

DA INFLAÇÃO À HIPERINFLAÇÃO: UMA ABORDAGEM ESTRUTURALISTA

Luiz Carlos Bresser-Pereira

*In Rego, J.M., org., Inflação e Hiperinflação -
Interpretações e Retórica, São Paulo: Bial, 1990: 7-28.*

Em fevereiro de 1990, quando a taxa de inflação mensal alcançou 73 por cento, já não havia dúvida que a inflação no Brasil se transformara em uma hiperinflação. Hiperinflação que não desorganizava toda a economia, embora já estivesse produzindo enormes distorções na distribuição da renda e na alocação dos fatores produtivos. Hiperinflação que não merecia mais o adjetivo "indexada", porque já assumira as características essenciais das hiperinflações clássicas. Hiperinflação que se produziu sem crise cambial, sem crise financeira, sem crise de abastecimento, sem dolarização total da economia, através do crescimento gradual mas cada vez mais acelerado dos preços. Hiperinflação embora muitos continuassem ainda a falar em "evitar a hiperinflação", porque não se produzira nem a plena dolarização da economia, nem sua total desorganização. A aceleração da inflação brasileira até a hiperinflação ocorreu por etapas, gradualmente. No segundo semestre de 1989 a inflação brasileira superou a marca dos 30 por cento. O limiar clássico de 50 por cento foi ultrapassado em dezembro de 1989. Sã em fevereiro de 1990, porém, quando a inflação atingiu 73 por cento, pareceu-me claro que já estávamos diante de um processo hiperinflacionário propriamente dito.¹

¹ - A inflação mensal de 50 por cento mensais, que Cagan (1956) identificou como o limiar da hiperinflação, corresponde a uma taxa de inflação anual que acabou de ultrapassar os cinco dígitos (12 mil por cento); 73 por cento mensais corresponde a 72 mil por cento anuais. Isto significa que a esta ultima taxa os preços se multiplicam por 720 em doze meses.

* Agradeço os comentários e sugestões de Yoshiaki Nakano, Luiz Antônio Oliveira Lima, Hélcio Tokeshi e José Márcio Rego.

Por que a inflação não para de se acelerar no Brasil? Por que atingimos uma situação de hiperinflação, mas não uma situação de total instabilidade? Qual a estabilidade do endividamento público interno de curtíssimo prazo? Quais os mecanismos endógenos que levam a inflação a crescer permanente e gradualmente? Não pretendo responder a todas essas perguntas neste trabalho, mas sugerir algumas respostas.

Durante todo o ano de 1989 imaginou-se que uma "fuga do *overnight*", ou seja, a perda definitiva de confiança dos capitalistas privados nos títulos do governo, levaria à hiperinflação explosiva, e no entanto isto não aconteceu. Falou-se também muito que a crescente inviabilidade de financiar o déficit público através do imposto inflacionário, dada a contínua diminuição da base monetária, seria o fator acelerador por excelência da inflação. Estas explicações, em última análise monetaristas, são pouco convincentes. Na verdade, conforme tentarei demonstrar neste artigo, a aceleração da inflação que, através de várias etapas, levou gradualmente a economia brasileira à hiperinflação, pode ser explicada de forma muito mais precisa e direta através de uma análise estruturalista baseada no conflito distributivo e no desequilíbrio dos preços relativos.²

1. A Causa Básica: Crise Fiscal

A hiperinflação no Brasil está diretamente relacionada com a crise econômica dos anos 80. Esta crise, definida pela estagnação da renda por habitante no país, foi desencadeada no final de 1980, quando o governo foi obrigado pelos credores externos a iniciar um processo de ajustamento. O ajustamento, entretanto, foi tardio e distorcido. O simples ajustamento fiscal requerido pelos credores externos já não era suficiente para fazer a frente a uma dívida externa que se tornara alta demais para ser paga integralmente. A dimensão exagerada da dívida externa tornara *self-defeating* (derrotados

² - Quem desenvolveu de forma mais completa o argumento sobre a "fuga do *over*" foi André Lara Resende (1988). Praticamente todos os economistas brasileiros inclusive este autor partilharam dessa preocupação durante o ano de 1989. A hiperinflação brasileira, entretanto, não ocorreu dessa forma, como também não ocorreu devido à inviabilidade de financiar o déficit público através do imposto inflacionário, conforme demonstrarei brevemente na seção final deste artigo.

de antemão) os esforços de ajustamento. Estes, ao invés de reequilibrar a economia, resultaram, de um lado, na estatização da dívida externa, no crescimento da dívida pública interna, no aprofundamento da crise fiscal, e no aumento da taxa de juros interna, na medida em que era praticamente impossível eliminar inteiramente o déficit público sem reduzir a dívida externa; de outro lado, na medida em que a redução do déficit público era alcançada principalmente graças à redução do investimento público e à recessão, o ajustamento levava à redução da capacidade de poupança e investimento do país. A consequência deste caráter perverso do ajustamento no quadro de uma dívida externa muito alta foi a aceleração da inflação.³

A crise da dívida externa, que para o Brasil começou no final de 1980, antes portanto da quebra do México em 1982, transformou-se, ao longo da década, em uma crise fiscal de graves proporções. O déficit público, que surge na economia brasileira nos anos 70 com um outro nome - a estratégia de crescimento com endividamento - torna-se um problema reconhecido nacionalmente no início dos anos 80, a partir da primeira tentativa de ajustamento. Esse déficit, entretanto, revela uma enorme resistência para cair. E assim que termina o processo de ajustamento, em 1984, volta a crescer tendendo a transformar-se em um déficit primário - ou seja, um déficit superior aos juros vencidos em cada ano. Dada a persistência do déficit, a dívida pública não parou de crescer. A dívida externa pública, que no início da década representava pouco mais do que 50 por cento da dívida total, representa hoje quase 90 por cento. A dívida interna pública, que passou a crescer devido à persistência do déficit público e à suspensão de novos empréstimos internacionais, tornou-se recentemente superior à dívida externa pública. As duas dívidas públicas somadas são elevadas, mas ainda representam menos de 60 por cento do PIB. Implicam, entretanto, em uma forte pressão sobre o déficit público, já que os juros pagos pelo Estado correspondem a quase 60 por cento do PIB. Por outro lado os prazos de

³ - A idéia de uma crise fiscal é relativamente recente. Ficou clara para mim em 1987. Passei a utilizar a expressão "crise fiscal" ao me lembrar do livro de James O'Connor, *The Fiscal Crisis of the State* (1973). Sobre a crise fiscal brasileira ver Bresser-Pereira (1988b) e Diniz, org. (1990).

maturação da dívida interna pública mobiliária foram se reduzindo, à medida que se acelerava a inflação, até transformarem os títulos públicos em uma quase-moeda, com prazo de vencimento de um dia (operações no mercado financeiro de *overnight*).

A crise fiscal, que está na origem da hiperinflação brasileira, pode, portanto, ser definida por três variáveis: o déficit público, que se mantém em um nível superior a 5 por cento do PIB, a dívida pública interna e externa, e o prazo curtíssimo de vencimento dos títulos públicos revelando a falta de crédito do Estado.

A taxa de inflação de 73 por cento em fevereiro de 1990 é a consequência fundamental da crise fiscal e, ao mesmo tempo, uma causa dessa mesma crise, na medida que uma inflação dessa dimensão tende a agravar o déficit público através do efeito Oliveira-Tanzi e a desenvolver mecanismos endógenos de crescimento da própria inflação.

Não se suponha, entretanto, que estamos estabelecendo uma relação direta entre déficit público ou crise fiscal e inflação. Essa relação não existe. E da mesma forma que o crescimento da moeda tende a ser endógeno principalmente em uma situação de inflação elevada, o próprio déficit público também tende a assumir esse caráter, na medida que a forma mais simples de aumentar a quantidade de moeda nominal (para manter a quantidade de moeda real necessária ao funcionamento da economia) é a existência de um déficit público.⁴

O déficit público e a crise fiscal tornam-se, entretanto, causa básica, ainda que indireta, da aceleração inflacionária por duas razões. Em primeiro lugar, porque o conflito distributivo é agravado na medida em que as tentativas do Estado de recuperar o nível da receita tributária líquida (reduzida pelo efeito Oliveira-Tanzi e pelo aumento dos juros pagos pelo Estado) e de diminuir o déficit são respondidas por aumentos defensivos de preços e salários por parte das empresas, dos trabalhadores e dos funcionários públicos. Em segundo lugar, porque a crise fiscal leva à relativa imobilização do Estado. Para combater a inflação, seja ela moderada, inercial ou hiperinflação, é preciso um

⁴ Examinei originalmente este problema da endogeneidade do déficit público no artigo com Yoshiaki Nakano "Fatores Aceleradores, Mantenedores e Sancionadores da

Estado forte, cujo governo tenha a capacidade de intervir sobre a economia através de medidas fiscais e monetárias convencionais e, quando necessário, através de medidas administrativas. Uma crise fiscal imobiliza o Estado na medida em que implica em perda de credibilidade para o governo e em perda de crédito para o próprio Estado. Na medida em que o Estado, financeiramente falido, não é mais capaz de combater a inflação, esta fica livre para se acelerar segundo suas próprias leis.

2. As Etapas da Aceleração Inflacionária

O Brasil estava acostumado a taxas de inflação elevadas, mas a nada semelhante ao que está acontecendo agora. Uma inflação moderada, semelhante à que existe nos países desenvolvidos, o Brasil não conhece há décadas. A aceleração gradual da inflação brasileira até a hiperinflação ocorreu em etapas. Se tomarmos 1974 como ponto de partido (logo após o primeiro choque do petróleo), temos três patamares de inflação inercial: 1974-1978, 1980-82 e 1984-1985; duas etapas de transição com grande aceleração da inflação, 1979 e 1983; uma etapa de congelamentos e posterior aceleração inflacionária, 1986-1989; uma última etapa de transição, a hiperinflação indexada do segundo semestre de 1989, e a hiperinflação a partir de fevereiro de 1990 (ver Tabela 1 e 2).

Tabela 1 - Etapas da Aceleração da Inflação

Período	Etapas	Inflação Média(%)
1974/78	1o. Patamar de Inflação Inercial	38 ano
1979	Transição	
1980/82	2o. Patamar	102 ano
1983	Transição	
1984/1985	3o. Patamar	229 ano
1986/1989	Congelamentos	
1989/2o.sem	Hiperinflação Indexada	30/50 mês
1990/fev.	Hiperinflação	73 mês

Observação: taxas anuais de acordo com o IGP/FGV; taxas mensais de acordo com o IPC/IBGE (indexador oficial nos últimos anos)

Inflação" (1983), que continua a ser nosso trabalho básico sobre a teoria da inflação inercial.

Tabela 2 - Taxa Anual de Inflação

	%	Ano	%
1970	19.3	1980	110.2
1971	19.5	1981	95.1
1972	15.8	1982	99.7
1973	15.5	1983	211.0
1974	34.6	1984	223.8
1975	29.4	1985	235.1
1976	46.2	1986	65.0
1977	38.8	1987	415.8
1978	40.8	1988	1037.6
1979	77.2	1989	1782.9

Fonte: Índice Geral de Preços (IGP) da Fundação Getúlio Vargas.

A partir do primeiro choque de petróleo, entre 1974 e 1978, temos o primeiro patamar da inflação inercial: a taxa de inflação média foi de 40 por cento ao ano. Em 1979 o segundo choque do petróleo e a desvalorização cambial decorrente do endividamento externo elevam a inflação para um patamar de 100 por cento ao ano. Nesse segundo patamar a inflação permaneceu até 1983. Nesse ano, nova desvalorização cambial elevou a inflação para 200 por cento ao ano (10 por cento ao mês). O terceiro patamar de inflação essencialmente inercial ou autônoma compreende 1984 e 1985. É preciso assinalar, entretanto, que a partir de 1985 já começa a ocorrer um processo de aceleração da inflação que decorre do agravamento do conflito distributivo real entre trabalhadores e empresas. Em 1985 temos a redemocratização do país depois de vinte anos de regime autoritário. As aspirações dos trabalhadores e funcionários de recuperar o que havia sido perdido principalmente durante o período de ajustamento 1981/1983 aumentam fortemente. As reivindicações dos assalariados médios do setor privado e em especial do setor estatal, que haviam sido penalizados por uma correta política de redução do leque salarial a partir de 1979, são muito grandes. A palavra de ordem de todos é a "reposição salarial", que é em parte lograda em 1985, mas provoca uma clara aceleração da inflação nas vésperas do Plano Cruzado.

Segue-se a etapa conturbada dos planos de estabilização com congelamento de preços. O Plano Cruzado, em fevereiro de 1986, levou a uma estabilização quase completa, que durou cerca de nove meses, mas em seguida a inflação voltou a crescer explosivamente devido, em última análise, à política econômica populista que presidiu a implementação do Plano: a taxa de câmbio valoriza-se, os salários reais aumentam fortemente, o déficit público aumenta ao invés de diminuir, agravam-se os desequilíbrios dos preços relativos em meio a um processo generalizado de excesso de demanda.⁵

O crescimento explosivo da taxa de inflação, que superou a marca dos 20 por cento em poucos meses, e a crise aguda, econômica e financeira, do primeiro semestre de 1987 foram interrompidos provisoriamente por um congelamento de emergência: o Plano Bresser de junho de 1987. Conforme era previsto a inflação voltou a crescer. A previsão dos responsáveis pelo plano era de que a inflação estaria em torno de 10 por cento ao mês em dezembro desse ano (na verdade, alcançou 14 por cento nesse mês). Desde sua concepção, estava claro que um novo e definitivo congelamento, acompanhado de um grande ajuste fiscal e da redução da dívida externa, seria necessário no início de 1988, em um momento em que os preços relativos deveriam estar mais equilibrados.⁶

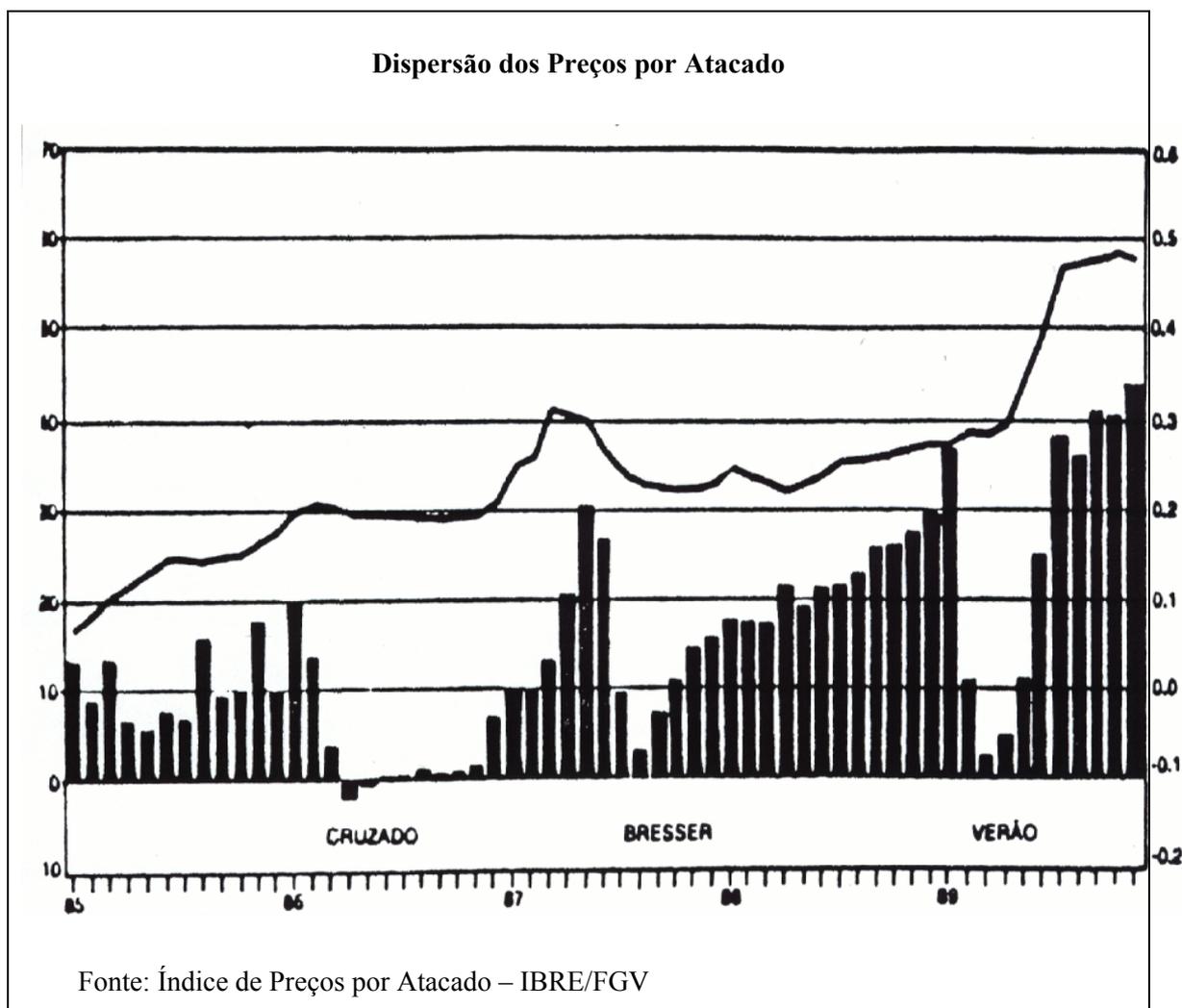
Depois da mudança de Ministro da Fazenda, em dezembro de 1987, a inflação continuou lenta, mas seguramente a crescer. Em janeiro de 1989, quando já alcançara a marca dos 30 por cento ao mês, temos um terceiro congelamento - o Plano Verão - que, da mesma forma que o Plano Cruzado, e diferentemente do Plano Bresser, promove uma

⁵ - Ver Jeffrey Sachs (1988), Baer e Beckerman (1989). Isto não significa que os autores do plano fossem economistas populistas. Muito pelo contrário. Mas uma série de circunstâncias levou o plano a afinal assumir um caráter populista.

⁶ - Ver Bresser-Pereira (1988a). O congelamento de junho de 1987 não podia terminar com a inflação porque não foi acompanhado de um choque fiscal suficientemente grande para eliminar o déficit público e porque os preços relativos estavam extremamente desequilibrados no momento do choque. Este, entretanto, se impunha como uma emergência para devolver um mínimo de ordem a uma economia na qual uma crise financeira das empresas se somava a uma grave e aguda crise econômica. Esse objetivo foi alcançado. Um congelamento definitivo deveria ser realizado no início de 1988.

reforma monetária, desindexa a economia e congela a taxa de câmbio. Visava, portanto, também à eliminação da inflação. O fracasso desse plano é total, seja porque o déficit público não foi tocado, seja porque a definição de uma taxa de juros real elevadíssima leva os agentes econômicos a entender que na verdade essa era uma taxa nominal. Isto ocorre porque os agentes percebem imediatamente a inconsistência da política econômica: uma taxa de juros real de quase 20 por cento ao mês, quando o Estado é o grande devedor, levaria a um enorme aumento do déficit público e, portanto, à total insolvência do Estado. Era, portanto, mais lógico da parte dos agentes econômicos considerar que aquela taxa era na verdade nominal e que a "verdadeira" taxa de inflação

GRÁFICO 1



Fonte: *Conjuntura Econômica*, Chacel, Fioravante e Quadros (1990).

continuava tão elevada como antes do congelamento. Da mesma forma que ocorreu quando fracassou o Plano Cruzado, os preços relativos se dispersam e a inflação retoma com grande rapidez, obrigando o governo a abandonar o congelamento e a restabelecer a plena indexação da economia. Conforme mostra o Gráfico 1, apenas depois do Plano Bresser não houve aumento da dispersão dos preços. E a aceleração da inflação foi muito mais lenta. Graças à reindexação foi possível minimamente estabilizar a economia, embora a inflação não deixasse de crescer a partir de então, definindo-se, a partir do segundo semestre de 1989, quando a inflação superara a marca dos 30 por cento mensais, o que eu chamei de "hiperinflação indexada" ou de "hiperinflação reprimida".⁷

3. A Hiperinflação Indexada

Podemos classificar a inflação em três tipos, segundo o seu grau de intensidade: inflação moderada ou de um dígito anual, inflação inercial, autônoma, crônica ou de dois a três dígitos anuais; hiperinflação ou inflação de cinco dígitos anuais (superior a 50 por cento mensais).⁸ A teoria da inflação inercial foi desenvolvida no início dos anos 80 para explicar e apresentar remédios para as inflações de dois a três dígitos.⁹

⁷ - Escrevi este artigo em agosto, quando estava claro que era a inflação perdera suas características basicamente inerciais (1989d).

⁸ - Esta classificação já se encontra em Felipe Pazos (1972) com os nomes de "inflação lenta", "hiperinflação", e, entre elas, a "inflação crônica" que ele também chamará de "inflação intermediária". Seu livro *Chronic Inflation in Latin America* constitui uma extraordinária manifestação pioneira da teoria da inflação inercial. Como, entretanto, ele se referia a taxas de inflação que na Argentina, no Brasil e no Chile, entre 1951 e 1970, variavam entre 10 e 50 por cento ao ano, ou seja, como a inflação não alcançara ainda taxas de três dígitos anuais que tornam o caráter inercial da inflação muito mais evidente, não estava ainda clara para ele a mecânica da inflação autônoma ou inercial baseada na distinção entre fatores aceleradores e fatores mantenedores da inflação e nos desequilíbrios intertemporais de preços relativos. Outros trabalhos pioneiros são os de Mário Henrique Simonsen (1970) com seu conceito de "realimentação inflacionária" e Joseph Ramos (1977) com a idéia de "inflação persistente".

⁹ - Ver Werner Baer (1987). Neste artigo o autor, além de fazer uma análise cuidadosa da retomada da inflação no Brasil a partir de 1974, faz uma primeira resenha da teoria da inflação inercial. Os primeiros trabalhos que apresentam de forma sistemática a teoria da inflação inercial são "Fatores Aceleradores, Mantenedores e Sancionadores da Inflação", de Bresser-Pereira e Nakano (1983), "Inertial inflation and monetary reform" de Lara Resende e Arida (1984) e "Inflação inercial, hiperinflação e desinflação" de Francisco L. Lopes (1984).

Mas essa própria classificação de inflação pode ser questionada no caso da economia brasileira devido ao seu caráter formalmente indexado. Dado, entretanto, o caráter altamente indexado da economia brasileira, parece-nos mais realista admitir a existência de uma situação intermediária entre a inflação inercial e a hiperinflação: a hiperinflação indexada. A partir de um certo ponto - digamos 30 por cento ao mês, atingidos pela economia brasileira em agosto de 1989 - não se podia mais falar no Brasil em inflação inercial ou crônica porque a taxa de inflação já era alta demais, porque não parava de aumentar, porque produzia distorções crescentes na alocação de fatores e na distribuição de renda. Mas não se tratava ainda de hiperinflação porque algumas das características que usualmente se associam à hiperinflação não estavam ainda presentes. A taxa de inflação não crescia de forma explosiva nem sofria fortes flutuações, os preços continuavam a ser parcialmente indexados de acordo com a inflação passada e continuavam a ser reajustados de forma defasada (não sincrônica), os efeitos distorsivos sobre os investimentos e a distribuição de renda não eram tão profundos a ponto de desorganizarem a economia, a dolarização da economia era limitada, a crise política e social, embora grave, não chegava a ser insuportável.

Uma hiperinflação não precisa ter necessariamente todas essas características, mas não haverá hiperinflação se algumas características-chaves não estiverem presentes. A hiperinflação indexada já é também profundamente desorganizadora da economia e da sociedade. No plano econômico provoca uma enorme elevação da taxa de juros, aprofunda a crise fiscal, concentra a renda, distorce os investimentos, estimula o consumo de bens duráveis; no plano social, agrava o conflito social, desmoraliza o governo e as instituições, favorece a corrupção e a busca desenfreada do interesse particular.

Em resumo, o Brasil convive com inflação inercial desde pelo menos os anos 70. Na primeira metade dos anos 80 tornou-se claro para todos o caráter inercial da inflação brasileira, a partir do momento em que a inflação se estabilizou relativamente em torno de 5 por cento (1979-1982) e depois em torno de 10 por cento ao mês (1984-1985). Os anos de 1986 (fevereiro, Plano Cruzado), 1987 (junho, Plano Bresser) e 1989 (janeiro, Plano Verão) foram anos de intervenção, que perturbaram a evolução da inflação. A partir de meados de 1989, porém, define-se no Brasil uma situação de hiperinflação indexada, que dura seis meses. A partir de fevereiro de 1990, quando a inflação atingiu

73 por cento, entramos definitivamente em regime de hiperinflação. Mesmo a expressão hiperinflação indexada passa a parecer imprópria para designar uma inflação que tão alta e que não para de crescer.

4. A Hiperinflação: Conceito Estruturalista

Na verdade, a hiperinflação indexada é um fenômeno transitório entre a fase da inflação inercial e a hiperinflação propriamente dita, que é hoje a realidade da economia brasileira. Para compreendermos porque o Brasil atingiu o estágio da hiperinflação quando a inflação superou 70 por cento mensais é conveniente discutir rapidamente o conceito de hiperinflação.

Há muitas formas de definir a hiperinflação. Alguns definem hiperinflação pela perda de função da moeda nacional e pela dolarização. Esta é basicamente uma definição monetarista de inflação. No Brasil a moeda nacional já perdeu suas funções básicas, mas não foi inteiramente substituída pelo dólar devido à existência da moeda indexada (e remunerada): a BTN fiscal. Em lugar desse conceito proponho um outro de caráter estruturalista porque baseado no conflito distributivo e, portanto, nos desequilíbrios de preços relativos. Segundo esse conceito temos hiperinflação quando a inflação já se tornou tão elevada que: (1) os agentes econômicos deixam de indexar seus preços de acordo com a inflação passada (comportamento que define a inflação inercial), passando a usar uma previsão de inflação crescente como forma de determinar seus preços; e (2) os agentes econômicos passam a aumentar seus preços, diária ou sincronicamente (de forma, portanto, relativamente instantânea), desaparecendo as defasagens de aumentos de preços que constituem uma segunda característica definidora da inflação inercial.

Ora, foi exatamente isto que passou a ocorrer na economia brasileira no início de 1990. Depois da fase intermediária da hiperinflação indexada, em que os agentes econômicos ora indexavam seus preços de acordo com a inflação passada, ora elevavam-nos acima da inflação corrente, esta última prática passou a ser dominante. O eufemismo para a prática de ajustar os preços de acordo com uma inflação futura sempre crescente é

a afirmação de que as empresas estão buscando "novos indexadores" para a economia. Não são novos indexadores. Indexador é sempre uma taxa de inflação passada, conhecida. O que as empresas decidiram, a rigor desde o fracasso do Plano Verão, foi projetar - se possível com uma certa margem de segurança - uma tendência à aceleração da inflação. O governo faz o mesmo, ao estabelecer uma BTN fiscal, uma taxa de desvalorização cambial e principalmente uma taxa de juros para o *overnight* que também projetam uma inflação cada vez mais elevada.

Por outro lado, as remarcações de preços tornaram-se diárias ou quase diárias. Quando a inflação mensal supera 70 por cento, a taxa de inflação diária, considerados apenas os dias úteis, passa a girar em torno de 3 por cento. Nestes termos, para aqueles preços que ainda não estão em BTN fiscal ou em dólar, já faz sentido para as empresas a remarcação diária. Muitas empresas passaram a corrigir seus preços diariamente. Nas lojas de departamento generalizou-se a prática de remarcar diariamente os preços. As mercadorias deixaram de ter um preço e passaram a ter um código de preços que se refere a uma tabela de preços que muda diariamente.

A hiperinflação tornou-se, portanto, a realidade da economia brasileira no início de 1990. Uma hiperinflação aberta, clássica. Mas ainda não uma hiperinflação explosiva. Seus efeitos desorganizadores da economia são enormes. Os desequilíbrios de preços relativos que se acentuaram recentemente são apenas um sintoma das distorções provocadas pela hiperinflação. As perdas e os ganhos no conflito distributivo já devem ser muito grandes. Mas ainda é uma hiperinflação "bem comportada". A indexação moribunda ainda põe um mínimo de ordem na economia. A taxa de juros elevada evita a dolarização. Os ataques especulativos contra o cruzado, traduzidos na elevação do dólar paralelo, revelam-se uma estratégia muito arriscada para seus autores. A moratória não declarada da dívida externa garante um nível razoável de reservas e evita a crise cambial, que o atraso do câmbio deixa prever. No início de março de 1990, quando termino de escrever este artigo, toda a sociedade brasileira permanece na expectativa do novo governo que se iniciará no dia 15 de março. Medidas radicais, uma combinação qualquer de choque ortodoxo e de choque heterodoxo, são esperadas.

5. A Aceleração da Inflação

Durante dois anos (1981-1982) a inflação permaneceu em um patamar estável de 100 por cento ao ano (cerca de 6 por cento ao mês) e, depois da transição de 1983, por mais dois anos (1984-1985) estabilizou-se em 10 por cento ao mês. A teoria da inflação inercial foi desenvolvida por um grupo de economistas brasileiros nessa época, com base nessa relativa estabilidade da taxa de inflação. Na verdade, porém, a inflação não parou de se acelerar no Brasil desde 1979. Cresceu moderadamente enquanto era predominantemente inercial, entre 1980 e 1985. Cresceu rapidamente depois dos congelamentos, principalmente depois do primeiro e do terceiro, que haviam desindexado a economia. Cresceu no quadro da hiperinflação indexada, em 1989. Crescerá explosiva e instavelmente no quadro da hiperinflação aberta se não houver uma intervenção a curto prazo. Por que se acelera a inflação?

A explicação mais geral para este fenômeno talvez seja a seguinte: as taxas de inflação, se não forem controladas no seu nascedouro, tendem a crescer exponencialmente, chegando rapidamente à hiperinflação. A aceleração da inflação ocorrerá inicialmente em consequência de excesso generalizado de demanda ou de choques de oferta que se propagam por toda a economia. Persistindo essa aceleração por algum tempo os agentes econômicos tenderão a criar expectativas de que essa aceleração continuará a crescer. Teremos então um processo de espiral inflacionária, ou seja, de taxas de inflação sempre crescentes. Entretanto, se a economia for fortemente indexada, como é o caso do Brasil, a aceleração da taxa de inflação poderá ocorrer de forma moderada. Mas, na ausência de uma efetiva política de estabilização, será sempre crescente, dada a combinação de fatores aceleradores endógenos e exógenos. E quanto maior for a taxa mensal de inflação, maior será essa tendência à aceleração.

A teoria estruturalista da inflação, da qual a teoria da inflação inercial ou autônoma é a última manifestação,¹⁰ tem uma explicação básica para a manutenção e para a

¹⁰ - Alguns autores veem a-historicamente o componente inercial como um fenômeno que pode ser encontrado nas diversas teorias de inflação. É o caso de Franklin Leon Peres Serrano (1986), que identificou cinco modelos ou versões do argumento inercial: versão das expectativas racionais, versão das expectativas adaptativas, versão institucional, versão do salário relativo e versão do conflito distributivo. Entretanto, quando me refiro à "teoria da inflação inercial, estou sempre pensando historicamente, estou me referindo a um conjunto de idéias que um grupo de economistas latino-americanos estruturalistas ou

aceleração da inflação. Tanto (1) a manutenção da taxa de inflação em um patamar qualquer relativamente estável como (2) a sua aceleração são fruto do conflito distributivo traduzido no desequilíbrio dos preços relativos. É preciso assinalar que para a teoria da inflação inercial o conflito distributivo não se aplica apenas ao conflito entre capital e trabalho, mas também ao conflito entre as empresas, em função do desequilíbrio entre seus preços que provoca ou pode provocar disparidades excessivas nas taxas de lucro.¹¹

No caso da manutenção do patamar de inflação, que caracteriza a inflação inercial, o conflito distributivo é apenas *intertemporal*. Decorre do fato de que os preços são corrigidos de forma defasada. Nesses termos o desequilíbrio de preços relativos é um desequilíbrio intertemporal. A "perfeita" indexação dos preços, sua correção sistemática de acordo com a inflação passada, indica que os agentes econômicos estão razoavelmente satisfeitos com sua participação na renda. O equilíbrio dos preços relativos, que se expressa nessa satisfação, é assim um equilíbrio dinâmico. Em nenhum momento se está em equilíbrio, mas o vetor de todos os reajustes defasados e indexados de preços aponta para o equilíbrio.

neo-estruturalistas desenvolveu na primeira metade dos anos 80. Estas idéias representam o terceiro momento da teoria estruturalista da inflação. O primeiro é representado pelos trabalhos pioneiros de Noyola (1956), Sunkel (1958) e Oliveira (1964), onde o conflito distributivo e os fatores propagadores da inflação já estão presentes; o segundo pelo trabalho clássico de Rangel (1963), onde a visão da inflação como um mecanismo de defesa ou de acomodação aos desequilíbrios reais da economia, o papel dos oligopólios e o caráter endógeno da moeda são definidos. Meu primeiro trabalho sobre a teoria da inflação inercial, ainda sob a influência de Rangel, foi publicado em 1981: "A inflação no capitalismo de Estado".

¹¹ - Este tipo de equívoco encontra-se, em geral, nos trabalhos sobre a teoria da inflação inercial dos economistas da PUC (Pontifícia Universidade Católica) do Rio de Janeiro. Ver, por exemplo, Eduardo Modiano (1985) e Edmar Bacha (1987). Bacha opôs a teoria inercial baseada em desequilíbrios nos preços relativos à teoria do conflito distributivo, que se referiria apenas aos conflitos entre capital e trabalho. Essa distinção não faz sentido: a teoria inercial da inflação é uma teoria baseada no conflito distributivo.

Já no caso da aceleração da inflação, o que temos, pelo menos em um primeiro momento, é um conflito distributivo mais grave, expresso em um desequilíbrio *real* de preços relativos. Isto significa que alguns agentes econômicos não estão satisfeitos com a sua participação na renda e tentam aumentá-la.

No caso da hiperinflação brasileira o conflito distributivo real entre trabalhadores e empresas desencadeia-se ainda em 1985, a partir da redemocratização do país. Nesse ano os empresários ainda procuram até um certo ponto resistir às demandas de aumentos reais de salários acima da produtividade. A ameaça do governo de não permitir que os aumentos reais fossem repassados para os preços ainda funciona. A partir do fracasso do Plano Cruzado, entretanto, essa resistência reduz-se fortemente. Conforme observou Yoshiaki Nakano (1989), desenvolve-se uma relação perversa entre os grandes sindicatos e as grandes empresas monopolistas brasileiras. Elas formam uma espécie de pacto defensivo: aceitam sem muita discussão as demandas dos trabalhadores e em seguida as repassam rapidamente para os preços, graças à sua organização em forma de cartel e ao caráter fechado da economia brasileira. O governo, cada vez mais enfraquecido politicamente, torna-se incapaz de evitar essa prática, que reproduz a clássica aliança entre os setores empresariais e sindicais modernos da economia dos Estados Unidos, que James O'Connor (1973) examinou tão bem. No caso da economia norte-americana a consequência desse acordo é a apropriação por esses setores dos ganhos de produtividade em prejuízo dos setores competitivos empresariais e sindicais, enquanto que no Brasil é, adicionalmente, a aceleração da inflação em direção à hiperinflação. Neste caso, embora os aumentos de preços ou de salários pelos setores monopolistas sejam geralmente considerados choques exógenos, podemos considerar que se cria um mecanismo endógeno de aceleração inflacionária. A espiral salário-preço, baseada no desequilíbrio real de preços e salários (real porque os trabalhadores não estão minimamente satisfeitos com sua participação média na renda, ao contrário do que acontece com um desequilíbrio meramente intertemporal derivado do caráter defasado dos reajustes de preços), torna-se um mecanismo poderoso de permanente aceleração inflacionária, na medida em que esse conflito distributivo real não se resolve através dos aumentos consecutivos de preços.

Podemos, entretanto, ter também um processo de aceleração inflacionária endógeno, a partir de um desequilíbrio apenas intertemporal de preços relativos. Para isto é essencial que haja uma mudança em relação às expectativas. Enquanto no caso da manutenção do patamar de inflação, que caracteriza a inflação inercial, a expectativa dos agentes é a de que a inflação presente será igual à passada, no caso da aceleração da inflação, que caracteriza a hiperinflação, a perspectiva dos agentes econômicos é a de que a inflação presente será superior à passada. Através de aumentos sistemáticos de preços, sempre a uma determinada taxa superior à inflação do mês anterior, os agentes econômicos aceleram a inflação ao mesmo tempo em que mantêm o equilíbrio intertemporal de preços relativos.

O processo real de aceleração da inflação tende a ser o resultado de uma combinação da ação das duas causas - desequilíbrio real e desequilíbrio intertemporal de preços relativos. Em ambos os casos de aceleração - e também no caso da manutenção do patamar de inflação - um outro conceito essencial para a teoria estruturalista da inflação é o de *propagação* dos aumentos de preços. O restabelecimento ou a tentativa de restabelecimento do equilíbrio de preços relativos se faz através da propagação do aumento inicial para os demais preços. É claro que se poderia adotar uma outra hipótese - a hipótese das teorias convencionais (monetaristas e keynesianas) de inflação -, segundo a qual esse equilíbrio se restabeleceria através da redução do preço que em um primeiro momento, devido a um choque de preços qualquer, aumentou. Isto não é impossível para a teoria estruturalista, mas é em princípio considerado menos provável, já que os preços são considerados relativamente rígidos para baixo. A prática da indexação é uma das manifestações dessa rigidez.

O desequilíbrio real de preços relativos é geralmente fruto dos chamados choques de demanda e de oferta. No caso dos choques de demanda, podemos ter um tipo de choque - o excesso generalizado de demanda, pressuposto nas teorias keynesianas e monetaristas de inflação - que pode não implicar em mudança dos preços relativos. Mas se o choque de demanda for setorial, já temos um problema de desequilíbrio real de preços relativos que se resolve através da aceleração inflacionária. Já os choques de oferta são, em princípio, manifestações diretas de desequilíbrios reais de preços relativos. Uma desvalorização cambial, um aumento da taxa de *mark-up* de um setor monopolista, o

aumento da taxa de salários acima do aumento da produtividade são sempre consequência ou sintoma de desequilíbrio real de preços relativos e sempre provocam em cadeia novos desequilíbrios reais nos preços relativos.

Já vimos que um fator que geralmente transforma a inflação inercial em uma espiral hiperinflacionária é o desequilíbrio de preços, decorrente de uma incompatibilidade distributiva real entre as empresas e os assalariados. No Brasil a permanente busca de reposição salarial indica que isto ocorreu. Outro desequilíbrio de preços relativos que tende também a provocar uma espiral hiperinflacionária é o decorrente das constantes tentativas de desvalorização real da moeda local em relação a uma divisa forte (em geral do dólar). Isto aconteceu especialmente na hiperinflação alemã após a Primeira Guerra Mundial. Não obstante a quantidade real de moeda estivesse constantemente sendo reduzida, o governo era obrigado a emitir cada vez mais moeda para cobrir seu déficit público crescente e manter minimamente a liquidez da economia. Os agentes econômicos recebiam a moeda e iam imediatamente comprar dólares. A pressão de demanda sobre a taxa de câmbio levava a uma desvalorização da moeda local, que não se efetiva inteiramente porque era neutralizada pela aceleração da inflação (ver Merkin, 1982). Na Argentina, recentemente, ocorreu processo semelhante. No Brasil isto ainda não ocorreu por dois motivos: (1) porque não existe a conversibilidade de cruzados em dólares no mercado interno, ou seja, porque os agentes econômicos não podem livremente comprar dólares (são podem comprar no paralelo, a taxas muito alta, e de forma ilegal) e (2) porque os agentes econômicos têm sempre a alternativa, para defender seu dinheiro contra a desvalorização, de comprar moeda indexada nacional.

Os choques de oferta e de demanda, relacionados com os desequilíbrios reais de preços relativos, são chamados, na teoria estruturalista da inflação, "choques exógenos", enquanto que a indexação de acordo com a inflação passada e a prática de reajustar preços a uma taxa superior à inflação passadas, ambas práticas relacionadas com os desequilíbrios intertemporais nos preços relativos, são chamados "choques endógenos".

Temos um processo endógeno de aceleração da inflação inercial que deve ser claramente distinguido do processo endógeno de aceleração da hiperinflação.

A aceleração endógena da hiperinflação ocorre em duas circunstâncias que podem se somar: (1) seja porque um determinado conflito distributivo real (particularmente o conflito salário/preço e o conflito sobre a taxa de câmbio) não se resolve senão através de uma espiral inflacionária, (2) seja porque os agentes econômicos, a partir de sua experiência com uma inflação que vinha se acelerando por outras razões (choques exógenos ou conflito distributivo real transformado em espiral inflacionária) formaram expectativas firmes de que a inflação está se acelerando; desta forma deixam de indexar seus preços e passam a reajustá-los de acordo com uma previsão de inflação mais alta.

Já na inflação autônoma ou inercial os agentes continuam a basear suas expectativas na inflação passada, continuam a indexar seus preços. Entretanto, devido à combinação de choques exógenos e endógenos, os agentes econômicos vão se tornando cada vez mais preocupados em não perder com a inflação e assim a usar indexadores que lhes sejam mais favoráveis. Quando ocorre um processo de mudança de indexadores por parte dos agentes econômicos, estes continuam com a prática de indexar seus preços, mas ocorre uma aceleração endógena da inflação inercial. Endógena porque o princípio básico da inflação inercial ou crônica - a indexação de acordo com a inflação passada - é mantido. A mudança de indexadores acelera a inflação porque os agentes econômicos, ao mudarem de indexador, escolhem um novo critério de reajuste preços que implica na aceleração inflacionária. O primeiro indexador usado, quando a inflação inercial está começando, são os custos; o segundo, o índice geral de preços; o terceiro, a taxa de inflação mais elevada de algum setor importante que está aumentando seus preços mais rapidamente do que a taxa geral de inflação, o último indexador é a taxa nominal de juros, mas quando isto ocorre já estamos em plena transição para a hiperinflação. (ver Bresser-Pereira, 1989b). Alguns pretendem ver uma contradição em uma inflação "inercial" que se acelera. Se sua preocupação com o sentido literal das palavras for muito grande, o melhor que podem fazer é, ao invés de usar a expressão "inflação inercial", falarem em "inflação autônoma" ou em "inflação crônica". Mas estarão sempre se referindo a um mesmo fenômeno econômico: uma inflação que se mantém em patamares

elevados e crescentes porque os preços são reajustados de acordo com a inflação passada.¹²

A aceleração da inflação é sempre o resultado da combinação de fatores endógenos (mudança de indexadores, conflito distributivo real, expectativa de que inflação continuará a acelerar-se) e exógenos (choques de preço sem caráter sistemático). Na fase da lenta aceleração da inflação inercial - que ocorre no Brasil nos anos 70 e nos anos 80 até o Plano Cruzado - seria impossível a mudança de indexadores sem que choques exógenos induzissem essa mudança. A aceleração da inflação após os congelamentos de preços tende a ser consequência da tentativa dos agentes econômicos de recompor preços relativos, que estavam muito desequilibrados no momento do congelamento (foi o que ocorreu particularmente no caso do Plano Bresser) ou que se desequilibram depois do congelamento, porque os setores competitivos e não controláveis, diante de um aumento de demanda, aumentam seus preços em relação aos dos setores controláveis (foi o que ocorreu com o Plano Cruzado, a partir do momento em que esse plano entrou em colapso). Quando a inflação se transforma em hiperinflação indexada, em 1989, e finalmente em hiperinflação, no início de 1990, a mudança de critério de reajuste de preços por parte dos agentes econômicos - sua decisão de reajustar seus preços de acordo com uma inflação futura crescente - não poderá ser fruto de choques exógenos que, acelerando a inflação, os levem à convicção de que tendência da inflação é agora para a aceleração. Em seguida, porém, já não são necessários choques exógenos para que a inflação não pare de se acelerar endogenamente.

A teoria estruturalista da aceleração da inflação que acabo de apresentar tem parentesco com a teoria keynesiana. Distingue-se, entretanto, muito claramente da teoria monetarista. Para os monetaristas a inflação se acelera porque os agentes econômicos formam expectativas de que a oferta de moeda está aumentando a uma taxa crescente. E a hiperinflação se desencadeia quando o imposto inflacionário quando (1) o imposto inflacionário começa a diminuir e tende a tornar-se negativo porque acentua-se o caráter negativo da seigniorage $[d(M/p)]$, na medida em que a demanda real de moeda está cada

¹² - José Márcio Rego (1989a), inconformado com uma inflação inercial que se acelera, propôs um quarto tipo de inflação entre a inflação inercial e a hiperinflação: a "inflação acelerada", que tem uma certa relação com a "hiperinflação indexada".

vez menor (2) obrigando o governo a fazer grandes emissões de moeda [dM] para financiar o déficit - grandes em termos absolutos e enormes em relação à base monetária.¹³

É correto que a oferta nominal de moeda tende a crescer de forma acelerada quando se acelera a inflação, mas para a teoria estrutural esse crescimento é consequência e não causa da aceleração inflacionária. O fato de que a oferta de moeda tende a crescer menos do que a taxa de inflação, tornando negativa a seignoriage real, é uma indicação do caráter endógeno ou passivo da oferta de moeda. Por outro lado, o desencadeamento da hiperinflação não implica em aumentos explosivos da quantidade de moeda. No Brasil, no processo gradual de aceleração inflacionária até a hiperinflação que analisamos neste artigo, isto certamente não aconteceu.

REFERÊNCIAS

- Arida, Pérsio (1986) (org.) *Inflação Zero: Brasil, Argentina, Israel*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- Bacha, Edmar L. (1987) "Moeda, inércia e conflito", *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol.18, no.1, abril 1988 (Aula Magna no XV Encontro Anual da ANPEC, Salvador, dezembro 1987).
- Baer, Werner (1987) "A retomada da inflação no Brasil: 1974-1986". *Revista de Economia Política*, vol.7, n.1, janeiro 1987.
- Baer, W. and Beckerman, P. (1989) "The decline and fall of Brazil's Cruzado". *Latin American Research Review*, vol.XXIV, no.1, 1989.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1981) "A inflação no Capitalismo de Estado (e a Experiência Brasileira Recente)", *Revista de Economia Política*, vol.1, no.2, abril. Republicado em Bresser-Pereira e Nakano (1984).
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1988a) "Os Dois Congelamentos de Preços no Brasil". *Revista de Economia Política*, vol.9, no.3, outubro 1989. Trabalho apresentado ao seminário *Run-away inflation: austerity at what cost?: Argentina, Brazil and Israel*. Nova York: School of International and Public Affairs, Columbia University, março 1988.

¹³ - Ver Cagan (1956). Flávio Gambiagi, analisando a aceleração da inflação brasileira em direção à hiperinflação, afirma: "o ponto central do problema é que o imposto inflacionário associado a uma inflação estável tornou-se insuficiente para cobrir as necessidades de financiamento do setor público não preenchidas mediante o aumento do endividamento governamental. Dessa forma, a cobertura de tais necessidades 'exige' uma inflação maior que a passada para que esta, ao incidir sobre um dado nível de base monetária, gere a receita do imposto inflacionário num volume suficiente para igualar a diferença entre o déficit e o fluxo associado à variação da dívida pública" (1989: 498).

- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1988b) "Da Crise Fiscal à Redução da Dívida". Em L. Bresser-Pereira, org. (1989). Trabalho apresentado ao Fórum Nacional, Rio de Janeiro, novembro 1988.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos, org. (1989a) *Dívida Externa: Crise e Soluções*. São Paulo, Brasiliense.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1989b) "A teoria da inflação inercial reexaminada". In J. M. Rego, org. (1989).
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1989c) "The Perverse Macroeconomics of Debt, Deficit and Inflation in Brazil". Trabalho apresentado ao simpósio *The Present and the Future of the Pacific Basin Economy*, patrocinado pelo Institute of Developing Economies. Tóquio: julho, 1989. Uma versão abreviada deste trabalho foi publicado nos Anais do XVII Encontro Nacional de Economia da ANPEC. Fortaleza: dezembro, 1989.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1989d) "A Hiperinflação Indexada". Em *IstoÉ-Senhor*, 30 de agosto 1989.
- Bresser-Pereira, L. e Y. Nakano (1983) "Fatores Aceleradores, Mantenedores e Sancionadores da Inflação". Anais do *X Encontro Nacional de Economia da ANPEC*. Belém, dezembro 1983. Republicado em *Revista de Economia Política*, vol.4, no.1, janeiro 1984, e em Bresser-Pereira e Nakano (1984).
- Bresser-Pereira, L. e Nakano, Y. (1984) *Inflação e Recessão*. São Paulo: Brasiliense.
- Cagan, Phillip (1956) "The monetary dynamics of hyperinflation". In Milton Friedman, ed. (1956).
- Chacel, J., Fioravante, M. e Quadros, S. (1990) "O congelamento de preços: uma avaliação numérica". *Conjuntura Econômica*, vol.44, no.1, janeiro 1990.
- Diniz, Abílio, org. (1990) *Reforma Econômica para o Brasil*. São Paulo, Nobel.
- Feldman, Gerald et al. (1982) *The German Inflation*. Berlim: Walter de Gruyter.
- Frideman, Milton, ed. (1956) *Studies in the quantity theory of money*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Gambiagi, Fábio (1989) "Alta inflação e fronteira de estabilidade: um modelo para a análise de trajetórias explosivas de inflação". *Revista Brasileira de Economia*. Vol.43, no.4, outubro 1989.
- Lara Resende, André (1988) "Da Inflação Crônica à Hiperinflação: Observações sobre o Quadro Atual", *Revista de Economia Política*, vol.9, no.1, janeiro. Trabalho apresentado ao Fórum Nacional. Rio de Janeiro, novembro 1988.
- Lara Resende, A. e P. Arida (1984) "Inertial Inflation and Monetary Reform". Rio de Janeiro, PUC: Texto para Discussão. Republicado em Arida (1986).
- Merkin, Gerald (1982) "Towards a Theory of the German Inflation". Em Gerald Feldman et al. (1982).
- Lopes, Francisco Lafayette (1984) "Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação", *Revista da ANPEC*, no.7, dezembro. Republicado em Lopes, F. L. (1986).
- Lopes, Francisco Lafayette (1986) *Choque Heterodoxo: Combate à Inflação e Reforma Monetária*. Rio de Janeiro: Editora Campus.

- Modiano, Eduardo (1985) "O repasse gradual: da inflação passada aos preços futuros". *Pesquisa e Planejamento*, vol.15, no.3, dezembro 1985.
- Nakano, Yoshiaki (1989) "Da Inércia Inflacionária à Hiperinflação". Em Rego, J. M., org. (1989).
- O'Connor, James (1973) *The Fiscal Crisis of the State*. New York: St. Martin's Press. Publicado em português com o título *U.S.A. A Crise do Estado Capitalista*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- Oliveira, Julio G. (1964) "La Inflación Estructural y el Estructuralismo Latinoamericano". Em Sunkel et al. (1967). Originalmente publicado em *Oxford Economic Papers*, vol. XVI, no.3, novembro 1964.
- Passos, Felipe (1972) *Chronic Inflation in Latin America*. New York: Praeger Publishers.
- Ramos, Joseph (1977) "Inflación persistente, inflación reprimida e hiperinflación. Lecciones de inflación y estabilización en Chile". *Cuadernos de Economía*, do Instituto de Economía da Pontificia Universidad Católica de Chile, no.43, dezembro 1977. Republicado em *Desarrollo Económico*, Buenos Aires. *
- Rangel, Ignácio (1963) *A Inflação Brasileira*. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro.
- Rego, José Márcio, org. (1986) *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- Rego, José Márcio (1989a) "Os Quatro Estágios do Processo Inflacionário". Em Rego, J.M., org. (1989).
- Rego, José Márcio, org.(1989b) *A Aceleração Recente da Inflação*. São Paulo: Editora Bional.
- Sachs, Jeffrey (1988) "Conflito Social e Políticas Populistas na América Latina". *Revista de Economía Política*, vol.10, no.1, janeiro 1990. Trabalho apresentado ao seminário *Markets, Institutions and Cooperation*, Venezeza, outubro 1988.
- Simonsen, Mário Henrique (1970) *Inflação: gradualismo x tratamento de choque*. Rio de Janeiro, ANPEC.
- Sunkel, Oswaldo (1958) "La inflación chilena: un enfoque heterodoxo". *El Trimestre Económico*, vol.XXV, n.4, outubro-dezembro. Transcrito em Oswaldo Sunkel e outros (1967).
- Sunkel, Oswaldo et al. (1967) *Inflacion y Estructura Económica*. Buenos Aires: Paidós.