

# **Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação\***

---

*Luiz Carlos Bresser Pereira  
Yoshiaki Nakano*

**O** processo inflacionário neste último quartel do século XX só poderá ser claramente compreendido se distinguirmos três mecanismos ou fatores que atuam sobre os preços determinando que os mesmos continuem a crescer de forma persistente: (1) fatores de inércia inflacionária que causam a manutenção do patamar da inflação; (2) fatores que causam a aceleração (ou desaceleração) da inflação; e (3) fatores que sancionam a elevação dos preços. Grande parte da confusão e do debate estéril sobre a inflação deriva da incapacidade de distinguir esses três fatores. Não se percebe que há uma diferença muito grande entre saber por que, em uma economia nacional qualquer, a inflação se mantém em uma determinada taxa, e por que essa taxa aumenta ou diminui. Por outro lado, não se distingue as causas primárias da inflação dos fatores que sancionam a taxa de inflação corrente.

Nesta nota, na primeira seção examinaremos alguns pressupostos relativos à natureza do capitalismo contemporâneo e ao comportamento dos agentes econômicos. Em seguida, nas três seções seguintes analisaremos, sucessivamente, os fatores aceleradores (aumento da margem de lucros ou de salários reais acima da produtividade), os fatores mantenedores (a capacidade dos agentes econômicos de repassarem seus aumentos de custos para os preços),

\* Publicado originalmente na *Revista de Economia Política*, Vol. 4, n.º 1 (jan./mar./84).

e os fatores sancionadores do patamar da inflação (particularmente o aumento da quantidade nominal de moeda). Na medida em que é um fator sancionador da inflação, o aumento da quantidade de moeda assume o caráter mais de consequência do que de causa da inflação. Na seção 5 o mesmo tratamento é dado ao déficit do setor público que funciona não apenas como amortecedor das tensões econômicas e políticas derivadas do conflito distributivo mas também como meio de garantir o aumento da quantidade de moeda e a liquidez do sistema.

Nas seções 6 e 7 discutimos algumas implicações de teoria e de política econômica a partir da teoria aqui desenvolvida e da discussão sobre a curva de Philips e sobre os modelos monetaristas e keynesianos de inflação.

## 1

Os economistas neoclássicos e monetaristas desenvolveram seus modelos de ajustamento macroeconômico a partir do pressuposto de que as economias capitalistas funcionaram normalmente em condições próximas do pleno emprego, da plena capacidade e da estabilidade de preços. Os pequenos desvios em relação a esses pontos de equilíbrio, e particularmente em relação à inflação, seriam assim facilmente corrigidos pelo próprio mercado ou por uma política econômica de ajustamento que eliminasse as distorções causadoras da inflação: o déficit público e o aumento da quantidade de moeda. Keynes, em seu modelo, abandonou os pressupostos de pleno emprego e plena capacidade, mas conservou o de estabilidade de preços. Nesses termos, a inflação continuava a ser um fenômeno de excesso de demanda e de excesso de moeda, de forma que a política econômica recomendada para estabilizar os preços não diferia essencialmente daquela proposta pelos neoclássicos.

Nos últimos anos, entretanto, tornou-se evidente que, para refletir a realidade do capitalismo oligopolista e estatal dos nossos dias, os modelos econômicos deverão dar um passo além de Keynes e abandonar também o pressuposto de estabilidade de preços. É o que faremos neste artigo, no qual tentaremos desenvolver um modelo analítico do processo inflacionário que parte do pressuposto geral de que as economias capitalistas do último quartel do século XX tendem a conviver com o desemprego e a capacidade ociosa com taxas relativamente elevadas de inflação. Este fato se deve não

apenas às imperfeições estruturais do mercado, dominado por grandes empresas, grandes sindicatos e pelo grande Estado tecnoburocrático, mas também ao fato de que desde 1970 ou 1973 entramos em mais uma fase de declínio econômico típico de um ciclo longo de Kondratieff. Em consequência, torna-se imprescindível uma análise macroeconômica radicalmente nova. Se Keynes partiu da crítica da lei de Say, que garantia automaticamente o pleno emprego, para montar seu modelo, agora é necessário partir da crítica de Keynes, que conservou o pressuposto de estabilidade de preços e só admitiu inflação de demanda. Na verdade, agora só é possível compreender a inflação, que assumiu caráter relativamente autônomo em relação ao mercado, se partirmos do pressuposto de que ela é um fenômeno estrutural das economias capitalistas contemporâneas.

Além desse pressuposto geral, dois outros pressupostos sobre o comportamento dos agentes econômicos deverão orientar nossa análise. O primeiro diz respeito à capacidade dos diversos agentes econômicos de manterem sua participação relativa na renda. Em uma economia moderna o pressuposto simplificador mais plausível é o de que trabalhadores, capitalistas-empresários e capitalistas-rentistas dispõem de instrumentos para defender e eventualmente aumentar sua participação na renda. Os trabalhadores defenderão seus salários e os tecnocratas seus ordenados geralmente de forma coletiva, embora setorialmente. As empresas privadas e estatais buscarão, isoladamente ou em grupos oligopolistas, manter sua taxa e suas margens de lucro. E os rentistas tentarão aumentar ou conservar seus juros ou aluguéis. Este pressuposto geralmente aparece na literatura sobre a inflação através da tese que esta é resultante de um conflito distributivo.

O segundo pressuposto é o de que todos os agentes econômicos em conjunto têm como objetivo manter uma taxa "razoável" de crescimento para a economia. Isto significa que serão fortemente refratários a políticas econômicas recessivas. Os trabalhadores e a classe média assalariada, cujo poder é crescente nas sociedades contemporâneas, sempre resistiram a medidas recessivas. Os capitalistas, entretanto, conforme demonstrou Kalecki, diante de uma situação de aceleração inflacionária, tendiam a aceitar esse tipo de política como forma de controlar a ação dos sindicatos. Entretanto, dada a crescente ineficiência das políticas recessivas de combate à inflação, os próprios capitalistas começam a retirar seu apoio a essas políticas, e passam também a exigir taxas positivas e razoavel-

mente estáveis de crescimento econômico. A fundamentação deste fato ficará mais clara no transcorrer do artigo.

A partir desses três pressupostos muito sumariamente analisados, podemos construir um modelo de processo inflacionário. É preciso ficar claro, entretanto, que não é necessário que esses pressupostos sejam integralmente realistas para que o modelo seja válido. Nem sempre o conflito distributivo tem resultado nulo e o recurso à recessão como forma de ajustar as economias capitalistas ainda tem muitos adeptos na própria classe capitalista. Não há dúvida porém que os agentes econômicos, sejam eles indivíduos, grupos de interesse, classes ou nações, têm uma noção muito mais clara dos seus interesses e uma resistência muito maior a sacrifícios que pesem sobre eles. Por outro lado, a insuficiência de demanda, ainda que generalizada e crônica não é permanente, dadas as flutuações cíclicas.

## 2

Examinaremos, inicialmente, os fatores aceleradores (ou desaceleradores) da inflação. Se partirmos de uma situação de estabilidade de preços, em que a taxa de inflação é igual a zero, a inflação só pode ser iniciada se houver uma variação nos preços relativos. Mais precisamente serão fatores aceleradores da inflação, em uma economia fechada: (1) o aumento dos salários médios reais acima do aumento da produtividade e/ou (2) um aumento das margens de lucro sobre a venda das empresas. Em uma economia aberta para o exterior, dois fatores adicionais deverão ser considerados: (3) as desvalorizações reais da moeda e (4) o aumento do custo dos bens importados. Se considerarmos no modelo o Estado temos mais um fator acelerador da inflação: (5) o aumento dos impostos.

Nesta economia simplificada, em que o preço da produção é igual a salários mais lucros, e o único custo é o salário sobre o qual se calcula a margem de lucro, a variação de preços ou taxa de inflação,  $p$ , dependerá da variação na taxa de salários,  $w$ , deduzido o aumento da produtividade,  $q$ , e/ou da variação da margem de lucro,  $m$  (lucro sobre custo direto).

$$p = w - q + m \quad (1)$$

Neste modelo vemos que a inflação implica sempre em um conflito distributivo. Sua aceleração, em última análise, depende

do aumento das margens de lucro dos capitalistas ou dos salários reais dos trabalhadores. Mas é claro que o conflito distributivo pode ocorrer também intraclasse, especialmente entre as empresas capitalistas, que mantêm entre si relações interindustriais.

O aumento das margens de lucro e/ou dos salários reais acima da produtividade pode ser causado alternativa ou simultaneamente por quatro fatores: (1) excesso generalizado da demanda agregada em relação à oferta, em circunstância de pleno emprego e esgotamento de capacidade ociosa; (2) estrangulamentos setoriais na oferta; e (3) aumentos autônomos de preços ou salários devido ao poder de monopólio das empresas ou dos sindicatos; (4) redução na produtividade do trabalho.

No primeiro caso temos a clássica inflação keynesiana; no segundo, a inflação estrutural; no terceiro, a inflação administrativa; e no quarto a inflação de custos. No primeiro caso, todos os preços aumentam aproximadamente ao mesmo tempo. Nos demais, o aumento de preços em um determinado setor propaga-se para o restante da economia em função do conflito distributivo.

Neste modelo simplificado os preços das matérias-primas ou produtos intermediários apesar de serem elos fundamentais no processo de propagação da inflação, não aparecem explicitamente porque os preços são em última análise a somatória de lucros e salários. Os salários reais podem aumentar à mesma taxa do aumento da produtividade porque na determinação do preço das mercadorias o que interessa à empresa não é o salário, mas o custo de trabalho por unidade produzida. Mantido o preço, sua margem de lucro não diminuirá caso o aumento do salário real seja compensado pelo aumento da produtividade.

Caso desejemos abrir o modelo para o exterior, é conveniente explicitar as variações nos preços das matérias-primas importadas em moeda nacional,  $z$ , e a variação na quantidade de matéria-prima importada por unidade de produto,  $x$ :

$$p = \alpha (\dot{w} - \dot{q}) + (1 - \alpha) (\dot{z} + \dot{x}) + \dot{m} \quad (2)$$

A variação no preço das matérias-primas pode decorrer de um aumento dos seus preços em divisas estrangeiras e/ou de uma variação na taxa de câmbio acima da taxa de câmbio paridade. No primeiro caso temos a chamada inflação importada. A participação no custo total dos salários é dada por  $\alpha$  e da matéria-prima importada, por  $1 - \alpha$ . Tanto o aumento do preço das matérias-primas

importadas quanto a desvalorização real da moeda nacional serão também fatores aceleradores da inflação.

A margem de lucro das empresas deve cobrir não apenas o lucro empresarial, mas também, de um lado, os juros e aluguéis pagos aos rentistas e os impostos, e de outro lado, os custos fixos e a depreciação. Na medida em que tanto as empresas situadas no setor competitivo da economia quanto as situadas no setor oligopolista tiverem capacidade de manter suas margens líquidas de lucro, qualquer aumento de juros, aluguéis, impostos ou custos fixos (derivados de queda de vendas) implicará no aumento da margem de lucro e portanto será fator acelerador da inflação. Da mesma forma as medidas de "inflação corretiva", que visam corrigir distorções nos preços relativos causados por tabelamento ou por subsídios implicam em aumento de margens e aceleram a inflação.

O aumento estritamente autônomo (independente do excesso de demanda sobre oferta) da margem de lucro só será possível na medida em que a empresa disponha de poder de monopólio. Da mesma forma, o aumento autônomo dos salários só poderá ocorrer quando houver efetivo poder de barganha por parte dos trabalhadores. Poderá ainda haver um aumento de salários independentemente de demanda quando ocorrer uma redução ricardiana da produtividade do trabalho. Em qualquer das hipóteses, haverá aceleração da taxa de inflação.

Para manter a taxa de lucro (lucro sobre o capital), as empresas do setor oligopolista tenderão a aumentar suas margens de lucro nos períodos de recessão. Dessa forma, a queda nas vendas é compensada pelo aumento da margem, buscando-se manter o volume de lucro e a taxa de lucro. Entretanto, esse fator acelerador da inflação tende a ser compensado na recessão pela queda das margens de lucro no setor competitivo da economia.

### 3

Uma vez iniciada a inflação por qualquer um desses fatores aceleradores, existem mecanismos nas economias modernas que tendem a perpetuá-la, ou seja, a manter o patamar de inflação relativamente estável, mesmo que aqueles fatores aceleradores deixem de agir. Se um aumento de margens ou um aumento de salário real acima da produtividade elevarem o patamar da inflação, em segui-

da não são necessários novos aumentos para que aquele patamar seja mantido. A inflação mantém-se naquele nível independentemente de haver pressão de demanda, e pode conviver com elevados índices de desemprego. Temos portanto uma situação de estagflação que também poderia ser chamada de “inflação autônoma”.

O fator mantenedor do patamar da inflação ou de inércia inflacionária por excelência é o conflito distributivo, ou seja, o fato de que as diversas empresas e sindicatos dispõem de instrumentos econômicos e políticos para manter sua participação relativa na renda. Dado que, em um determinado patamar de inflação, os preços das diversas mercadorias e da força de trabalho tendem a variar com defasagens entre si, e porque os preços de uns são custos dos outros, os aumentos subsequentes de preços de mercadorias e salários tenderão a ocorrer quase automaticamente. Desta forma, cada empresa e cada trabalhador ou grupo de trabalhadores estará repassando seu aumento de custos para seus preços.

Este processo tenderá a ocorrer mesmo no setor competitivo, mas será mais efetivo no setor oligopolista de economia, e terá plena vigência caso a economia esteja generalizada e formalmente indexada, como é o caso do Brasil. Neste caso o repasse dos aumentos de custo é definido legalmente e torna-se automático, mas mesmo para os preços não indexados, quando a inflação se torna crônica, os diversos agentes econômicos tenderão a aperfeiçoar seus mecanismos de defesa, produzindo-se, assim, uma espécie de mecanismo informal de indexação. Os preços passam a ser corrigidos de forma cada vez mais freqüente, de forma a diminuir a defasagem entre aumentos de custos e preços. Não apenas a indexação formal, portanto, mas também a informal constitui-se em um poderoso fator mantenedor do patamar de inflação.

É preciso ficar claro que esse processo generalizado de indexação formal e informal não acelera mas mantém o patamar da inflação, na medida em que simplesmente mantêm as margens de lucro e o salários reais. Só haverá uma aceleração ou desaceleração se a correção dos preços, dos salários, da taxa de câmbio ou da taxa de juros for maior ou menor do que a taxa de inflação relativa ao patamar vigente ou se as correções tiverem a sua periodicidade aumentada ou diminuída. Este fenômeno poderá ocorrer em função de um erro quanto às expectativas em relação à inflação futura. Porque no processo inflacionário crônico é preciso considerar que os agentes econômicos, ao levar seus preços, levam em conta não apenas a elevação de seus custos correntes, mas também as expecta-

tivas de elevação. É preciso, entretanto, não exagerar a importância das expectativas neste caso de manutenção do patamar de inflação. As variações efetivas de custos são sempre o fator fundamental inclusive porque determinam as expectativas.

O patamar da inflação será mantido na medida em que todos os agentes econômicos estejam relativamente satisfeitos com sua participação na renda. Entretanto, se uma parte desses agentes se sentir com condições de aumentar suas margens ou seus salários de forma a aumentar sua participação na divisão do produto, e se os demais agentes responderem indexando seus preços, haverá uma tendência à continuidade do processo de aceleração da inflação porque os primeiros agentes buscarão, em seguida, novo aumento de margens ou novo aumento real de salários.

Cabe assinalar, porém, que aqueles agentes econômicos que tomaram a iniciativa de aumentar suas margens, taxas de juros ou salários originalmente terão de qualquer forma um aumento momentâneo na renda real, mesmo que os demais agentes os acompanham repassando seus respectivos aumentos de custo. Isto porque eles terão a vantagem de haver primeiro aumentado seus preços, beneficiando-se da defasagem do aumento dos demais preços. A neutralidade da inflação seria maior se os agentes que reagiram à elevação inicial aumentarem seus preços um pouco acima do aumento de seus custos, para compensar a defasagem. Neste caso, entretanto, a inflação voltaria a acelerar-se.

A manutenção do patamar da inflação através desse processo de aumentos defasados de preços (indexação generalizada) implica em relativa neutralização da inflação do ponto de vista distributivo. É claro que isto jamais acontece de forma plena, mas é importante ter o fenômeno presente em termos de modelo teórico.

Os fatores mantenedores do patamar de inflação ou de inércia inflacionária correspondem ao que Mário Henrique Simonsen denominou "componente de realimentação" (1970, p. 128-138), que, por sua vez, aproxima-se do conceito de "fatores propagadores da inflação" utilizado pelos economistas estruturalistas latino-americanos para explicar a propagação das elevações setoriais de preços (Oswaldo Sunkel, 1958, p. 19).

A existência dos fatores mantenedores do patamar da inflação, que garantem a estabilidade relativa das participações na renda dos diversos agentes econômicos, implica em uma grande rigidez para baixo da inflação. Este fato terá importantes implicações na área de política econômica.



Em uma economia plenamente indexada, um aumento autônomo de preços (e portanto de margens) implica em uma elevação da inflação na exata medida daquele aumento original. Esta elevação da taxa de inflação ocorre através de um mecanismo multiplicador que acaba por elevar todos os demais preços na mesma proporção.

Quando ocorre o aumento original de preços de um determinado insumo, dada a indexação, os preços dos produtos com ele produzidos aumentarão, em um primeiro momento, apenas em proporção à sua participação no custo daqueles produtos. Estes aumentos secundários, entretanto, provocarão efeitos inflacionários sobre outras mercadorias e sobre salários. Estes aumentos terciários refletir-se-ão não apenas em aumento de preços de novos produtos, mas também em novo aumento dos bens que sofreram o aumento secundário de preços. Na medida em que os preços de bens de salário acabem sendo afetados, os salários também aumentarão automaticamente em função da indexação. O efeito multiplicador do aumento inicial só se esgotará quando todos os preços houverem subido na mesma proporção, de forma a manter inalterada a estrutura de preços relativos e reestabelecer, portanto, o equilíbrio distributivo inicial (prejudicado apenas pela defasagem de tempo nos reajustes de preços). Em seguida o sistema de indexação plena garantirá a manutenção do novo patamar de inflação.<sup>1</sup>

Caso os autores do aumento original de preços não se conformarem com a anulação do seu ganho distributivo, farão novo aumento, que desencadeará novo processo multiplicador e nova elevação do patamar de inflação.

Entretanto, se a indexação não for plena o multiplicador será menor, de forma que os preços secundários aumentarão menos do que proporcionalmente ao aumento original. Não haverá, portanto, o reestabelecimento do equilíbrio distributivo inicial. E após esgotado o efeito multiplicador do aumento original e alcançado um novo patamar de inflação, caso se mantenha a indexação de forma parcial, ou seja, com aumentos secundários de preços menores do que os originais, aquele patamar de inflação entrará em declínio. Neste caso, entretanto, o pressuposto de que todos os agentes econômicos conseguem manter sua participação na renda terá de ser abandonado.

<sup>1</sup> Uma demonstração formal do multiplicador associado à indexação salarial encontra-se em Antonio Fazio (1981, p. 164).

Outra consequência importante da indexação generalizada na área de política econômica é que ela torna os preços relativos rígidos, dificultando o processo de ajustamento econômico via mecanismo de mercado. Em outras palavras, o papel do mecanismo de preços no processo de realocação de recursos fica extremamente rígido e emperrado, exigindo uma intervenção governamental no sentido de desindexar a economia e estruturar os preços relativos de uma forma administrativa.

#### 4

Resta examinar os fatores sancionadores da inflação. A rigor, existe apenas um grande fator dessa natureza: o aumento da quantidade de moeda. Não há dúvida alguma quanto à correlação entre o aumento dos preços e o aumento da quantidade de moeda.<sup>2</sup> Em uma economia monetária, a quantidade real de moeda,  $m$ , é determinada pelo volume de transações da economia, ou pela sua renda real,  $Y$ , dados certos fatores institucionais como hábitos de pagamento. A velocidade da moeda pode variar no curto prazo, conforme lembrou Keynes, em função do motivo especulação, e a longo prazo em função de mudanças nos fatores institucionais, mas, como pressuposto simplificador (já que não estamos analisando os desequilíbrios macroeconômicos, mas apenas a inflação) podemos considerá-la constante:  $m = ky$ , em que  $k$  é o inverso da velocidade-renda da moeda.

Seja  $M$  a quantidade nominal de moeda,  $p$  o índice de preços,  $Y$  a renda real e  $V$  a velocidade-renda da moeda. Definida esta como  $V = Yp/M$  a equação de trocas torna-se também uma definição:  $MV = Yp$ .

E se  $V$  é constante,  $M$  será diretamente proporcional a  $Yp$ . É preciso, entretanto, determinar qual a relação causal entre  $p$  e  $M$ .

O aumento de moeda só será um fator causador da inflação e portanto, na nossa terminologia, um fator acelerador de inflação,

<sup>2</sup> As comprovações empíricas deste fato são infundáveis. Ver, por exemplo, o estudo econométrico realizado com 29 países subdesenvolvidos, entre 1966 e 1975, por Surjit S. Bhala, que concluiu que "o modelo monetarista de inflação apresentou um desempenho muito bom dada a diversidade de países estudados" (1981, p. 84). Na verdade o "modelo monetarista" não é mais do que a reprodução de equação de trocas. Os testes empíricos baseados nessa equação apresentam sempre e necessariamente excelentes resultados mas nada provam, já que não estabelecem a direção da relação causal.

se esse aumento (1) se converter em demanda efetiva e (2) se essa demanda efetiva for superior à oferta agregada em nível de pleno emprego ou plena capacidade.

De acordo com o modelo keynesiano, essa conversão da expansão de moeda em demanda efetiva ocorrerá através da baixa da taxa de juros que estimulará os investimentos. É essencial, entretanto, para que esse aumento da demanda agregada implique aumento de preços que a economia esteja na faixa de plena utilização de seus recursos. Quando esta hipótese ocorrer, a pressão da demanda levará ao aumento das margens de lucros ou dos salários reais. Poderá também haver uma aceleração da inflação de caráter estrutural, na medida em que apenas alguns setores básicos da economia estejam próximos da plena capacidade. Nesse caso, embora não haja pleno emprego, o aumento da quantidade de moeda poderá ser fator acelerador da inflação.

Nas economias modernas, desde aproximadamente 1970-73, as condições de pleno emprego raramente se reproduzem. Normalmente, estas economias caracterizam-se pela existência de desemprego e de capacidade ociosa, dada especialmente a tendência das grandes empresas oligopolistas e estatais a realizarem investimentos antecipadamente à expansão da demanda. Suas altas margens de lucro baseadas em preços administrados permitem esse tipo de comportamento.

Nestas condições o aumento da oferta nominal de moeda não pode geralmente ser considerado fator acelerador de inflação. Na verdade tende a ser um fator sancionador, porque, dada a elevação constante dos preços, a quantidade real de moeda tende a diminuir, dado que  $m = \frac{M}{p}$ . Ora, a diminuição da quantidade real de moeda provocará uma crise de liquidez e em seguida a recessão. Aceito o pressuposto de que os agentes econômicos têm como objetivo manter a taxa de crescimento da economia, não restará outra alternativa senão aumentar a quantidade nominal de moeda e de restabelecer a quantidade real.

Neste caso, o aumento na quantidade de moeda não pode ser considerado causa ou fator acelerador de inflação, mas mero fator sancionador dessa inflação. A expansão monetária simplesmente acompanha a elevação dos preços, transformando-se em uma variável endógena do sistema, e não em uma variável exógena como pretende um tipo de pensamento linear como o monetarista.

Embora variável endógena, é preciso admitir que o aumento

da quantidade de moeda em situação de desemprego generalizado como é próprio das economias contemporâneas pode ter efeito inflacionário se propiciar o aumento de margens ou de salários em setores-chave onde haja estrangulamento da oferta.

Na desaceleração cíclica o Estado tende a procurar compensar o desemprego e a queda da taxa de lucros das empresas através de medidas de caráter fiscal, aumentando as suas despesas. Esse aumento pode ser generalizado, ou pode se expressar através da montagem de um complexo sistema de subsídios. Em qualquer hipótese, implicará em déficit público e em aumento de quantidade de moeda (desde que não financiado com emissão de títulos públicos). Na medida em que esse aumento de despesas e de quantidade de moeda permitir que aquelas empresas ou grupos de trabalhadores onde haja estrangulamento de oferta possam com mais facilidade aumentar suas margens de lucros ou seus salários reais, teremos o que poderíamos chamar de inflação compensatória.<sup>3</sup>

Nestas circunstâncias a oferta de moeda não perde seu caráter endógeno. Na verdade a moeda é a expressão de uma relação social, não podendo, portanto, ser manipulada à vontade dos formuladores da política econômica. A quantidade de moeda é função da produção real da economia e do mecanismo de formação de seus preços. Por outro lado a moeda funciona como uma espécie de óleo lubrificante do sistema econômico. Nestes termos, na medida em que a inflação reduz a quantidade real de moeda, a sociedade desenvolve mecanismos para recompor sua quantidade. Esses mecanismos podem ser os mecanismos regulares de criação da moeda através do Banco Central e dos Bancos Comerciais, ou, então, podem ser mecanismos mais informais, como a criação de vários tipos de quase-moeda: cartões de crédito, títulos de grande liquidez, etc.<sup>4</sup>

Neste caso a expansão da quantidade de moeda não é uma causa mas um fator sancionador da inflação na medida em que é seu resultado e ao mesmo tempo garante a sua continuidade. A correlação entre o aumento da quantidade de moeda e a taxa de inflação é indiscutível, mas a direção da relação causal é inversa daquela pretendida pelos monetaristas.

Neste tipo de análise que estamos realizando está explícito o pressuposto de que existe uma estreita correlação entre a quanti-

<sup>3</sup> Ver Capítulo 1.

<sup>4</sup> Embora essa visão endógena de moeda já se encontra em Keynes (1930: vol. II, p. 211) a análise fundamental da inflação nestes termos foi feita por Ignácio Rangel (1963). Ver também Basil J. Moore (1979).

dade de moeda e o nível de preços, ou, mais precisamente, a renda nominal. Embora, conforme demonstrou Keynes, a velocidade-renda da moeda possa variar no curto prazo em função de uma maior ou menor tendência ao entesouramento, ou em função da curva de preferência pela liquidez, estamos abstraindo este fato e admitindo que a velocidade da moeda seja constante. Milton Friedman imaginou que, ao demonstrar a correlação estável entre a quantidade de moeda e a renda nominal no longo prazo, teria negado a teoria keynesiana. Na verdade a teoria monetarista que Friedman representa só faz sentido se considerarmos a oferta de moeda uma variável rigorosamente exógena ao sistema econômico. Se admitirmos que a quantidade de moeda é determinada pelas autoridades monetárias livremente, poderíamos imaginar que variações na oferta de moeda determinem variações nos preços.

Ora, no momento em que abandonarmos esta idéia ingênua e linear de que a quantidade de moeda é uma variável exógena, aquela correlação deixa de provar a hipótese monetarista. Por outro lado, se admitirmos que é a renda nominal que determina a quantidade de moeda, como estamos fazendo neste trabalho, aquela correlação estabelecida empiricamente entre outros por Friedman serve apenas para contradizer sua teoria.

Esta idéia de que a quantidade de moeda é endógena ao sistema econômico já se encontra em Marx, quando este afirma que a quantidade de moeda é determinada pela soma dos preços das mercadorias, sendo uma ilusão pensar que esses preços sejam determinados pela quantidade de meios de circulação (1867: Livro I, pp. 135-137). Mais recentemente, Ignácio Rangel deixou este fato muito claro, quando explicitamente inverteu a relação causal entre moeda e preços na equação de trocas (1963). Ao fazer isto, ele interpretava de forma radical, o pensamento de Marx e de Keynes. Isto também vem sendo feito de maneira muito precisa em relação a Keynes por Nicholas Kaldor (1970 e 1982).

Kaldor salienta, na tradição keynesiana, que as economias capitalistas modernas são “economias de dinheiro-crédito” e não “economias de dinheiro-mercadoria”. Nestes termos, a moeda não é neutra nem pode ser manipulada ao bel-prazer da política econômica. Tratando-se de um crédito, ela é criada e extinta pelo sistema financeiro através das mais variadas formas. Por um lado, o controle dos depósitos a vista e de outros ativos que não rendem juros é muito relativo. Por outro lado, criam-se títulos financeiros dos mais diversos tipos, de forma que, dependendo da demanda por

dinheiro ( $M_1$  ou  $M_2$ ), sua quantidade variará no tempo e entre países (1982, pp. 26-27).

Alain Lipietz adota posição semelhante a partir de uma perspectiva marxista moderna, que dá ênfase à forma-crédito (moeda escultural) em prejuízo de forma mercadoria do dinheiro. Para ele o dinheiro-crédito tem caráter rigorosamente endógeno, sendo criado pelos bancos ao concederem empréstimos. Nesse sentido dever-se-ia pensar não em um multiplicador da base monetária mas em um "divisor monetário" dos empréstimos bancários (1982; p. 54).

De acordo com esta perspectiva, a quantidade de moeda é endógena em termos estritamente econômicos, na medida em que o sistema financeiro cria a moeda à revelia ou contra a vontade das autoridades monetárias. Sem negar este fato, entendemos que, em adição, há um elemento político no processo, na medida em que é a pressão dos agentes econômicos sobre o Governo, quando vêm a liquidez real diminuída devido ao aumento dos preços, que leva ao aumento da quantidade de moeda com o consentimento tácito ou explícito das autoridades monetárias.

Isto não implica que o governo não tenha poder sobre a oferta de moeda. Através de medidas cada vez mais administrativas ou diretas, como o controle quantitativo dos empréstimos bancários, é possível alterar durante algum tempo a oferta de moeda, elevar a taxa de juros e causar a recessão. Mas essas alterações provocadas pela política econômica na quantidade de moeda estão limitadas seja na sua amplitude, seja em seu tempo de duração. As políticas monetárias fortemente restritivas não apenas não conseguem alterar a forma substancial a quantidade de moeda, mas, principalmente, não conseguem se manter por muito tempo em vigor.

Com isto não estamos negando a importância e a necessidade da política monetária no combate à inflação. Estamos apenas assinalando seus limites.

## 5

A forma mais linear de explicar a inflação é aquela que parte do déficit do orçamento do Estado para explicar o aumento da quantidade de moeda, o qual, por sua vez determinaria a elevação dos preços. Na verdade, da mesma forma que a moeda, o déficit público também pode ser considerado um fator endógeno, uma consequência mais do que uma causa de inflação.

O déficit público só seria uma causa ou fator acelerador de inflação se o aumento das despesas governamentais (ou a redução dos impostos) levar a uma pressão da demanda agregada sobre a oferta em condições de pleno emprego e plena capacidade.

Excluído este caso, o déficit do setor público passa a ter a função de facilitar o aumento da quantidade de moeda necessária para sancionar o patamar da inflação vigente. Naturalmente existem outras formas mais ortodoxas de aumentar a quantidade de moeda. O aumento do volume de crédito, através da redução da taxa de depósito compulsório, a compra de títulos públicos no mercado aberto e a redução da taxa de redesconto são as fórmulas clássicas. Mas não há dúvida que o déficit público financiado por emissões de papel-moeda é uma forma fácil e conveniente para os governos de países com um patamar de inflação elevado elevarem a quantidade nominal de moeda e assim sancionarem a inflação em curso.

Conforme o Quadro I deixa muito claro, não existe correlação direta entre o coeficiente déficit público/Produto Interno Bruto e a taxa de inflação. Há países com déficits altíssimos e baixa taxa de inflação. Poderíamos encontrar uma certa correlação entre o aumento do déficit público em cada país e o aumento da taxa de

**QUADRO I**  
**DÉFICIT DO GOVERNO CENTRAL E TAXA DE INFLAÇÃO**

<i>Países</i>	<i>1979/81</i>	
	<i>Déficit % do PIB</i>	<i>Taxa de inflação</i>
Canadá	3,1	10,6
Estados Unidos	2,2	11,7
Japão	8,4	5,5
França	1,7	12,5
Alemanha	2,1	5,2
Itália	12,0	17,9
Grã-Bretanha	4,9	14,4
Suécia	7,0	11,0
Brasil	7,5	82,7
Argentina	3,1	121,6
México	3,2	24,2

*Fonte:*

*Conjuntura Econômica, FGV e Estadísticas Financieras Internacionales, F.M.I.*

inflação. Durante os anos setenta houve uma elevação do déficit público e um aumento da taxa de inflação na maioria dos países. Mesmo nesse caso, entretanto, a correlação é extremamente débil, havendo uma série de casos em que diminuiu o déficit e aumentou a taxa de inflação ou então em que aumentou o déficit e diminuiu a inflação.

Naturalmente, aqueles países que apresentam baixa taxa de inflação e grandes déficits financiam esses déficits através de endividamento interno. Desta forma impedem que aumente a quantidade de moeda. Por que não fazem o mesmo os países com altas taxas de inflação? Certamente não é a falta de poupança interna disponível, nem é o processo de "crowding out". Este, de fato, implica em uma pressão sobre a taxa de juros, dificultando o desempenho do setor privado. Estas dificuldades, entretanto, existem em todos os países com altos déficits públicos que pretendam financiar esse déficit com emissão de títulos públicos e não apenas nos países com altas taxas de inflação. Na verdade as operações de venda de títulos no mercado aberto são limitadas simplesmente porque existe um elevado patamar de inflação a ser sancionado, de forma que o déficit público deve se transformar em aumento de oferta monetária.

Ao transformar o déficit público em fator sancionador, da mesma forma que o aumento da quantidade de moeda, não estamos ignorando que ambos os fatores podem ser aceleradores de inflação quando pressionam a demanda agregada ou mesmo demandas setoriais. Não ignoramos também que o déficit público funciona como um amortecedor do conflito distributivo. Ao aumentar despesas sem a devida cobertura de carga tributária, o Estado atende a determinados setores e contribui para a sustentação de demanda agregada. A consequência pode ser a aceleração da inflação. Em toda a nossa análise, entretanto, um pressuposto explícito é de que as economias capitalistas, pelo menos desde 1973, vêm convivendo com altos índices de desemprego e capacidade ociosa. Nestes termos o déficit público não chega a pressionar fortemente a demanda agregada e portanto não é causa nem de aumento de margens de lucro nem de aumento de salários reais.

## 6

Entretanto, embora se considere a quantidade de moeda e o déficit público como consequências e não como causas da inflação,



isto não implica que uma política monetária e fiscal restritiva não possa ser instrumento de controle da inflação.

Curiosamente, é possível combater a inflação, reduzindo-se o patamar da inflação, através do ataque à consequência da inflação (a expansão monetária) e não às suas causas originais (o aumento de margens e salários).

Através da redução da quantidade de moeda (geralmente acompanhada de redução do déficit público) o que se pretende é uma redução da demanda efetiva e, portanto, uma recessão. Em consequência as empresas competitivas e os trabalhadores não plenamente defendidos por sindicatos ou leis protetoras baixarão suas margens e seus salários. As empresas oligopolistas aumentarão suas margens para compensar a redução de vendas.<sup>5</sup> Mas a redução de margens e salários dos setores competitivos deverá ser suficiente para provocar uma queda na taxa geral de inflação.

De acordo com um modelo keynesiano muito utilizado a taxa de inflação é diretamente proporcional aos aumentos dos salários nominais.<sup>6</sup> Utilizando-se a equação (1), isto significa considerar a margem das empresas constante e portanto retirá-la da equação e assim a variação nos preços é dada por

$$\dot{p} = \dot{w} - \dot{q} \quad (3)$$

O modelo é completo pela curva de Phillips, que estabelece uma relação entre a variação dos salários nominais  $w$  e da taxa de desemprego,  $d$

$$\dot{w} = \dot{a} + b \dot{d}^{-1} \quad (4)$$

Na medida em que se aumenta o desemprego através de medidas principalmente fiscais (preferidas pelos keynesianos) ou principalmente monetárias (preferidas pelos monetaristas), a taxa de salários diminuirá, provocando a redução do patamar da inflação. A redução da quantidade de moeda, que ocorre em ambos os casos, tem um efeito indireto sobre os preços na medida em que provoca desemprego e redução de salários.

<sup>5</sup> Ver a respeito, Capítulo 6. Na recessão de 1981, no Brasil, entre maio e julho, quando a inflação anualizada era de 85%, as empresas oligopolistas aumentavam seus preços à taxa média de 170% contra aproximadamente 60% para os setores competitivos.

<sup>6</sup> Esta proposição já se encontra em Samuelson e Solow (1960).

É preciso, entretanto, assinalar que os monetaristas não aceitam a curva de Phillips, a não ser como uma relação transitória de curto prazo, causada por erros de expectativa quanto à taxa de inflação (Friedman, 1968; pp. 8-9).<sup>7</sup> Coerentemente isto os leva de forma muito mais enfática do que os keynesianos, a advogar a redução do patamar de inflação através de medidas de contração monetária. Não aceitando a curva de Phillips (ou pressupondo-a perfeitamente inelástica) os monetaristas mais ortodoxos negam no plano teórico que a redução da inflação deva ser analisada através do aumento do desemprego. As medidas monetárias restritivas teriam um efeito direto sobre a redução dos preços, sem passar pelo desemprego. Na prática, entretanto, as medidas de política econômica adotadas pelos monetaristas são as mais fortemente recessivas, dado seu caráter radical em termos de redução da quantidade de moeda.

Ao recusarem a curva de Phillips, os monetaristas se apegam apenas à equação de trocas. Mas ao fazerem isto ficam, na verdade, sem uma explicação dos mecanismos intermedianos que ligam a redução da quantidade de moeda à redução dos preços.

## 7

Na discussão entre keynesianos e monetaristas, nossa posição no plano teórico se opõe radicalmente à monetarista e se aproxima da keynesiana. Entretanto, embora as proposições da política econômica de keynesianos e monetaristas também sejam muito diversas, suas implicações recessivas acabam sendo semelhantes.

Criticaremos apenas o modelo keynesiano na forma simplificada que apresentamos neste artigo (equações (3) e (4)), já que a proposição monetarista se refugia em um mundo de equilíbrio walrasiano que pouco tem a ver com a realidade do mundo capitalista.

A análise da inflação que estamos apresentando, apresenta quatro diferenças em relação à visão keynesiana mais comumente adotada. Em primeiro lugar, consideramos não apenas a oferta de moeda mas também o déficit do setor público como variáveis endógenas, ou seja, como fatores sancionadores da inflação. Isto só deixa de ser verdade nos momentos em que a economia como um

<sup>7</sup> Para uma demonstração rigorosa e crítica da visão monetarista em relação à curva de Phillips, ver Meghnad Desai (1981, pp. 69-76).

todo, ou, pelo menos, alguns dos seus setores mais importantes, se aproxima de pleno emprego e/ou da plena capacidade. Ora, esses momentos tornam-se cada vez mais raros enquanto a inflação se torna um fenômeno cada vez mais generalizado no capitalismo contemporâneo.

Em segundo lugar distinguiremos os fatores aceleradores (ou causadores) de inflação dos fatores mantenedores do patamar da inflação, e damos a estes últimos uma importância muito maior nas condições do capitalismo contemporâneo. A oligopolização das empresas e o poder dos sindicatos, de um lado, e os sistemas de indexação, de outro, são fenômenos históricos novos que tendem a perpetuar a inflação ainda que não haja fatores aceleradores de inflação em atividade. Por outro lado, os fatores mantenedores tornaram a inflação mais rígida para baixo. As políticas econômicas recessivas, que buscam reduzir os salários reais e as margens de lucro, ainda que produzam efeitos em relação à baixa da taxa de inflação, são políticas ineficientes. A relação entre o custo econômico e social dessas políticas e seus resultados é cada vez mais desfavorável.

Em terceiro lugar, não é aceitável o pressuposto de que as margens de lucro sejam constantes. Embora essa proposição não seja essencial ao modelo keynesiano, ela está presente na identificação do aumento dos preços com o aumento dos salários, que possibilita, em seguida, a explicação da inflação em termos da curva de Phillips (equações 3 e 4). Ora, na realidade as margens de lucro não são constantes, especialmente nos momentos de recessão. Em termos gerais a margem de lucro é constante quando a economia se desenvolve em termos normais ou de relativa tranqüilidade. Fora dessa situação, é necessário distinguir o setor competitivo do setor oligopolista. Ainda que as generalizações sejam sempre arriscadas, tem-se verificado empiricamente que as empresas operando no setor competitivo tendem a aumentar suas margens na expansão cíclica, acelerando a inflação, e a reduzi-las na recessão. Em contrapartida as empresas oligopolistas mantêm ou mesmo diminuem suas margens (se estas estavam excessivamente elevadas) na expansão, e aumentam suas margens na recessão, para compensar a perda de vendas e manter a taxa de lucro. Em economias indexadas (como a brasileira), entretanto, a redução de margens e de salários na recessão tende a ser muito pequena mesmo no setor competitivo devido à força dos fatores mantenedores do patamar de inflação.

Em quarto lugar, aceita a idéia de patamares crescentes de

inflação, em função do efeito conjugado dos fatores aceleradores e mantenedores, especialmente do efeito da indexação, é preciso considerar que a curva de Phillips tende a deslocar-se para a direita. Em conseqüência, para uma mesma taxa de desemprego, temos taxas de elevação de salários e de inflação mais elevadas, desaparecendo a correlação direta entre as três variáveis. Em conseqüência temos o fenômeno da estagflação, ou seja, a convivência de taxas elevadas de desemprego em situação de recessão com altas taxas de inflação.

Em relação aos países subdesenvolvidos seria necessário ainda acrescentar pelo menos três observações: (1) dadas as imperfeições no funcionamento dos mercados, os fatores aceleradores de caráter estrutural são mais importantes; (2) dado o fraco poder de barganha dos sindicatos e os altos índices de subemprego, a variação nos índices de emprego tem influência menos direta na taxa de inflação; e (3) dado o imperativo de acumular e reduzir o atraso, as classes dominantes locais tendem, na expansão, a utilizar da inflação como um mecanismo de poupança forçada e na desaceleração, como um mecanismo compensatório da redução da taxa de lucro; em ambos os casos a inflação tem um claro efeito concentrador de renda, que não é necessário nos países desenvolvidos.

A redução da taxa de inflação através da política econômica recessiva só é viável na medida em que a redução das margens das empresas competitivas e dos salários tenham um efeito maior do que o aumento das margens do setor oligopolista. O alto custo econômico e social desse tipo de política econômica, entretanto, torna-se evidente, não apenas em função da resistência dos sindicatos em aceitar a redução de salários reais, expressa na indexação formal ou informal dos salários, mas também em função do comportamento perverso das empresas oligopolistas.

Embora não tenhamos tratado especificamente de política econômica nesta nota, esperamos ter deixado claro que as políticas econômicas monetaristas de caráter recessivo são ineficientes. A política monetária é apenas um dos instrumentos de controle da inflação, e suas limitações são muito grandes. Quando a restrição monetária e a recessão se tornam as principais armas contra a inflação, temos, nos países industrializados, estagflação. E nos países subdesenvolvidos mas industrializados sua utilização de forma insistente e prolongada pode implicar em um grave processo de desindustrialização.