, Notas CDC/CPE, nºs 6/87 e 4/88.  
 (\*) Ver Tabela 2.

**Indicador do nível nacional de consumo por ramos de atividades\***  
**(Variação percentual sobre o mês anterior — valores reais)**

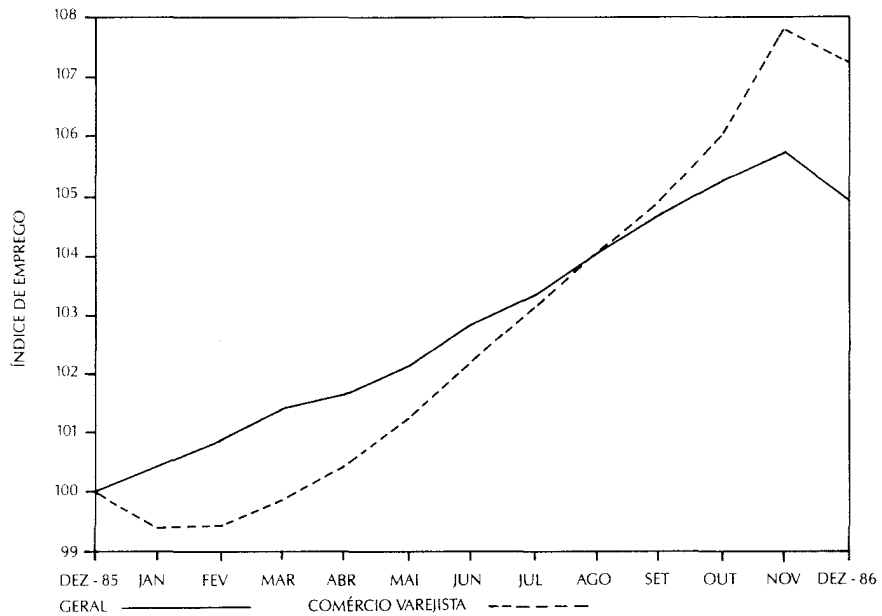
PERÍODO	VESTUÁRIO	TECIDOS	CALÇADOS	SUPERMERCADOS	FARMÁCIAS, DROGARIAS E PERFUMARIAS	MATERIAIS DE CONSTRUÇÃO
Jan.-86	- 50,4	- 28,2	- 56,7	- 23,8	- 11,3	2,4
Fev.	- 11,9	- 17,3	- 3,9	- 6,0	- 5,1	- 13,3
Mar.	25,8	17,9	37,3	12,1	12,0	7,1
Abr.	26,8	45,2	15,8	- 1,8	15,6	19,3
Mai.	19,4	11,4	20,9	9,3	12,9	4,1
Jun.	6,2	5,3	- 0,5	- 8,8	3,4	1,1
Jul.	6,1	11,2	13,6	10,0	12,6	24,4
Ago.	6,5	- 0,9	5,6	1,8	0,4	- 0,6
Set.	2,9	11,2	- 2,4	0,7	5,4	7,2
Out.	12,1	13,6	10,1	3,6	3,5	6,8
Nov.	6,4	- 1,4	4,9	0,9	- 4,8	- 3,7
Dez.	78,7	23,4	105,4	20,3	10,7	- 0,9
Jan.-87	- 64,1	- 32,1	- 68,2	- 32,0	- 12,2	13,0
Fev.	- 14,6	- 5,3	- 2,8	- 3,9	- 0,8	- 13,5
Mar.	- 10,9	- 21,3	- 12,6	1,7	- 9,9	- 9,3
Abr.	13,8	- 1,0	15,7	8,9	- 5,6	- 5,8
Mai.	27,6	- 3,6	54,4	- 3,0	- 2,0	- 9,0
Jun.	- 12,9	- 13,9	- 5,6	- 9,6	- 10,1	- 4,6
Jul.	- 4,8	10,2	- 7,1	5,0	4,3	25,0
Ago.	8,0	13,2	0,7	12,1	4,3	2,9
Set.	- 11,3	- 3,4	- 13,6	- 8,4	- 8,1	0,2
Out.	1,1	2,1	16,6	8,5	4,2	1,6
Nov.	9,3	4,0	2,0	- 9,2	- 1,1	- 6,1
Dez.	96,2	5,9	101,2	32,7	9,7	- 1,5

Fonte: Ministério da Indústria e do Comércio, Conselho de Desenvolvimento Comercial, Notas CDC/CPE, n.º 6/87 e 4/88.  
 (\*) Ver Tabela 2.

ANEXO 6  
**Vendas de eletrodomésticos**



ANEXO 7  
**Índices de emprego geral 'versus' comércio varejista no pós-Cruzado**



ANEXO 8  
Distribuição de dividendos e inflação entre as 300 maiores S.A.

EMPRESA	LUCRO POR AÇÃO	LUCRO NO ENCERRAM. DO EXERCÍCIO	DIVIDENDO POR AÇÃO	DIVIDENDO RELATIVO A	DIVIDENDO DATA DA AGE	DIVIDENDO DATA DA DISTRIB.
1 Aços Anhangüera S.A.	-1,41	31.12.85			18.8.86	
2 Aços Villares S.A.	2,33	31.10.85		31.10.85	30.4.86	29.8.86
3 Adubos Trevo S.A.	1,12	31.12.85	0,27	31.12.85	18.4.86	2.6.86
4 Agrale S.A.	65,16	31.12.85	15,47	31.12.85		14.5.86
5 Anderson Clayton S.A.	0,02061	31.3.85		31.3.85	28.4.86	
6 Aquatec Química S.A.	1,76	31.12.85	0,8	31.12.85	21.3.86	28.4.86
7 Aracruz Celulose S.A.	67,87	31.12.85	20	31.12.85		28.5.86
8 Arno S.A.	-0,006	31.3.85			28.8.86	
9 Artex S.A.	80	30.6.85	10	30.6.85		12.9.86
10 Arthur Lange S.A.	-277	31.1.85				
11 Atma S.A.	4,9	31.12.85			27.6.86	
12 Avipal S.A.	0,51	31.12.85	0,464	31.12.85	30.4.86	30.6.86
13 Azevedo e Travassos S.A.	0,2	31.12.85	0,02	31.12.85	18.4.86	28.5.86
14 Bahema S.A.	2,08	2.1.86	0,77	8.1.86		20.5.86
15 Bamerindus S.A. Adm. e Serv.	0,06	30.6.86	0,06		31.1.86	
16 Banco da Amazônia S.A.	2,08	31.12.85	0,5	31.12.85	13.8.86	31.1.86
17 Banco Boavista S.A.	-10,2	30.6.86	15	30.6.86	1.7.86	13.8.86
18 Banco Bradesco de Invest. S.A.	2,3172	30.6.85		30.6.85	21.7.86	1.7.86
19 Banco do Brasil S.A.	23,16	30.6.86	5,66	30.6.86	1.7.86	25.8.86
20 Bradesco S.A.	1,062	30.6.86	0,15	30.6.86	29.4.86	1.7.86
21 Banco Crefisul de Invest. S.A.	1044,6	31.12.85	70	31.12.85	21.7.86	23.5.86
22 Banco Econômico S.A.	0,98	30.6.85		30.6.85	30.4.86	22.7.86
23 Banerji S.A.	5,0883	31.12.85	0,08	31.12.85	18.8.86	17.6.86
24 Banespa S.A.	-1,4	30.6.86	0,09	30.6.86		12.9.86
25 Banco Itau S.A.	1,66	30.6.86	0,07	30.6.86	4.8.86	

(continua)

*(continuação)*

EMPRESA	LUCRO POR AÇÃO	LUCRO NO EXERCÍCIO	DIVIDENDO POR AÇÃO	DIVIDENDO RELATIVO A	DIVIDENDO EM DPA ACJ	DIVIDENDO DATA DA EMPRESA
26 Banco Merc. de S. Paulo S.A.	0,78	30.6.86	0,13	30.6.86	1.8.86	4.8.86
27 Banorte S.A.	0,25	30.6.86	0,05	30.6.86		1.8.86
28 Baptista da Silva S.A.	1,23	31.12.85			28.10.85	
29 Bardella S.A.	45,91	30.6.85	4,86	30.6.85	31.8.86	15.1.86
30 Barreto de Araujo S.A.	2,39	30.4.86	0,67	30.4.86		
31 Bérgamo Cia. Ind.	0,014	30.6.86			30.4.86	
32 Beta S.A.	0,32	31.12.85	0,74	31.12.85		
33 Bicicletas Calóí S.A.	-17,03	30.6.86			29.4.86	
34 Biobrás S.A.	0,4	31.12.85	0,126	31.12.85	29.4.86	20.6.86
35 Bombril S.A.	0,61	31.12.85	0,15	31.12.85		19.4.86
36 Borella S.A.	-0,01	31.12.85			22.4.86	
37 Borghoff S.A.	121,59	31.12.85	28,9	31.12.85		6.6.86
38 Brasiljua S.A.	0,82	31.12.85			30.4.86	
39 Brasinca S.A.	12,35	31.12.85	0,069	31.12.85	30.7.86	10.6.86
40 Brasmotor S.A.	4,53	31.5.85		31.5.85	30.5.86	4.8.86
41 Brinquedos Mimo S.A.	1,17	31.12.85	0,112	31.12.85	10.3.86	30.7.86
42 Buettner S.A.	2,59	31.12.85	0,58	31.12.85	30.6.86	10.3.86
43 Café Solúvel Brasília S.A.	1,01	31.12.85	0,066	31.12.85		10.7.86
44 Calfat S.A.	-0,48	31.12.85			25.10.85	
45 Cambuci S.A.	0,28	30.6.85	0,004	30.6.85	16.4.86	20.12.85
46 Casa José Silva S.A.	1,58	31.12.85	0,5	31.12.85		9.6.86
47 Casa Masson S.A.	-2,4	31.12.85			2.4.86	
48 CBV Ind. Mecânica S.A.	1,01	30.6.86	6,71	31.12.85	25.4.86	20.6.86
49 Eletrobrás S.A.	35,99	31.12.85	0,26	30.1.86		28.4.86
50 Ceval Agro Industrial S.A.	1,2	30.1.86				
51 Acesta	-2,07	31.12.85			29.4.86	
52 Cia. Antártica	133,48	31.12.85	20	31.12.85	29.4.86	29.4.86

*(continua)*



(continuação)

NOME DA EMPRESA	LUCRO POR AÇÃO	LUCRO NO EXERCÍCIO	DIVIDENDO POR AÇÃO	DIVIDENDO RELATIVO A	DIVIDENDO DATA DA AÇÃO	DIVIDENDO DATA DA DISTRIB.
53 Caemi	239,36	31.12.85	12	31.12.85	3.9.86	22.5.86
54 Cia. Petr. Ipiranga	0,1	30.6.86	0,06	30.6.86	30.4.86	25.9.86
55 Cia. Cacique	6,198	31.12.85	1,11	31.12.85	3.4.86	19.6.86
56 Cia. Bráhma	4,57	31.12.85	1,5	31.12.85	25.4.86	6.5.86
57 Cia. Docas de Imbituba	2,41	31.12.85	0,7	31.12.85	30.4.86	10.7.86
58 Cemig	0,25	31.12.85	0,1	31.12.85		27.7.86
59 Cia. Fáb. Tec. D. Isabel	1,21	31.12.85			15.8.86	
60 Cia. Ferro Brasileiro	0,7	30.6.86	0,2	30.6.86	23.4.86	5.9.86
61 Ferbasa	2,47	31.12.85	0,6	31.12.85	29.4.86	2.6.86
62 Cia. Cataguases Leopoldina	1,62	31.12.85	0,06	31.12.85	29.4.86	19.6.86
63 Cia. Hering	5,18	31.12.85	0,5	31.12.85	24.7.86	16.6.86
64 Cia. Iguaçú	13,15	30.6.86	1,3	30.6.86		15.8.86
65 Cia. Ind. Belo Horizonte	2,14	30.11.85				
66 Cia. Cica	-0,002	30.4.86			26.3.86	
67 Cinaf	41,19	31.12.85	30	31.12.85		7.5.86
68 Cia. Ind. Santa Matilde	52,58	31.12.85			30.4.86	
69 Cia. Investiplan	0,25	31.12.85	0,15	31.12.85	29.4.86	30.4.86
70 Cia. lochpe	3,05	31.12.85	0,2	31.12.85	14.5.86	6.6.86
71 Lorenz	2,82	31.1.86	1	31.1.86		17.6.86
72 Cia. Metal. Barbará	0,12	31.12.85			22.5.86	
73 Cia. Minuano	0,23	31.12.85	0,05	31.12.85	30.4.86	22.5.86
74 Cimepar	13,44	31.12.85	4,2	31.12.85	4.3.86	30.4.86
75 Cia. Parabuna de Metais	0,9521	31.12.85	0,3	31.12.85	30.4.86	1.4.86
76 Cia. Paulista de Ferro Ligas	0,64	31.12.85	0,17	31.12.85	29.4.86	29.5.86
77 Cia. Paulista de Fertilizantes	0,26	31.12.85	0,2	31.12.85		29.4.86
78 Cia. Paulista de Força e Luz	0,95	31.12.85			14.4.86	
79 Cia. Fábrica Bangu	0,55	31.12.85	0,418	31.12.85		15.5.86

(continua)

(continuação)

NOME DA EMPRESA	LUCRO POR AÇÃO	LUCRO NO EXERCÍCIO	DIVIDENDO POR AÇÃO	DIVIDENDO RELATIVO A	DIVIDENDO DATA DA AGE	DIVIDENDO DATA DA DISTRIB.
80 Cia. Riogr. de Aduhos	2	31.12.85			30.4.86	
81 Cia. Santista de Papel	513,22	31.12.85	119,66	31.12.86	31.3.86	20.6.86
82 Cia. Belgo-Mineira	5,52	31.12.85	1,85	31.12.85	9.9.86	2.5.86
83 Cosigua	0,23	30.6.86	0,06	30.6.86		9.9.86
84 Cia. Siderúrgica Nacional	-38,118	31.12.85			30.4.86	
85 Cia. Siderúrgica Pains	7,8	31.12.85	7,4	31.12.85		9.6.86
86 Cia. Souza Cruz	25,6	30.6.86	10	30.6.86	29.4.86	15.8.86
87 Cia. Suzano	2,02	31.12.85	0,43	31.12.85	30.1.86	23.6.86
88 Cia. T. Janer	8,19	28.2.86	3,2	28.2.86		
89 Cia. Ferreira Guimarães	18,22	30.6.86	5,1	30.6.86		11.8.86
90 Cia. Têxtil Karsten	8,8	30.6.86			3.4.86	
91 Cia. Vale do Rio Doce	118,57	31.12.85	33	31.12.85	9.9.86	8.5.86
92 Cia. Santa Marina	1	30.6.86	0,59	30.6.86	29.8.86	
93 Citro Pectina S.A.	0,73	3.4.86	0,069	3.4.86		9.9.86
94 Cobrasma S.A.	-2,45	31.12.85				
95 Coest S.A.	3,4	30.6.86				
96 Coltex Figor S.A.	0,55	30.4.86				
97 Condugel S.A.	17,21	31.12.85			29.4.86	
98 Contab Industrial S.A.	21,35	31.12.85	5,08	31.12.85	11.4.86	21.5.86
99 Confec. Guatarapes S.A.	7,02	31.12.85	1	31.12.85	30.4.85	2.6.86
100 Camargo Corrêa S.A.	201,69	31.12.85	54,51	31.12.85		7.7.86
101 Construtora Beter S.A.	0,17	31.12.85			30.4.86	
102 Constr. Mendes Junior S.A.	9,45	31.12.85	0,16	31.12.85	12.5.86	1.8.86
103 Constr. Norberto Odebrecht S.A.	3,668	31.12.85	9	31.12.85	30.7.86	31.3.86
104 Consuli S.A.	86	31.12.85	53,5	31.12.85	20.8.86	1.8.86
105 Copene Petroquímica S.A.	1,95	31.7.86	0,7	31.7.86		29.8.86
106 Corbeta S.A.	0,73	31.12.85				

(continua)

(continuação)

NOME DA EMPRESA	LUCRO POR AÇÃO	LUCRO NO ENCAM. DO EXERCÍCIO	DIVIDENDO POR AÇÃO	DIVIDENDO RELATIVO A	DIVIDENDO DATA DA AGE	DIVIDENDO DATA DA DISTRIB.
107 Correa Ribeiro S.A.	-0,19	31.3.85	0,2	31.1.86	3.9.86	20.6.86
108 Cruzeiro do Sul S.A.	-0,19	31.12.85	0,06	30.6.86	30.8.85	25.9.86
109 Curt S.A.	-0,71	31.12.85	0,46	30.4.85	30.4.86	8.11.86
110 D. F. Vasconcelos S.A.	1,62	31.12.85	0,393	31.12.85	17.2.86	21.7.86
111 Dedini S.A.	0,08	31-12-85	0,1	31.12.85	6.3.86	21.3.86
112 DHB S.A.	0,64	31.1.86	0,06	28.2.86	31.7.85	6.3.86
113 Distrib. Petróleo Ipiranga S.A.	0,18	30.6.86	0,081	31.3.85		20.9.85
114 Dova S.A.	1,84	30.4.85				
115 Docas S.A.	1,07	31.12.85				
116 Duratex	0,39	31.12.85				
117 Eberle S.A.	0,45	28.2.86				
118 Elebra	0,29	31.3.85				
119 Eletrodigi S.A.	-5,33	31.12.85				
120 Eletromotores Weg S.A.	10	30.6.86	1	30.6.86	25.7.86	29.8.86
121 Engesa S.A.	-271,24	31.12.85	0,02	31.12.85	29.4.86	14.7.86
122 Eluma S.A.	-0,14	31.12.85				
123 Engevix S.A.	0,9	28.2.86				
124 Ericsson S.A.	1,11	31.12.85	1,05	31.12.85	31.3.86	6.5.86
125 Eternit S.A.	118,12	31.12.85	60	31.12.85	28.4.86	20.6.86
126 Eucatex S.A.	3,35	31.12.85	0,8	31.12.85	30.4.86	27.6.86
127 Fertissul S.A.	-0,000004	31.12.85	0,12	31.12.85	11.7.86	10.6.86
128 Tecelagem São José S.A.	1,38	30.6.86	0,12	30.6.86	30.4.86	1.8.86
129 Fibam	0,68	31.12.85	0,016	31.12.85		4.7.86
130 FNV — Veículos e Equip. S.A.	-2,61	31.12.85			30.4.86	
131 Taurus S.A.	15,51	31.12.85	4,71	31.12.85	30.4.86	18.7.86
132 Frango Sul	1,31	31.12.85	0,3	31.12.85	18.3.86	30.4.86
133 Freios Varga S.A.	0,92	31.12.85	0,36	31.12.85	2.7.86	18.3.86

(continua)

(continuação)

RAZÃO SOCIAL DA EMPRESA	LUCRO POR AÇÃO	LUCRO NO EXERCÍCIO	DIVIDENDO POR AÇÃO	DIVIDENDO RELATIVO A	DIVIDENDO DATA DA AÇÃO	DIVIDENDO DATA DA DISTRIB.
134 Frigobras	0,64	30,6,86	0,1	30,6,86	31,10,85	2,7,86
135 Banco Banerindus S.A.	1,78	31,12,85	0,06	31,12,85		
136 Tupy S.A.	0,96	1,4,85	0,06	1,4,85		12,11,85
137 Gazola S.A.	0,26	30,6,86		30,6,86	30,4,86	
138 Glasslite S.A.	175,16	31,12,85	0,416	31,12,85	30,4,86	18,7,86
139 Goyana	146,73	31,12,85	35	31,12,85	30,4,86	14,7,86
140 Granóleo S.A.	0,76	31,12,85	0,19	31,12,85	3,7,86	30,4,86
141 Graziotin S.A.	1,4	31,5,86	0,31	31,5,86		29,8,86
142 Gurgel S.A.	0,74	31,12,85			27,6,86	
143 Hércules S.A.	-0,1863	28,2,86	0,195	28,2,86	29,4,86	21,7,86
144 IAP S.A. — Ind. de Fertil.	-0,57	31,12,85	0,7	31,12,85		29,4,86
145 Ifema S.A.	0,05	31,12,85			29,4,86	
146 Gradiente S.A.	0,4	31,12,85	0,11	31,12,85	16,4,86	29,4,86
147 Klabin S.A.	4,324	31,12,85	0,8	31,12,85	25,4,86	12,5,86
148 Lacta S.A.	1,07	31,12,85	0,28	31,12,85	22,4,86	1,8,86
149 Ind. J. B. Duarte S.A.	0,43	31,12,85	0,1	31,12,85	29,4,86	10,7,86
150 Ind. Madeirit S.A.	-1,08	31,12,85	0,26	31,12,85	31,3,86	29,4,86
151 Ind. Micheletto S.A.	1,44	31,12,85	0,22	31,12,85	25,3,86	24,4,86
152 Ind. Romi S.A.	132,72	31,12,85	34	31,12,85	30,4,86	6,5,86
153 Ind. Texteis Barbero S.A.	-0,47	31,12,85	7,42	31,12,85	17,4,86	30,4,86
154 Ind. Texteis Renaux S.A.	1,66	31,12,85	0,4	31,12,85		20,5,86
155 Ind. Villares S.A.	-0,31	31,1,86				
156 Investec S.A.	0,3	31,12,85				
157 Itap S.A. Embalagens	0,08	31,12,85				28,2,86
158 Itau Tecnologia S.A.	0,03	16,10,85				24,3,86
159 J. H. Santos S.A.	0,14	30,10,85	0,0205	30,10,85		22,4,86
160 João Fortes Engenharia S.A.	5,97	31,12,85	4,205	31,12,85		23,4,86

(continua)

(continuação)

NOME DA EMPRESA	LUCRO POR AÇÃO	LUCRO NO ENCERRAM. DO EXERCÍCIO	DIVIDENDO POR AÇÃO	DIVIDENDO RELATIVO A	DIVIDENDO DATA DA AGE	DIVIDENDO DATA DA DISTRIB.
161 Kaliti Sebbe S.A.	24,52	31.7.85	0,027	31.7.85	29.11.85	
162 Kepler Weber S.A.	0,77	31.12.85	0,1839	31.12.85	29.4.86	29.4.86
163 Labra S.A.	-0,07	31.7.86	0,135	31.7.86	30.4.86	29.8.86
164 La Fonte S.A.	1,7	31.12.85	0,403	31.12.85	31.3.86	11.7.86
165 Lark S.A.	13,87	31.12.85	2,37	31.12.85	30.4.86	31.3.86
166 Light S.A.	0,186	31.12.85	0,156	31.12.85	5.8.86	4.7.86
167 Limasa S.A.	19,9	30.6.86	0,92	30.6.86	31.1.86	5.8.86
168 Lojas Americanas S.A.	42,52	1.10.85	9,96	1.10.85	18.8.86	
169 Lojas Brasileiras S.A.	1	30.6.86	0,1	30.6.86	30.4.86	29.8.86
170 Lojas Renner S.A.	1,45	31.12.85	0,35	31.12.85		2.6.86
171 Luxma S.A.	4,4	31.1.86			6.1.86	
172 Magnesita S.A.	-0,8	31.12.85	0,3	31.12.85	24.3.86	6.1.86
173 Manasa S.A.	0,4217	31.12.85	0,16	31.12.85	25.4.86	6.5.86
174 Manah S.A.	1,89	31.12.85	0,46	31.12.85	12.4.86	2.6.86
175 Mannesmann S.A.	3	31.12.85	0,57	31.12.85	21.2.86	22.5.86
176 Estrela S.A.	0,7339	31.12.85	0,22	31.12.85	25.3.86	21.2.86
177 Marcopolo S.A.	9,82	31.12.85	2,11	31.12.85	30.4.86	6.5.86
178 Massey Perkins S.A.	69,247	31.12.85	6,2	31.12.85	13.3.86	25.7.86
179 Mecânica Pesada S.A.	9,75	31.12.85	2,3	31.12.85	28.2.86	15.5.86
180 Mesbla S.A.	1,68	31.12.85	0,3	31.12.85	23.7.86	28.2.86
181 Metal S.A.	1,18	30.6.86	0,157	30.6.86	30.4.86	1.9.86
182 Metalúrgica Cerdau S.A.	1,04	31.12.85	0,24	31.12.85	2.7.86	13.6.86
183 Metalúrgica Wetzel S.A.	0,47	30.6.86	0,1	30.6.86	25.4.86	2.7.86
184 Meitisa S.A.	0,78	30.6.85	3,2	30.6.85	27.1.86	19.5.86
185 Microlab S.A.	6,03					
186 Moirinho da Lapa S.A.						
187 Moirinho Fluminense S.A.						

(continuação)

NOME DA EMPRESA	LUCRO POR AÇÃO	LUCRO NO EXERCÍCIO	DIVIDENDO POR AÇÃO	DIVIDENDO RELATIVO A	DIVIDENDO DATA DA AGE	DIVIDENDO DATA DA DISTRIB.
188 Montreal Empreend. S.A.	3,19	30,9,85	0,7	30,9,85	30,5,86	24,2,86
189 Multêxtil	1,52	31,12,85		31,12,85	30,5,86	
190 Müller S.A.	2,53	31,1,86	0,037	31,1,86	22,7,86	1,8,86
191 Nacional S.A. — Banco	2,8791	31,12,85	0,954	31,12,85	25,4,86	22,7,86
192 Nakata S.A.	81,94	31,12,85	20,5	31,12,85		6,6,86
193 Nitrocarbono S.A.	-1,1	31,10,85			14,3,86	
194 Oliveira S.A.	3,48	31,12,85	0,87	31,12,85		5,5,86
195 Orion S.A.	-0,83	31,12,85			5,3,86	
196 Paranapanema	3,74	31,12,85	0,75	31,12,85	16,4,86	2,4,86
197 Perdigão Agroindústria S.A.	3,14	31,12,85	0,392	31,12,85		16,4,86
198 Perdigão Alimentos S.A.	9,34	31,12,85			17,4,86	
199 Perdigão S.A. Com. e Ind.	1,58	31,12,85	0,5	31,12,85	25,4,86	17,4,86
200 Perfumarias Phebo S.A.	31,27	31,12,85	7,42	31,12,85	30,1,86	25,4,86
201 Persianas Columbia S.A.	0,16	30,9,85	0,04	30,9,85		21,3,86
202 Persico Pizzamiglio	-2,17	31,12,85			12,8,86	
203 Petrobrás	152,82	30,6,86	16	30,6,86		17,9,86
204 Pettenati S.A.	0,33	30,6,86			28,7,86	
205 Pirelli S.A.	0,37	30,6,86	0,15	30,6,86	6,2,86	1,8,86
206 Polipropileno S.A.	1,37	31,10,85	0,237	31,10,85		14,3,86
207 Polymax Informática	-1,19	31,12,85			25,8,86	
208 Prometal S.A.	0,06	30,6,86	0,016	30,6,86	28,10,85	19,9,86
209 Propasa S.A.	0,55	30,6,85	0,164	30,6,85	30,5,86	23,12,85
210 Prosdócimo S.A. Import. e Com.	61,05	31,1,86	5,57	31,1,86	26,7,86	14,8,86
211 Quimísinos	0,32	30,6,86	0,2	30,6,86	30,4,86	26,7,86
212 Randon	1,95	31,12,85	0,48	31,12,85	30,4,86	3,6,86
213 Química Geral do Nordeste S.A.	0,55	31,12,85	0,15	31,12,85	29,7,86	30,4,86
214 Real S.A. Part. e Administr.	4,22	30,6,86	0,09	30,6,86		31,7,86

(continua)

(continuação)

NOME DA EMPRESA	LUCRO POR AÇÃO	LUCRO NO ENGERRAM. DO EXERCÍCIO	DIVIDENDO POR AÇÃO	DIVIDENDO RELATIVO A	DIVIDENDO DATA DA ACE	DIVIDENDO DATA DA DISTRIB.
215 Reclusul S.A.	0,7	31.12.85			3,9.86	
216 Refinaria de Petróleo Ipiranga	0,16	30.6.86	0,06	30.6.86	30.4.86	25.9.86
217 Refrigeração Paraná S.A.	0,96	30.6.86				
218 Ripasa S.A.	1,09	31.12.85	0,17	31.12.85	30.4.86	20.6.86
219 Onitex S.A.	1,05	31.12.85	0,07	31.12.85		30.4.86
220 Pirâmides Brasília S.A.	0,252	31.12.85			30.4.86	
221 Fábrica de Produtos Alim. Vigor	0,15	31.12.85	0,04	31.12.85	30.4.86	5.6.86
222 Ind. e Com. Chapecó	3,37	31.12.85	0,814	31.12.85	25.7.86	20.7.86
223 Mineração Trindade	14,85	30.6.86	4,5	30.6.86	24.4.86	15.8.86
224 S.A. Moinho Santista	19,54	28.2.86	6,16	28.2.86	29.8.86	19.5.86
225 White Martins	0,15	30.6.86	0,11	30.6.86	2.7.86	5.9.86
226 Sadia Avícola S.A.	0,46	30.6.86	0,1	30.6.86	2.7.86	2.7.86
227 Sadia Concórdia S.A.	0,32	30.6.86	0,1	30.6.86	6.7.86	2.7.86
228 Sadia Oeste S.A.	0,19	30.6.86	0,04	30.6.86	29.4.86	2.7.86
229 Sano S.A.	4,56	31.12.85	2,026	31.12.85	07.7.86	15.7.86
230 Sansuy	3,34	31.3.86	1	31.7.86	29.8.86	1.08.86
231 Santa Constância S.A.	0,63	30.4.86	0,12	30.4.86	30.4.86	
232 São Bráz S.A.	19,65	31.12.85	12,31	31.12.85	15.8.86	10.6.86
233 São Paulo Alparagas S.A.	26,89	30.6.86	6,75	30.6.86	20.12.85	15.8.86
234 Scopus Tecnologia S.A.	0,553	30.9.85	0,1865	30.9.85	21.10.85	20.12.85
235 Sementes Agroceres S.A.	4,94	30.6.85	1,2	30.6.85	25.4.86	30.12.85
236 Sergens S.A.	1,08	31.12.85	0,24	31.12.85	31.7.85	10.7.86
237 Sharp S.A.	1,21	31.3.85	0,16	31.3.85	16.1.86	20.11.85
238 Sid Informática S.A.	2,55	1.12.85	0,9	1.12.85	24.3.86	7.2.86
239 Siderúrgica Açonorte S.A.	1,4	31.12.85	0,45	31.12.85	24.3.86	24.3.86
240 Siderúrgica Guairá S.A.	0,51	31.12.85	0,12	31.12.85	28.2.86	24.3.86
241 Siderúrgica Riograndense S.A.	1,52	31.12.85	0,24	31.12.85	7.5.86	28.2.86
242 Silco S.A.	0,89	31.12.85	0,4	31.12.85		15.7.86

(continuação)

NOME DA EMPRESA	LUCRO POR AÇÃO	LUCRO ENCERRAM. DO EXERCÍCIO	DIVIDENDO POR AÇÃO	DIVIDENDO RELATIVO A	DIVIDENDO DATA DA ACE	DIVIDENDO DATA DA DISTRIB.
243 Simesc S.A.	-2,45	31.12.85			30.4.86	
244 Solorrco S.A.	-5,164	31.12.85	0,33	31.12.85	6.3.86	
245 Springer S.A.	2,28	31.12.85	0,5	31.12.85		6.3.86
246 Staroup S.A.	1,05	31.12.85				
247 Supergratbrás Ind. e Com.	0,1	31.12.85			30.4.86	
248 Tecanor S.A.	63,05	31.12.85	7,42	31.12.85	29.4.86	30.4.86
249 Technos	297,33	31.12.85	73	31.12.85	30.4.86	29.4.86
250 Tecnosolo	0,76	31.12.85	0,1727	31.12.85	25.4.86	3.7.86
251 Tekado Nordeste	0,22	31.12.85	0,052	31.12.85	15.8.86	25.4.86
252 Teka	5	30.6.86	0,2	30.6.86	23.4.86	22.8.86
253 Tekno S.A.	55,33	31.12.85	13,15	31.12.85	15.4.86	12.6.86
254 Telerj	19,922	31.12.85	27,71	31.12.85		15.4.86
255 Telesp	140,582	31.12.85			7.3.86	
256 Tibrás	6,79	31.12.85	6,5	31.12.85	30.6.86	13.3.86
257 Trafo Equip. Elét. S.A.	1,84	28.2.86	0,065	28.2.86	12.8.86	30.6.86
258 Transbrasil S.A.	0,0005	30.6.86	0,09	30.6.86	15.4.86	29.8.86
259 Triches S.A.	0,46	31.12.85	0,13	31.12.85	28.6.86	20.6.86
260 Trol S.A.		31.12.85	0,153	31.12.85	14.7.86	28.6.86
261 Unibanco S.A.	0,68	30.6.86	0,27	30.6.86	4.4.86	14.7.86
262 Unipar S.A.	0,57	31.12.85	0,137	31.12.85	29.4.86	23.5.86
263 Usina Costa Pinto S.A.	0,62	31.12.85	0,152	31.12.85	6.3.86	16.7.86
264 Valmet do Brasil S.A.	15,32	31.12.85	0,9	31.12.85	30.4.86	2.4.86
265 Varig	3,6	31.12.85	0,45	31.12.85		18.7.86
266 Vibasa	-0,24	31.12.85			27.2.86	
267 Votec S.A.	-1,68	31.12.85	0,24	31.10.85	30.4.86	27.2.86
268 Vulcabras S.A.	2,05	31.10.85	0,15	31.12.85	27.6.86	30.6.86
269 Wembley Roupas S.A.		31.12.85				
270 Zivi S.A.	0,86	28.2.86	0,39	28.2.86		21.7.86
271 Zanini S.A.	0,037	31.12.85				

Fonte primária: Banespa e BVNI reabertura do proposit.



## Decomposição do consumo em despesas antecipáveis e não-antecipáveis

	RESTRITO (%)	AMPLIO (%)
ÍNDICE GERAL	100,00	100,00
ALIMENTAÇÃO	45,30	30,54
<i>Alimentação no domicílio</i>	39,87	25,17
• Cereais, leguminosas e oleaginosas	5,28	2,55
• Farinha, féculas e massas	2,68	1,29
• Tubérculos, raízes e legumes	0,53	0,34
• Açúcares e derivados	2,21	1,32
• Hortaliças e verduras*	0,46	0,37
• Frutas*	0,20	0,11
• Carnes frescas e vísceras*	5,39	4,22
• Pescado*	0,81	0,67
• Carnes e peixes industrializados	1,59	1,08
• Aves e ovos	2,33	1,44
• Leite e derivados	5,63	4,18
Leite pasteurizado *	3,04	2,50
Leite condensado	0,02	0,06
Leite em pó integral	1,24	0,45
Leite em pó desengordurado	0,16	0,06
Creme de leite	0,01	0,01
Iogurte	0,05	0,06
Queijo caseiro (tipo minas)	0,03	0,02
Queijo tipo minas	0,16	0,19
Queijo tipo prato e mozzarella	0,13	0,27
Queijo tipo parmesão	0,03	0,06
Manteiga com sal	0,30	0,24
Manteiga sem sal	0,02	0,02
Margarina vegetal	0,43	0,24
• Panificados	8,23	4,73
Biscoitos salgados	0,37	0,24
Biscoitos doces	0,36	0,22
Pão de milho	0,01	0,00
Pão francês*	7,04	3,89
Pão doce e pão de forma de padaria*	0,28	0,20
Pão de forma	0,08	0,08
Bolo industrializado	0,10	0,09
Biscoito doce de polvilho	0,01	0,00
• Óleos e gorduras	1,31	0,77
• Bebidas não-alcoólicas e infusões	2,03	1,28
• Enlatados e conservas	0,36	0,31
• Sal e condimentos	0,83	0,50
<i>Alimentação fora do domicílio*</i>	5,43	5,36
HABITAÇÃO	14,14	17,64
<i>Encargos e manutenção</i>	9,08	10,11
• Habitação	3,35	3,15
• Reparos	2,49	4,68
• Artigos de limpeza	3,24	2,28
<i>Operação</i>	5,06	7,53
• Combustíveis	1,26	4,60
• Serviços públicos	3,80	2,93
ARTIGOS DE RESIDÊNCIA	6,08	5,61
<i>Móveis e utensílios</i>	3,00	3,36
• Mobiliário	1,32	1,28
• Utensílios e enfeites	0,79	1,27
• Cama, mesa e banho	0,89	0,81
<i>Aparelhos elétricos</i>	3,08	2,25
• Eletrodomésticos e equipamentos	1,65	1,24
• TV e som	1,43	1,01

(continua)

(continuação)

	RESTRITO (%)	AMPLO (%)
VESTUÁRIO	7,20	7,12
Roupas	4,49	4,76
• Roupas de homem	2,08	2,14
• Roupas de mulher	1,41	1,86
• Roupas de criança	1,00	0,76
Calçados e outros apetrechos	1,39	1,15
Jóias e bijuterias	0,52	0,51
Tecidos e armarinho	0,80	0,70
TRANSPORTE E COMUNICAÇÃO	4,17	18,52
Transporte	4,10	18,22
• Transporte público*	6,23	4,64
• Veículo próprio	2,87	13,59
Comunicações	0,07	0,30
SAÚDE E CUIDADOS PESSOAIS	6,57	6,72
Produtos farmacêuticos e aparelhos de trat.	2,33	1,87
• Produtos farmacêuticos	2,16	1,57
• Óculos e lentes	0,17	0,30
Atendimento e serviços	0,75	2,02
• Atendimento	0,42	1,05
• Serviços médicos	0,32	0,97
Cuidados pessoais	2,50	2,83
DESPESAS PESSOAIS	11,54	13,86
Serviços	1,46	2,45
• Serviços pessoais	1,46	2,45
Alfaiate e costureira	0,33	0,36
Sapateiro	0,12	0,10
Relojoeiro	0,01	0,01
Tinturaria e lavanderia	0,07	0,21
Barbeiro	0,42	0,28
Cabeleireiro e manicure	0,26	0,50
Empregados domésticos	0,27	0,98
Recreação, fumo e álcool	8,05	7,79
• Recreação	1,98	3,66
• Cinema*	0,09	0,14
Ingressos para jogo*	0,07	0,07
Associação esportiva	1,53	3,11
Discos e fitas	0,05	0,08
Instrumentos musicais	0,00	0,05
Máquina fotográfica	0,00	0,01
Peças e acessórios para fotografia	0,02	0,03
Bicicletas	0,15	0,08
Bonecas	0,00	0,00
Chupetas	0,01	0,00
Brinquedos	0,05	0,07
• Fumo e álcool	6,06	4,13
Educação e leitura	2,03	3,62
• Educação	1,74	3,00
• Leitura e papelaria	0,29	0,62
Jornal diário*	0,23	0,47
Revistas não-técnicas	0,05	0,10
Revistas infantis	0,00	0,00
Livros	0,01	0,02
Coleção de livros	0,00	0,01
Artigos de papelaria (exclusive de educação)	0,00	0,00
Total de despesas não-antecipáveis	25,72	22,65

Fonte: Indicadores IBGE, vol. 6, n° 9, setembro de 1987.

(\*) Corresponde às despesas não-antecipáveis.

ANEXO 10  
**Composição orçamentária do consumo por categoria sócio-profissional**

CATEGORIA SÓCIO-PROFISSIONAL DO CHEFE DE FAMÍLIA (REGIÃO II — SÃO PAULO)

ALOCÇÃO DA RENDA	TODAS AS CATEGORIAS	ATIVIDADES AGRÍCOLAS						ATIVIDADES NÃO-AGRÍCOLAS					
		ATIVIDADES AGRÍCOLAS		EMPREGADOS		EMPREGADOS		EMPREGADOS		EMPREGADOS		EMPREGADOS	
		EMPREGADOS	PRÓPRIA	EMPREGADOS	DOS DORES	EMPREGADOS	DO PROFISSIONAIS	EMPREGADOS	LIBERAIS	EMPREGADOS	CONTA PRÓPRIA	EMPREGADOS	LIBERAIS
• Renda total	42.580	54.479	23.189	12.550	123.102	71.784	36.849	38.244	167.202	79.064	43.433	25.550	
• Renda disponível	40.126	52.334	22.806	12.391	116.636	68.956	35.144	36.053	147.858	73.264	40.536	23.994	
• Despesas de consumo	29.871	36.762	18.480	11.564	75.364	44.590	28.829	29.429	89.835	52.047	32.143	20.805	
Alimentação	8.372	10.701	8.699	6.425	12.830	11.163	9.189	8.333	11.555	9.765	9.024	7.499	
Vestutário	2.234	3.058	1.310	919	4.992	2.613	2.283	2.291	6.558	4.285	2.696	1.678	
Habituação	10.387	9.230	4.028	2.660	29.179	15.283	9.611	10.145	35.173	19.720	10.526	6.836	
Higiene e saúde	1.864	2.729	1.095	559	4.498	2.985	1.879	1.737	6.449	3.403	2.099	1.176	
Transporte	2.197	3.142	1.022	230	6.629	3.648	1.959	2.487	8.295	5.080	2.733	1.225	
Educação	717	1.006	208	75	2.266	1.089	687	638	3.431	1.084	814	348	
Recreação e cultura	466	362	137	68	1.438	875	403	388	2.285	1.191	526	229	
Fumo	597	536	256	308	832	742	730	622	670	718	760	598	
Veículo	1.858	4.280	988	109	9.251	4.199	1.411	1.657	8.868	4.286	1.766	589	
Diversos	1.179	1.718	737	211	3.449	1.993	677	1.311	6.551	2.515	1.199	627	
• Deduções	2.454	2.145	383	159	6.466	2.828	1.705	2.191	19.344	5.800	2.897	1.556	
Impostos	603	195	28	9	2.211	735	204	726	9.888	1.461	499	109	
Contribuições trabalhistas	1.420	296	113	99	2.823	1.524	1.366	855	6.669	3.532	2.000	1.315	
Pensões, mesadas	431	1.654	242	51	1.432	569	135	610	2.787	807	398	132	
• Aumento de patrimônio	10.255	15.573	4.326	829	41.271	24.365	6.305	6.621	58.023	20.186	8.393	3.188	
Imóveis	3.763	5.732	1.701	326	19.583	8.005	2.239	2.456	18.755	7.147	2.903	1.458	
Aumento de créditos	4.569	9.191	2.283	460	14.762	11.919	2.393	2.971	25.918	7.878	3.330	857	
Diminuição de débitos	1.923	650	342	43	6.926	4.441	1.673	1.194	13.350	5.161	2.160	873	
• N° de famílias	1.738	102	174	400	204	159	121	261	82	235	405	1.337	
Casa	2.494	2.243	901	163	15.755	5.976	1.273	1.568	15.830	5.029	1.588	622	
Sítio	92	924	800	163	3.334	1.627	966	888	2.925	2.117	1.297	815	
Melhoria da casa própria	1.177	2.565	800	163	3.334	1.627	966	888	2.925	2.117	1.297	815	

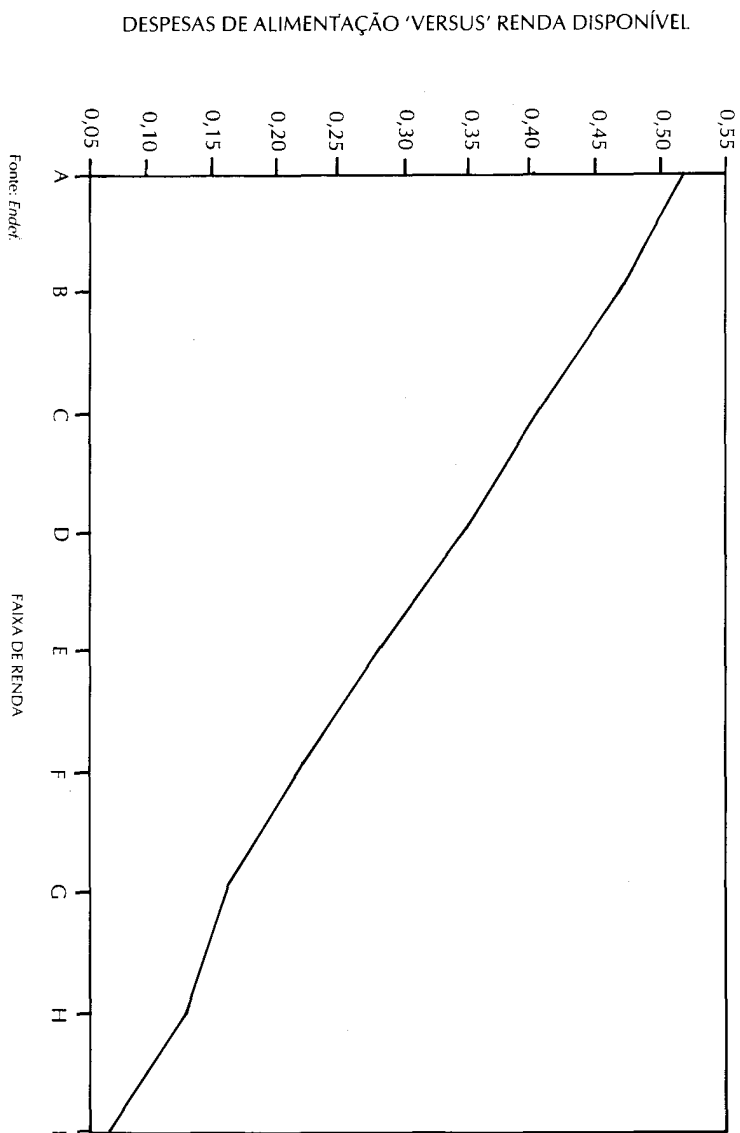
Fonte: *Endor 1974-1975 (publicado em 1978).*

ANEXO 11  
**Composição orçamentária do consumo por faixa salarial**

ALOCACÃO DA RENDA	NÍVEL DE RENDA — REGIÃO II — SÃO PAULO																		
	TODAS AS CLASSES	MENOS DE 9.000		DE 9.000 A 15.800		DE 15.800 A 22.600		DE 22.600 A 31.600		DE 31.600 A 45.200		DE 45.200 A 67.800		DE 67.800 A 90.400		DE 90.400 A 135.800		MAIS DE 135.800	
			DE 9.000	A 15.800	DE 15.800	A 22.600	DE 22.600	A 31.600	DE 31.600	A 45.200	DE 45.200	A 67.800	DE 67.800	A 90.400	DE 90.400	A 135.800	DE 135.800	A	DE
• Renda total	42.580	6.262	12.416	19.183	26.632	37.625	54.988	77.753	109.776	261.852									
• Renda disponível	40.126	6.128	11.962	18.274	25.285	35.608	51.623	72.276	102.579	245.717									
• Despesas de consumo	30.467	6.026	11.635	17.234	22.864	29.954	39.520	51.919	65.677	107.555									
Alimentação	8.372	3.186	5.626	7.360	8.637	9.875	11.237	11.715	13.175	15.895									
Vestário	2.234	334	735	1.231	1.873	2.658	3.392	4.297	5.552	8.329									
Habituação	10.387	1.812	3.663	5.660	7.783	10.517	13.742	19.603	26.328	49.284									
Higiene e saúde	1.864	301	620	1.042	1.477	1.977	2.816	3.540	4.934	7.531									
Transporte	2.197	113	310	616	1.154	2.048	4.000	6.514	7.233	10.792									
Educação	717	16	92	205	364	709	1.079	1.979	2.516	3.995									
Recreação e cultura	466	23	65	147	227	420	754	1.031	1.709	2.702									
Fumo	597	167	324	529	656	784	896	938	901	943									
Diversos	1.179	74	200	444	693	966	1.604	2.302	3.329	8.084									
• Deduções	2.454	134	454	909	1.347	2.017	3.365	5.477	7.197	16.135									
Impostos	603	4	14	36	73	143	420	1.124	2.033	7.558									
Contribuições trabalhistas	1.420	115	384	737	1.137	1.562	2.286	3.317	3.729	5.494									
Pensões, mesadas	431	15	56	136	137	312	659	1.036	1.435	3.083									
• Aumento de patrimônio	12.113	103	327	1.042	2.420	5.654	12.101	20.356	36.900	138.161									
Veículo	1.858	5	22	101	277	917	2.693	5.089	8.043	16.071									
Imóveis	3.763	30	96	257	662	1.476	2.888	4.077	9.181	50.015									
Aumento de créditos	4.569	46	132	446	852	1.904	3.617	6.436	12.293	57.204									
Diminuição de débitos	1.923	22	77	238	629	1.357	2.903	4.754	7.383	14.871									
• Nº de famílias	4.168	482	777	696	647	541	446	189	181	209									

Fonte: Encke 1974-1975, publicado em 1978.

ANEXO 12  
Participação das despesas de alimentação 'versus' faixa da renda



ABREVIACÃO DA FAIXA	NÍVEL DE RENDA EM SALÁRIOS MÍNIMOS
A	- de 2
B	2 a 3,5
C	3,5 a 5
D	5 a 7
E	7 a 10
F	10 a 15
G	15 a 20
H	20 a 30
I	+ de 30

ANEXO 13  
**Massa de rendimentos reais — Nível e variações  
mensais e anuais**

MÊS/ ANO	IBGE			FIESP		
	ÍNDICE	VAR. DO MÊS	VAR. DO ANO	ÍNDICE	VAR. DO MÊS	VAR. DO ANO
Jan. -84	95,74	-20,55	-13,55	90,94	-9,30	-20,15
Fev.	93,35	-2,49	-16,27	84,95	-6,59	-21,74
Mar.	91,71	-1,76	-8,14	82,08	-3,00	-15,89
Abr.	90,72	-1,07	-8,51	95,42	16,25	-7,72
Mai.	99,15	9,29	-5,59	107,67	12,84	-6,23
Jun.	98,04	-1,12	-2,57	101,26	-5,95	-5,70
Jul.	97,80	-0,24	5,99	104,55	3,25	9,32
Ago.	100,35	2,60	9,10	103,46	-1,04	13,18
Set.	99,58	-0,77	16,31	99,11	-4,20	22,09
Out.	102,39	2,82	20,40	110,72	11,71	26,51
Nov.	115,49	12,79	18,21	123,98	11,98	26,09
Dez.	132,28	14,54	9,78	123,81	-0,14	23,49
Jan. -85	107,76	-18,54	12,55	120,56	-2,62	32,57
Fev.	108,92	1,08	16,67	118,67	-1,57	39,69
Mar.	106,38	-2,33	16,00	114,95	-3,13	40,05
Abr.	107,50	1,05	18,49	122,01	6,14	27,87
Mai.	114,21	6,24	15,18	139,31	14,18	29,39
Jun.	118,04	3,36	20,40	141,35	1,46	39,59
Jul.	115,45	-2,20	18,04	143,65	1,63	37,40
Ago.	114,65	-0,69	14,25	140,53	-2,17	35,83
Set.	121,40	5,88	21,91	136,78	-2,67	38,01
Out.	119,59	-1,49	16,79	147,22	7,63	32,97
Nov.	140,40	17,40	21,57	158,94	7,96	28,20
Dez.	158,67	13,01	19,95	151,84	-4,47	22,64
Jan. -86	135,03	-14,90	25,31	161,61	6,43	34,05
Fev.	135,18	0,11	24,11	166,73	3,17	40,50
Mar.	146,76	8,57	37,96	184,67	10,76	60,65
Abr.	154,74	5,44	43,95	182,74	-1,05	49,77
Mai.	164,78	6,49	44,29	184,69	1,07	32,57
Jun.	169,20	2,68	43,34	185,99	0,70	31,58
Jul.	177,09	4,66	53,39	192,68	3,60	34,13
Ago.	182,15	2,85	58,87	196,66	2,07	39,94
Set.	185,58	1,88	52,87	203,60	3,53	48,85
Out.	190,11	2,44	58,97	209,16	2,73	42,07
Nov.	199,13	4,74	41,83	206,77	-1,14	30,09
Dez.	226,33	13,66	42,65	187,87	-9,14	23,73
Jan. -87	187,64	-17,10	38,96	179,65	-4,38	11,16
Fev.	178,27	-4,99	31,88	176,48	-1,76	5,85
Mar.	172,56	-3,20	17,57	203,95	15,57	10,44
Abr.	161,98	-6,13	4,68	202,95	-0,49	10,94
Mai.	155,46	-4,02	-5,65	196,73	-3,06	6,52
Jun.	140,60	-9,56	-16,90	184,89	-6,02	0,59

Fonte: Fiesp, IBGE.

ANEXO 14  
**Índice de rendimentos reais**

MÊS/ ANO	C/CARTEIRA ASSINADA	S/CARTEIRA ASSINADA	CONTA- PRÓPRIA
Jan. -84	94,00	98,29	94,54
Fev.	90,51	93,39	90,45
Mar.	88,10	83,72	88,59
Abr.	86,92	82,07	86,53
Mai.	97,56	84,53	88,37
Jun.	95,13	82,50	85,22
Jul.	93,06	95,24	82,78
Ago.	95,11	94,07	85,22
Set.	93,12	88,64	82,01
Out.	93,40	92,23	84,43
Nov.	108,70	96,02	94,07
Dez.	126,07	106,90	104,58
Jan. -85	98,24	99,22	93,29
Fev.	99,29	96,64	92,28
Mar.	95,16	96,20	92,25
Abr.	95,78	90,91	92,04
Mai.	104,16	98,44	94,95
Jun.	107,13	104,40	101,68
Jul.	104,26	105,41	99,99
Ago.	103,88	107,56	104,72
Set.	106,41	105,61	114,24
Out.	104,66	104,86	104,39
Nov.	120,37	116,33	120,65
Dez.	139,73	130,48	126,65
Jan. -86	112,83	125,97	128,74
Fev.	113,19	121,60	123,25
Mar.	119,29	130,00	144,69
Abr.	124,10	136,56	145,01
Mai.	127,44	147,54	157,75
Jun.	128,08	144,08	169,95
Jul.	134,91	152,25	185,60
Ago.	136,71	155,76	198,97
Set.	138,29	158,78	193,90
Out.	138,22	158,43	206,05
Nov.	142,70	166,44	226,07
Dez.	162,69	195,53	228,09
Jan. -87	128,92	160,82	204,19
Fev.	127,92	171,01	199,26
Mar.	123,64	162,72	184,48
Abr.	122,95	141,46	162,31
Mai.	116,70	130,69	143,29
Jun.	105,06	125,73	130,91

Fonte: IBGE, Conjuntura Econômica e Dieese.  
Deflator: IGV/Fipe.  
Índice-base: último trim. 84 = 100.

ANEXO 15  
**Total de ocupados por faixa salarial**  
**(Região Metropolitana de São Paulo)**

FAIXA SALARIAL EM SAL. MÍN.	FEV. 86 (%)	NOV. 86 (%)	JUN. 87 (%)
Menos de 1/2	3,12	1,89	2,15
1/2 a menos de 1	5,98	4,21	5,07
1 a menos de 2	27,78	22,25	22,61
2 a menos de 3	19,94	17,81	18,46
3 a menos de 5	18,62	26,09	24,98
5 a menos de 10	15,7	17,25	16,32
10 a menos de 14	4,63	5,28	4,56
15 a menos de 20	1,78	2,08	2,8
20 ou mais	2,44	3,13	3,05

Fonte: Ministério do Trabalho, a partir de dados do Plano de Controle Macrométrico/IBGE.

ANEXO 16  
**Ganho médio individual geral em quatro contextos**

CONTEXTO	GASTO CONJUNTO	RENDA FAMILIAR MÉDIA
São Paulo	100,0	100,0
Blumenau	91,5	92,9
Maceió	50,6	68,2
Dourados	8,6	14,7

Fonte: Singer (1988).

ANEXO 17  
**Renda familiar média em quatro contextos**

CONTEXTO	2/86 (SAL. MÍN.)	4/86 (SAL. MÍN.)	9/86 (SAL. MÍN.)	1/87 (SAL. MÍN.)
São Paulo	9,38	7,11	7,70	7,61
Blumenau	7,76	6,39	7,15	7,13
Maceió	6,68	4,80	5,25	4,71
Dourados	0,92	0,91	1,13	1,25

Fonte: Singer (1988).

ANEXO 18  
**Ganho médio individual geral em quatro contextos**

CONTEXTO	2/86 (Cr\$ DE 1-87)	4/86 (Cr\$ DE 1-87)	9/86 (Cr\$ DE 1-87)	1/87 (Cr\$ DE 1-87)
São Paulo	4.320	4.272	4.215	3.695
Blumenau	3.298	3.333	3.440	3.058
Maceió	2.645	2.605	2.544	2.152
Dourados	1.622	1.714	1.682	1.486
	(SAL. MÍN.)	(SAL. MÍN.)	(SAL. MÍN.)	(SAL. MÍN.)
São Paulo	4,90	3,64	3,86	3,83
Blumenau	3,74	2,84	3,15	3,17
Maceió	3,00	2,22	2,33	2,23
Dourados	1,84	1,46	1,54	1,54

Fonte: Singer (1988).



## ANEXO 19

**Ganho médio por posição e qualificação em quatro contextos**

CONTEXTO	2/86 (Cr\$ de 1-87)	4/86 (Cr\$ de 1-87)	9/86 (Cr\$ de 1-87)	1/87 (Cr\$ de 1-87)
• <b>Chefia:</b>				
São Paulo	8.376,63	8.837,88	8.856,85	8.123,62
Blumenau	8.200,28	9.002,20	9.097,11	7.236,00
Maceió	5.422,76	5.868,45	5.220,19	4.640,69
Dourados	1.983,94	2.053,96	2.358,91	1.853,42
• <b>Por conta própria:</b>				
São Paulo	8.209,09	7.593,77	7.557,26	7.236,00
Blumenau	6.489,68	5.692,40	5.416,77	5.566,90
Maceió	4.408,75	3.884,91	4.499,41	4.727,52
Dourados	6.251,61	4.812,13	4.979,93	4.341,60
• <b>Qualificados:</b>				
São Paulo	6.798,29	5.868,45	5.930,05	5.402,88
Blumenau	4.549,83	4.835,60	4.958,09	4.679,28
Maceió	4.073,69	4.295,70	4.084,42	3.492,58
Dourados	5.025,98	4.530,44	4.368,36	3.724,13
• <b>Semiquualificados:</b>				
São Paulo	3.491,73	3.356,75	3.276,27	2.768,98
Blumenau	2.539,44	2.676,01	2.607,46	2.392,70
Maceió	1.975,12	1.971,80	1.911,16	1.543,68
Dourados	1.472,52	1.701,85	1.681,82	1.379,66
• <b>Não-qualificados:</b>				
São Paulo	2.028,03	1.901,38	1.943,92	1.765,58
Blumenau	1.684,14	1.772,27	1.747,34	1.601,57
Maceió	1.340,26	1.396,69	1.299,59	810,43
Dourados	1.155,09	1.150,22	1.081,17	993,74

Fonte: Singer (1988).

## ANEXO 20

**Distribuição da renda familiar por faixa de renda em quatro contextos**

CONTEXTO	SALÁRIOS MÍNIMOS	2/86 (%)	4/86 (%)	9/86 (%)	1/87 (%)
São Paulo	0-1	4,4	5,5	4,3	3,3
	1-2	3,7	6,4	5,1	5,5
	2-3	6,3	8,3	7,3	7,9
	3-5	13,1	17,7	17,5	17,5
	5-10	25,7	28,7	29,3	30,1
	10-20	27,9	21,0	23,0	22,7
	20+	19,0	12,3	13,5	12,9
	Blumenau	0-1	3,2	5,0	2,8
2		5,2	5,4	4,4	5,8
3		5,2	8,4	8,0	4,6
5		18,1	22,1	20,1	21,7
10		33,1	32,7	34,1	35,9
20		23,1	17,7	20,7	20,3
20+		12,2	8,8	10,0	9,2
Maceió		0-1	4,0	7,0	5,4
	2	9,6	14,4	13,6	14,2
	3	12,0	12,6	12,4	12,8
	5	14,8	17,8	17,4	19,2
	10	28,6	22,8	23,6	20,8
	20	17,0	15,8	17,2	18,2
	20+	14,0	9,6	10,4	8,2
	Dourados	0-1	54,2	55,0	47,9
2		13,3	13,8	16,7	17,1
3		6,3	9,6	9,2	12,1
5		10,8	9,6	11,2	10,4
10		8,3	5,4	7,1	8,3
20		2,5	3,8	4,6	3,3
20+		4,6	2,9	3,3	2,9

Fonte: Singer (1988).

The thesis seeks to study the causes behind the consumption boom triggered by the Cruzado Plan through the construction and simulation of theoretical models. It explores the consumption and financial behaviour of family units in a chronically inflationary and indexed economy. It also considers in detail some institutional features of the Brazilian economy, especially those related to the financial circulation of household units. Later based on these models we analyse the leading economic indicators during the Cruzado Plan year. The main conclusion resulting from this work is that although a significant share of the demand increase can be credited to the adoption of expansionary monetary, fiscal, wage and credit policies, a substantial part of the observed expansion of the economy was due to endogenous mechanisms related to consumption and financial decisions, activated by the disinflation process itself.

• • •

Par l'élaboration et la simulation de différents modèles théoriques, cette thèse a pour but celui d'étudier les vraies raisons de l'explosion de consommation provoquée par le Plan Cruzado. Dans un premier moment, nous cherchons d'analyser les comportements soit consommateur, soit financier, des ménages, dans une atmosphère chroniquement inflationniste et indexée, en explorant certaines caractéristiques institutionnelles de l'économie brésilienne au long de ces dernières années. Ensuite, nous utilisons ce cadre analytique pour décrire l'évolution de l'économie en 1986, l'année du Plan Cruzado. La principale conclusion à laquelle nous aboutissons est celle que, malgré une partie importante de l'augmentation qui s'est vérifiée au niveau de la demande puisse être créditée à l'adoption de politiques monétaires, fiscales, salariales, et du crédit, délibérément expansionnistes, une grande partie du surchauffement de l'économie a été provoquée par certains mécanismes endogènes mis en marche par le processus de disinflation lui-même.



 J. DI GIORGIO & CIA. LTDA  
EDITORES • ARTES GRÁFICAS  
TEL.: 261-5042 • FAX: 201-4495

---



---

**Elaborado pelo Departamento de Relações Institucionais  
Gabinete da Presidência**