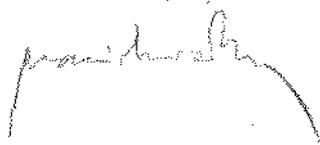


ANTÔNIO KANDIR

INFLAÇÃO ACELERADA

*Este exemplar correto
pode ser original do Sr.
Kandir e orientado pelo Prof. Dr.
Mário Luiz Possas em 25/04/88.*

Tese de Doutorado apresentada ao
Instituto de Economia da Universidade Es-
tadual de Campinas, para obtenção do tí-
tulo de Doutor em Economia sob a orienta-
ção do Prof. Dr. Mário Luiz Possas.



São Paulo
Março 1988

Coop. de Rec. 24/346

ANTONIO KANDIR

INFLAÇÃO ACELERADA

Tese de Doutorado apresentada
ao Instituto de Economia da
Universidade Estadual de
Campinas, para a obtenção do
título de Doutor em Economia, sob
a orientação do Prof. Dr. Mário
Luiz Possas.

São Paulo

Março, 1988

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
2. UMA CLASSIFICAÇÃO DAS TEORIAS DE INFLAÇÃO	14
2.1 Os microfundamentos das teorias de inflação	16
3. UM EXAME CRÍTICO DAS ANÁLISES MONETARISTA, NOVO-CLÁSSICA E NEO-ESTRUTURALISTA	25
3.1 Uma teoria walrasiana com expectativas adaptativas: monetarismo	25
3.1.1 Comentários preliminares	25
3.1.2 O ataque monetarista	28
3.1.3 O modelo monetarista	37
3.1.4 Alguns pontos críticos	44
3.2 Uma teoria walrasiana com expectativas racionais: novo-clássica	55
3.2.1 O axioma da racionalidade e a hipótese das expectativas racionais	57
3.2.2 O modelo novo-clássico e suas implicações gerais	60
3.2.3 O fim da não-neutralidade da moeda a curto prazo e a relação direta entre expansão monetária e inflação	64
3.2.4 Alguns pontos críticos	68
3.3 Uma teoria marshall - kaleckiana com expectativas condicionadas e concepção de economia estável: neo-estruturalismo	71
3.3.1 Conflito Distributivo	72
3.3.2 Economias cronicamente inflacionárias e a indexação dos salários	83
3.3.3 Indexação dos salários, inércia e os componentes e determinantes da inflação	85
3.3.4 Outras explicações para a inércia inflacionária	94
3.3.5 A importância e os limites da análise neo-estruturalista	98
4. UM MARCO TEÓRICO PARA A ANÁLISE DAS VARIACÕES CONJUNTURAIS DOS <i>MARK-UPS</i> DESEJADOS	106
4.1 Introdução	106
4.2 A "nova microeconomia" e a dimensão estratégica dos <i>mark-ups</i> desejados	110
4.3 O conceito de custo de uso em Keynes e a dimensão expectacional dos <i>mark-ups</i> desejados	124

4.4 Uma formulação geral dos <i>mark-ups</i> desejados para fins de análise de suas variações conjunturais	137
5. AJUSTAMENTO, INFLAÇÃO E O COMPORTAMENTO CONJUNTURAL DOS <i>MARK-UPS</i> DESEJADOS: NOTAS INTRODUTÓRIAS	149
5.1 Ajustamento e inflação: comentários preliminares .	154
5.2 Ajustamento e suas consequências sobre as expectativas com relação à política econômica e sobre a situação passiva do setor público	155
5.3 Os impactos inflacionários dos processos de ajustamento: observações introdutórias	159
5.4 Uma formulação apropriada ao estudo da dinâmica conjuntural dos <i>mark-ups</i> desejados e dos preços em economias sob ajustamento	164
6. O COMPONENTE ENDÓGENO DA ACELERAÇÃO INFLACIONÁRIA	171
6.1 Introdução	171
6.2 Um modelo simples de inflação	174
6.3 Relações entre a aceleração da inflação e o índice de custo de uso de bens público-fiscais	179
6.4 Os determinantes do índice de custo de uso de bens público-fiscais	184
6.5 Os determinantes da dívida global do setor público por unidade de produto (D/X)	193
6.6 Os determinantes da relação entre o custo médio da dívida global do setor público e os rendimentos líquidos do setor público (j/c)	203
6.7 O modelo representativo das interações básicas da aceleração inflacionária	209
6.8 O modelo representativo das interações básicas da aceleração inflacionária e as tentativas de contenção inflacionária	226
7. COMENTÁRIOS FINAIS	240
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	244

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos vêm se consolidando a idéia de que a inflação em países cronicamente inflacionários tende a apresentar um componente inercial¹. Trata-se de um avanço importante no entendimento dos processos inflacionários em países que apresentam tais características na dinâmica de seus preços. Todavia, ainda não existe uma análise adequada ao entendimento da aceleração inflacionária nestes países. Em geral, prevalece o diagnóstico ortodoxo de que o principal fator de aceleração é o excesso de demanda. Se não isto, as diversas vertentes do chamado pensamento "heterodoxo" ou "crítico" tendem a apontar genericamente a questão do conflito distributivo, sem avançar teoricamente no que respeita à sua dinâmica.

Parece claro que a falta de um diagnóstico adequado sobre a dinâmica da aceleração inflacionária em países cronicamente inflacionários favorece a prática de políticas antiinflacionárias que, se não são estritamente ortodoxas, tendem a incorporar elementos importantes do receituário

1. Na literatura econômica não existe uma conceituação plenamente estabelecida sobre o que é uma economia cronicamente inflacionária. Do meu ponto de vista, não se trata de algo a ser estabelecido estatisticamente. Entendo que uma economia é cronicamente inflacionária quando apresenta uma recorrência de taxas de inflação consideradas altas e sistemáticas o suficiente para inviabilizar a celebração de contratos econômicos sem cláusulas de indexação. Em alguns países, que chamo de cronicamente inflacionários, os custos de recontratação e busca de informações chegam a tal ponto que os contratantes preferem minimizá-los através da celebração de contratos indexados a índices gerais de preços. Sobre isto, veja Frenkel (1986).

convencional, ainda que acompanhados por 'tratamentos heterodoxos'. Tais políticas poderão levar estes países a uma perspectiva de estagnação, quer pelos seus efeitos, quer pela sua potencial recorrência, dado que não atacam a essência do processo de aceleração inflacionária.

Um dos desafios para a análise e a proposição de políticas de estabilização está no fato de que os processos inflacionários, como todos os processos econômicos, não são ahistóricos². Como procurarei mostrar nesta tese, a inflação não pode ser explicada simplesmente através da constatação da existência de atores sociais com papéis distintos no processo econômico, que lutam pela distribuição da riqueza. O processo inflacionário é um fenômeno mais complexo, que requer um desenvolvimento teórico mais estruturado e específico. Contudo, para o que se está querendo argumentar aqui, basta lembrar que o problema distributivo é uma das diversas dimensões e determinações do processo inflacionário. Isto posto, quando se afirma que a inflação é um fenômeno historicamente determinado, pretende-se

2. "Há muito tornou-se óbvio que as raízes da inflação - seja na Europa Ocidental, nos Estados Unidos, na América Latina ou em outra parte - estão profundamente embasadas, em geral, na estrutura social e política, e em particular, no conflito social e político e em sua administração. As disputas entre keynesianos, monetaristas e outros economistas acerca das causas da inflação referem-se à modelagem de processos inflacionários que se desdobram entre as várias esferas e setores da atividade econômica e, conseqüentemente, ao aperfeiçoamento da formulação da política econômica. Contudo, seria difícil encontrar um economista que não concordasse em que as forças sociais e políticas subjacentes desempenham um papel decisivo como causa tanto da inflação quanto do sucesso ou fracasso de políticas antiinflacionárias." (Hirschman, 1985, p.53 - tradução própria).

lembrar um fato muito simples: o de que alguns condicionantes básicos do processo inflacionário se alteram com a história. É o que se dá com a transformação das estruturas econômicas que acompanha a expansão capitalista; o surgimento e a ação de novos atores sociais, ou a mudança dos pesos na sociedade dos atores já existentes; as transformações nas relações entre Estado e setores privados; as mutações na divisão do trabalho e na organização e distribuição dos fluxos financeiros a nível internacional, entre outras transformações vão revolucionando permanentemente alguns dos determinantes dos processos inflacionários.

No caso específico das economias que vêm enfrentando processos de ajustamento^a - nas quais este trabalho se concentra -, tais processos inauguraram uma nova fase histórica no que diz respeito à dinâmica inflacionária. Eles transformaram de forma radical as bases do cálculo capitalista, ao introduzirem elementos novos na dinâmica inflacionária, tornando estas economias vulneráveis à aceleração inflacionária, mesmo na ausência de choques convencionais, como por exemplo a falta de produtos agrícolas ou mudanças na taxa de câmbio. Esta 'endogenização' dos choques, decorrente dos processos de

3. Entendo tais processos como consequência do esgotamento de um padrão de financiamento (externo e interno) da economia, impondo-se a necessidade de algum ajustamento. Tais processos incluem tanto situações em que políticas específicas de ajustamento estão sendo aplicadas quanto situações em que a implementação destas se restringe a uma possibilidade. No capítulo 5 faz-se uma descrição do que sejam tais processos.

ajustamento, - introduz uma séria complicação no desenho de políticas de estabilização, a qual em geral não é adequadamente considerada.

Diante disto, posso dizer sinteticamente que esta tese tem dois objetivos básicos: a) elaborar uma proposição teórica para o estudo das acelerações inflacionárias no contexto historicamente determinado pelos processos de ajustamento que vêm sendo enfrentados por economias cronicamente inflacionárias e com estruturas produtivas significativamente complexas⁴; e b) demonstrar que, devido àqueles processos, essas economias tendem a uma situação em que a inflação passa a apresentar um componente endógeno de aceleração que, uma vez incorporado à dinâmica inflacionária, tende a colocar sérios problemas aos mais diversos tipos de políticas de estabilização.

De que modo tentarei elaborar meus argumentos? Ou, de uma maneira mais geral, qual é a forma de argumentação adequada para se discutir a questão inflacionária? Desde logo parece importante ressaltar que, particularmente neste terreno, o empirismo não nos leva muito longe. Tal afirmação baseia-se no fato de o capitalismo estar apoiado em relações de interdependência público-privada, real-financeira, intersetores e interclasses sociais que dão lugar a diferentes níveis de

4. No capítulo 5 defino o que entendo por estrutura produtiva significativamente complexa.

correlação entre as diversas variáveis econômicas relevantes para o estudo dos processos inflacionários: "Elevados déficits fiscais, inconsistências na fixação de preços e resistências a diminuir o ritmo de aumento de preços e salários costumam caminhar juntos e atuam uns sobre os outros: uma vez que a inflação toma impulso parece difícil ser possível atribuir-lhe uma causa bem definida⁵. Algo similar ocorre quando se considera a variação de preços período a período. Muitas vezes se observa que em alguns momentos a quantidade de dinheiro cresce acima dos preços; em outros, adiantam-se os salários ou a taxa de câmbio, ou outro grupo de preços; em outros, os preços sobem sem que se possa encontrar um motivo claro. Esses avanços ou recuos episódicos não definem o 'tipo' de inflação em cada momento; antes refletem o caráter errático da fixação de preços." (Heymann, 1986 - tradução própria).

Estas observações não pretendem sugerir a negação da utilidade de uma abordagem estatística nos estudos dos processos inflacionários. Não há dúvida de que este instrumental é importante para a análise do problema. Contudo, sua utilização

5. "Por outro lado, às vezes é possível identificar como causas da aceleração dos preços fatos circunstanciais, mas que também poderiam dar lugar à definição de outros 'tipos' de inflação. Por exemplo, as crises financeiras (devidas em parte a fatores reais, ou a fragilidades nos sistemas bancários) originam potencialmente uma intensa 'demanda por inflação' para reduzir o valor real dos passivos. O mecanismo através do qual se gera a inflação pode envolver inicialmente uma maior expansão monetária ou o crescimento de certos preços. Dependendo de onde se ponha a ênfase, se insistirá sobre estes mecanismos ou sobre a origem específica das pressões inflacionárias."

deve ter um caráter secundário, devendo ser precedida por uma abordagem que explicita claramente o marco teórico em que devem ser executados os exercícios estatísticos e/ou de simulação. Por estas razões procurarei desenvolver nesta tese um esforço - preliminar a qualquer análise das diversas situações concretas - de dar um tratamento teórico à problemática em questão.

A primeira dificuldade que se encontra em uma abordagem deste tipo é a existência de uma enorme quantidade de alternativas teóricas, cujos argumentos muitas vezes não são claramente diferenciados.

Em parte, tal variedade decorre de simples problemas de construção e debate acadêmico. No entanto, existem divergências insuperáveis, decorrentes da atmosfera ideologicamente determinada que envolve o pensamento econômico. A propósito deste assunto, Dow (1985) apresenta três explicações para o permanente desacordo entre as escolas econômicas e apóia a interpretação de Myrdal (1953), que nas palavras da autora afirma sinteticamente o seguinte: "... está na natureza da economia a existência de divergências; conquanto tais divergências possam ter elementos ideológicos, a ideologia não pode ser erradicada da teoria. Se for este o caso, a negação da existência de divergências legítimas deveria ser encarada com certa desconfiança." (Dow, 1985, p.1 - tradução própria). Numa sociedade heterogênea do ponto de vista ideológico há um

processo de diferenciação teórica que, se não for claramente reconhecido e respeitado, tende a transformar a discussão sobre temas econômicos específicos num verdadeiro exercício de 'tortura coletiva' e/ou de 'musculação retórica'.

Tendo isto em mente e não sendo admirador de tais exercícios, creio que é importante estabelecer, como tarefa preliminar desta tese, um critério de classificação das teorias de inflação. Tal critério permitirá tanto expressar melhor minhas divergências com relação a certas teorias, quanto definir com maior clareza em que tipo de perspectiva teórica este trabalho se coloca. Isto será feito no capítulo 2, onde será apresentada uma classificação das teorias de inflação segundo seus microfundamentos.

No capítulo 3 será realizada uma análise crítica das mais influentes teorias de inflação⁷ tendo em vista especialmente uma caracterização segundo seus microfundamentos, de acordo com a

6. Não se poderia deixar de registrar que este ponto de vista tampouco é consensual. Para alguns autores algumas controvérsias decorrem da falta de entendimento por parte de outros analistas de que certas diferenças são oriundas de desenvolvimentos nas técnicas de análise econômica. Veja por exemplo o mais recente argumento de Lucas sobre sua divergência em relação à contribuição de Keynes: "Enquanto Keynes e outros fundadores do que hoje chamamos macroeconomia eram obrigados a fiar-se na ingenuidade da economia marshalliana para extrair alguma dinâmica aproveitável de uma teoria puramente estática, o teórico moderno está muito melhor equipado para especificar *exatamente* o problema que quer estudar e então estudá-lo." (Lucas, 1987, p.2 - tradução própria).

7. A monetarista, a novo-clássica e a neo-estruturalista.

classificação proposta no capítulo precedente. Tentar-se-á demonstrar a impropriedade das teorias de inflação existentes, tendo em vista especialmente a falta de uma integração micro-macro adequada à análise da dinâmica dos preços em condições de alta instabilidade.

Considerando a argumentação dos capítulos 2 e 3, no capítulo 4 será dado um primeiro passo no sentido de desenvolver uma análise teórica adequada ao entendimento da inflação contemporânea em nossos países⁸, vale dizer, desenvolver um marco geral adequado ao estudo da dinâmica conjuntural dos *mark-ups* desejados.

A idéia básica é partir das críticas recentes de economistas pós-keynesianos sobre a falta de adequabilidade teórica do estudo da inflação contemporânea através de modelos analíticos que incorporam a idéia de "preços normais" como representação adequada do processo de formação de preços. Segundo estes modelos, toda e qualquer aceleração inflacionária resulta de uma variação dos custos (matérias-primas importadas e salários). A crítica básica é que em condições de alta instabilidade os *mark-ups* desejados podem variar conjuntamente de forma significativa, passando assim a desempenhar um papel ativo na determinação das inflexões nas taxas de inflação.

8. Quando me refiro a nossos países, quero dizer os países cronicamente inflacionários, com estrutura produtiva significativamente complexa e sob ajustamento.

Compartilhando as linhas fundamentais desta crítica, o meu ponto de partida é que os salários, ainda que em conjunturas específicas possam acelerar a inflação, tendem a ter fôlego curto enquanto agentes dinâmicos da aceleração sustentada da inflação. Tal proposição deriva da constatação de que tanto a aceleração da inflação em si como as políticas econômicas que normalmente são acionadas em tais situações tendem a desestimular os investimentos, retraindo o ritmo de atividades e, com isto, em última instância, prejudicando os salários. Desta forma, para entender a sustentação de taxas de aceleração inflacionária é preciso examinar outras fontes de inflexão das taxas de inflação. Mais especificamente, no contexto de elevada instabilidade que caracteriza o capitalismo atual, os *mark-ups* desejados exercem um papel fundamental em tais inflexões. Portanto, para entender a dinâmica da aceleração inflacionária é preciso compreender os determinantes das variações conjunturais dos *mark-ups* desejados, em cada situação histórica específica.

Para avançar nesta direção é preciso fazer uma pergunta elementar: qual é o papel dos preços no capitalismo contemporâneo? Parece discutível a idéia básica do pensamento convencional, de que os preços são resultado de um processo de arbitragem coletiva sobre a distribuição de uma produção dada, onde o elemento dinâmico básico é a mutabilidade dos desejos de consumidores individuais no gozo da sua liberdade de escolha. Do meu ponto de vista, como mostrarei no capítulo 4, os preços resultam de um complexo processo de decisão dos oligopólios, que

têm como motor a busca da maximização do poder de apropriação sobre a riqueza em expansão. Ainda que o mercado informe o resultado das suas decisões, as empresas usam estas informações, entre outras, para decidir seus novos preços como subproduto de uma arbitragem sincrônica de preços, investimentos e financiamento, segundo a alteração de suas estratégias, determinando assim também a trajetória da inflação, já que os salários são passivos a médio prazo.

Em síntese, serão discutidos no capítulo 4, a partir de uma perspectiva pós-keynesiana, os determinantes das variações conjunturais dos *mark-ups* desejados, começando por tratar de uma questão elementar, qual seja, a da natureza dos preços numa economia capitalista, para a partir daí reconhecer suas principais dimensões e regras de movimento. O objetivo final será chegar a uma síntese analítica capaz de captar as interações dos diversos elementos que interferem em sua dinâmica.

Estabelecido o marco teórico para a análise das variações conjunturais dos *mark-ups* desejados, e reconhecido o caráter histórico dos processos inflacionários, no capítulo 5 o objetivo será o de reduzir a fórmula geral desenvolvida no capítulo 4, de maneira a adequá-la ao entendimento das variações dos *mark-ups* desejados no contexto de economias com estruturas

significativamente complexas, cronicamente inflacionárias e submetidas a ajustamento.

Para tanto, serão feitas algumas considerações preliminares sobre a natureza dos processos de ajustamento e seus efeitos sobre as variáveis críticas do processo de formação dos preços, em particular no que diz respeito à fragilidade financeira do setor público⁹. A idéia é mostrar que as expectativas quanto aos preços futuros dos "bens público-fiscais"¹⁰ e dos "bens cambiais"¹¹ passam a ter um papel importante na definição dos *mark-ups* desejados.

O ponto que procurarei demonstrar a partir destas observações é que as tentativas de ajustamento levam a pressões para a mudança de preços relativos entre setores com padrões distintos de utilização de tais produtos. Isto conduz a uma aceleração da inflação que se sustenta enquanto o ajustamento é considerado inconcluso.

No capítulo 6 será feita uma discussão sobre a natureza da aceleração inflacionária e seus diversos componentes, e será

9. Este conceito será discutido nos capítulos 5 e 6.

10. Bens produzidos pelo Estado e comercializáveis ou bens altamente subsidiados ou, ainda, bens com elevada carga, potencial ou efetiva, de impostos.

11. Bens importados e/ou altamente utilizados na produção de bens exportáveis.

mostrado, através de um modelo, o conjunto de interações entre determinados processos econômicos, que podem levar à endogenização da aceleração inflacionária em economias do tipo já especificado.

Em outras palavras, em certas circunstâncias a aceleração inflacionária tende a se sustentar em função da interação de diversos processos, entre os quais se destacam a fragilidade financeira do setor público, a elevação do custo de uso dos 'bens público-fiscais' e a pressão por diferenciação dos mark-ups desejados, esta última função de cada estrutura produtiva particular.

Para demonstrar estes pontos será preciso em primeiro lugar desenvolver um modelo simples de inflação, apenas com o objetivo de destacar o papel do que chamo de "índice de custo de uso dos bens público-fiscais" na dinâmica inflacionária. Em seguida se discutirão os determinantes básicos deste índice, para depois analisarem-se os seus componentes dinâmicos. Feito isto, poderá ser desenvolvido um modelo que procure captar as interações entre o "índice de custo de uso de bens público-fiscais", a taxa de aceleração inflacionária e a fragilidade financeira do setor público.

Em seguida mostro, com auxílio dos modelos desenvolvidos naquele capítulo, os limites e os problemas das políticas de

estabilização que vêm sendo executadas para conter a aceleração da inflação e/ou desacelerá-la; quando esta incorpora um componente endógeno de aceleração com as características delineadas nesta tese.

Finalmente, a tese termina com breves comentários finais que procuram enfatizar aspectos importantes de meu argumento.

2. UMA CLASSIFICAÇÃO DAS TEORIAS DE INFLAÇÃO

A inflação se manifesta como um problema macroeconômico, vale dizer, um crescimento sustentado do nível geral dos preços. Para as diversas vertentes do pensamento quantitativista, a inflação sempre foi um problema passível de explicação teórica ao nível estritamente macroeconômico. Como se sabe, estas escolas - com maior ou menor grau de sofisticação - entendem que os preços relativos são formados na órbita real, enquanto que o nível geral dos preços é resultante da interação de movimentos de variáveis macroeconômicas, entre as quais tem importância decisiva o ritmo de expansão monetária¹.

No entanto, da forma de manifestação do problema inflacionário não deriva automaticamente o âmbito que deve ter uma análise teórica para a compreensão de sua dinâmica. Ao contrário, acredito que a compreensão do processo inflacionário pressupõe um entendimento teórico sobre o processo de formação de preços, dado que o nível geral dos preços nada mais é do que uma entidade abstrata que apenas agrega, a este nível, os diversos preços. Isto não quer dizer que um *approach* microeconômico seja suficiente para a análise teórica da inflação. Nada mais distante daquilo que entendo ser necessário fazer. Afirmar isto seria supor que os fenômenos macroeconômicos não interferem na

1. Não é por outra razão que a maioria dos manuais de economia discute o problema inflacionário como um dos pontos de interesse nas discussões relativas à moeda.

dinâmica inflacionária. Do meu ponto de vista, como pretendo demonstrar nos capítulos 4, 5 e 6, a compreensão teórica do processo inflacionário requer uma integração dos níveis micro e macro de análise. O que procuro destacar aqui é a impossibilidade de se desenvolver tal compreensão sem uma percepção teórica de como os preços são formados. Como procurarei mostrar ao longo dos capítulos 3 e 4, a teoria econômica ainda não desenvolveu uma análise teórica do processo de formação de preços apropriada para o entendimento do processo inflacionário em condições de alta instabilidade, se é que o fez para outras.

Por estas razões, uma classificação das teorias de inflação segundo seus microfundamentos será útil para a elaboração do meu argumento, tanto em relação à crítica das teorias existentes, quanto como introdução à minha concepção do processo inflacionário nos países com estrutura produtiva significativamente complexa, cronicamente inflacionários e submetidos a ajustamento.

2.1 Os microfundamentos das teorias de inflação

Desde logo, é preciso ressaltar que uma classificação das teorias de inflação segundo seus microfundamentos não permite caracterizá-las completamente e não elimina a necessidade de discuti-las em sua totalidade. Sendo assim, não há uma relação biunívoca entre teorias e classes de teoria. Uma mesma classificação pode conter mais do que uma teoria. No entanto, em se tratando do problema inflacionário, tal tipo de classificação facilita a discussão teórica na medida em que explicita de imediato a estrutura básica de determinação da variação dos preços em cada teoria, o que é um aspecto crucial da caracterização da dinâmica inflacionária.

Os microfundamentos das teorias de inflação podem ser caracterizados tendo em vista: a) as duas dimensões da determinação da variação dos preços, vale dizer, o *locus* de definição da variação dos preços e o padrão presumido de formação de expectativas; e b) a concepção da estrutura

econômica pressuposta pela teoria². Vejamos isto com um pouco mais de detalhe.

Ao longo do desenvolvimento do pensamento econômico, foram estabelecidos basicamente dois padrões alternativos de determinação da variação dos preços: o walrasiano e o marshall-kaleckiano³.

a) Padrão walrasiano: numa economia walrasiana, a existência de um leiloeiro fictício garante o ajustamento dos mercados que apresentam desequilíbrios entre oferta e demanda. O princípio básico de ajustamento é o seguinte: as transações não são realizadas enquanto existir um excesso de demanda ou de oferta.

2. É importante destacar porque a concepção básica da estrutura econômica é um aspecto importante dos microfundamentos das teorias de inflação. Como se sabe, a questão dos microfundamentos da macroeconomia refere-se às relações entre teoria expressa em termos de agregados e o comportamento subjacente das unidades tomadoras de decisão. (Dow, 1985, p.82). Como poderemos constatar mais à frente, a concepção básica da estrutura econômica joga um papel fundamental na coordenação/descoordenação dos comportamentos privados, o que delimita o papel que os preços podem desempenhar, bem como condiciona a elasticidade das expectativas.

3. Poder-se-ia falar também de um padrão mengeriano de formação de preços, que corresponderia a uma determinação de preços de caráter estritamente subjetivo. Contudo, como reconhece uma de suas vozes mais categorizadas, trata-se de uma concepção que ainda carece de formulação mais acabada. Com a palavra, Ludwig Lachmann: "Parte da explicação provavelmente deve ser buscada no fato de que essa teoria austríaca de formação de preços, concebida como outras idéias austríacas na brilhante luz matinal do início dos anos 30, permaneceu um projeto até hoje. Nada frutificou disso. Nós podemos presumir que quando o projeto for retomado o problema mencionado terá que ser enfrentado." (Lachmann, 1985, p.131 - tradução própria).

Durante um período de tempo reversível, o "leiloeiro" cria as condições para as variações de preços, já que numa economia walrasiana os agentes econômicos só decidem quantidades, até que o excesso de demanda ou de oferta desapareça. Assim, a concepção de equilíbrio implícita na visão walrasiana atribui aos preços o papel fundamental de ajustadores do sistema, desempenhado através de suas variações. Estas são entendidas como expressões imediatas de desequilíbrios dos mercados que, de uma forma mais geral, podem ser entendidos tanto como desequilíbrios correntes quanto como prospectivos⁴.

b) Padrão marshall-kaleckiano: neste caso o *locus* de determinação da variação dos preços é a firma. Em outras palavras, os preços, ao invés de expressões diretas das preferências subjetivas dos diversos agentes econômicos ou simples variáveis de ajuste de um sistema de equilíbrio geral, assumem aqui a função direta de garantia de uma taxa de lucro desejada para uma firma que se defronta com uma estrutura objetiva de custos. Dito de outra forma, os preços, ainda que não possam ser explicados inteiramente pela lógica de

4. Segundo a versão de Arrow-Debreu, o equilíbrio geral pode ser expresso através de relações entre mercados onde as mercadorias se diferenciam segundo sua qualidade, localidade, data da transação e contingência. Assim, por exemplo, guarda-chuvas pretos entregues em Londres no dia de St. Swithun de 1995 se estiver chovendo seriam bens diferentes de guarda-chuvas iguais entregues no mesmo dia e local caso não estiver chovendo. O termo usado para denotar bens definidos desta forma é 'mercadorias datadas condicionadas', pois sua disponibilidade está condicionada a certos eventos (como, por exemplo, um pagamento sob um contrato de seguro). (Backhouse, 1985, pp.289-290 - tradução própria).

valorização dos capitais particulares, têm nesta lógica sua determinação fundamental.

Quanto à formação das expectativas, que qualificam estes padrões, pode-se dizer que as teorias contemporâneas trabalham com três formulações básicas: expectativas adaptativas, expectativas racionais e expectativas condicionadas. Deixemos para mais adiante uma discussão detalhada sobre tais formulações, pois será mais apropriado caracterizá-las e diferenciá-las ao longo da discussão das diversas teorias. Para o momento, façamos apenas uma caracterização introdutória.

a) Expectativas adaptativas: supõe-se que as expectativas sejam formadas de tal maneira que possam ser representadas por uma função simples das expectativas pretéritas, acrescentando-se um termo de correção correspondente a uma fração dos erros cometidos no passado.

b) Expectativas racionais: supõe-se que sua formação siga as seguintes condições: 1) os agentes econômicos buscam todas as informações disponíveis, sendo que a busca de informações vai até o ponto em que o custo marginal de adquiri-las e processá-las iguale o benefício marginal derivado destas atividades; 2) a partir destas informações as expectativas são formadas exatamente como prevêm os modelos através dos quais os agentes

entendem a economia⁵; 3) os agentes econômicos não cometem erros sistemáticos; 4) as expectativas são formadas de tal maneira que se distribuem normalmente em torno da 'predição correta'; e 5) as expectativas podem alterar-se de maneira radical, independentemente de seu comportamento no passado⁶.

c) Expectativas condicionadas: supõe-se que ainda que os agentes econômicos utilizem da melhor maneira todas as informações disponíveis, as alterações nas expectativas são condicionadas pelo fato de que os agentes econômicos sabem que todos os agentes econômicos tomam decisões sob incerteza. Conforme Keynes indicou, em tal contexto, os agentes procuram guiar-se por convenções, que em muitos casos têm como referência a evolução

5. Existem duas versões desta hipótese de formação de expectativas racionais: a versão fraca aceita que os agentes econômicos tenham diferentes modelos da economia e a versão forte assume que todos têm o mesmo e correto modelo da economia.

6. A noção de que os indivíduos usam da melhor maneira as informações disponíveis é atualmente aceita por quase todas as escolas do pensamento econômico, incluindo os pós-keynesianos. Mas a noção de comportamento racional é severamente restringida pela hipótese das expectativas racionais, impedindo que ela seja completamente aceita. "Mas a natureza do comportamento racional será seriamente restringida se a frustração das expectativas for limitada a desvios estocásticos. Por definição, as expectativas devem ser corretas, dada a informação disponível, no sentido de serem normalmente distribuídas em torno da previsão 'correta'. As expectativas não precisam ser corretas no sentido de que o resultado no próximo período tenha que igualar a previsão do primeiro período; dado que a informação disponível é incompleta, qualquer equilíbrio será temporário. Mas nos limites de qualquer período de tempo mecânico, ações individuais baseadas em expectativas racionais têm que produzir naquele período um resultado compatível com tais expectativas. No longo prazo a única informação não-disponível deve assumir a forma de choques randômicos." (Dow, 1985, p.149 - tradução própria).

das variáveis no passado⁷. Longe de refletir um comportamento irracional, este tipo de modelagem das expectativas reconhece a racionalidade dos agentes econômicos, que em condições de incerteza procuram guiar-se por convenções e celebrar contratos, bem como as implicações da assincronia dos diversos contratos existentes numa economia⁸.

Finalmente, quanto à estrutura das economias capitalistas, as teorias de inflação podem ser diferenciadas segundo dois tipos de concepções antagônicas: a economia capitalista como uma estrutura intrinsecamente estável ou instável. A primeira reconhece a existência de uma tal interdependência entre os agentes econômicos que seus planos e/ou ações estabelecem contrapesos aos planos e ações dos demais agentes, o que tende a levá-los a situações de compatibilização de seus planos

7. Especialmente em períodos de baixa instabilidade.

8. "... seu (de Keynes) trabalho sobre probabilidade sugeria que a razão teria que atuar sobre informação limitada, e portanto sobre avaliações subjetivas de probabilidade. De fato, Keynes cedeu à idéia de que razão e emoção não podem ser sempre tratadas separadamente (veja Keynes, 1972, pp.433-50). Essa rejeição da dualidade racional/emocional é consistente com a percepção de que Keynes rejeitava um pensamento dualista. No contexto da visão mais holística da natureza humana que Keynes adotou (originada da análise das consequências de problemas de informação), o conceito de imaginação e criatividade humanas de Shackle exerceu importante influência na análise pós-keynesiana do indivíduo. O comportamento humano é assim condicionado pelo ambiente em que as ações têm lugar. Em particular, Keynes enfatizou os problemas de tomada de decisão em condições de incerteza. Faltando-lhes a capacidade em diversas instâncias de elaborar previsões, mesmo em termos probabilísticos, os indivíduos empregam convenções que se baseiam fundamentalmente no comportamento do grupo." (Dow, 1985, pp. 99-100 - tradução própria).

individuais. O intervalo de tempo necessário à concretização dos efeitos de tais contrapesos varia conforme a vertente do *mainstream macroeconomics*⁹. A idéia básica é que existem forças que tendem a compatibilizar os diversos planos individuais, variando entre as diversas escolas apenas o número e a qualidade das restrições a que os modelos analíticos são submetidos. Em síntese, pode-se dizer que o conjunto destas escolas: a) concebe o sistema capitalista como um sistema estável, no sentido de reconhecer a operação de mecanismos estabilizadores que podem, no máximo, ser amortecidos; e b) reduz as expectativas a uma

9. Indo desde a impossibilidade de situações de desequilíbrio, como para os partidários da "teoria pura do equilíbrio", até a sua possibilidade, onde o reequilíbrio é uma perspectiva de longo prazo cuja trajetória não é óbvia, ou seja, onde as situações de desequilíbrio não geram automaticamente os mecanismos de reequilíbrio a curto prazo. A propósito das teorias do desequilíbrio, também conhecidas como neo-keynesianas, cabe enfatizar que elas, apesar de criticarem e reformularem aspectos importantes da análise de equilíbrio geral (veja Felderer e Homburg, 1987), de fato compartilham da concepção de estabilidade *latu sensu* da estrutura econômica, como aqui a definimos. Sua diferença em relação aos enfoques mais ortodoxos se restringe aos mecanismos e às velocidades de ajuste do sistema, quando o mesmo é submetido a um choque desequilibrador: "Em termos mais técnicos a distinção (entre partidários das análises de equilíbrio e de desequilíbrio) seria segundo Leijonhufvud (1968) entre aqueles que crêem que o mecanismo de preços tem uma velocidade de ajuste infinita e os que crêem que tal velocidade é gradual ou lenta, o que implica que o mecanismo quantitativo é mais rápido que o mecanismo de preços." (Meller, 1986, p. 282 - tradução própria). Ainda sobre as diferenças e as identidades entre os enfoques walrasianos e neo-keynesianos vale a pena registrar o argumento de Benassy: "Partindo desse *insight* básico, a escola não-walrasiana construiu uma série de conceitos microeconômicos que permitem a formalização rigorosa do funcionamento de mercados individuais e da economia como um todo quando demanda e oferta não se equilibram, e dos ajustamentos mistos de preço e quantidade que resultam de tais situações." e mais à frente "Finalmente, devemos observar que o método não-walrasiano não é 'anti-walrasiano'; ao contrário, ele emprega os métodos que foram tão eficazes na teoria walrasiana sob suposições mais gerais." (Benassy, 1986, pp.2-3 - tradução própria).

forma passiva, cujo único papel é co-estabelecer um determinado padrão de ajustamento de um equilíbrio a outro.

A segunda visão, que concebe a estrutura da economia capitalista como intrinsecamente instável, é construída a partir do reconhecimento da radicalidade das incertezas na qual estão inseridos os agentes econômicos. Tais incertezas, que não podem ser confundidas com um mero cálculo de risco, como Keynes procurou alertar, advêm da autonomia decisória dos agentes econômicos e do caráter irreversível do tempo. A irreversibilidade do tempo (ao contrário das diversas vertentes do *mainstream macroeconomics*, que têm como um denominador comum a noção de tempo reversível) faz com que as decisões isoladas dos diversos agentes econômicos tenham um caráter crucial, dado que, uma vez implementadas, levam a consequências cuja reversão plena não lhes é permitida sem custos. Tal irreversibilidade é particularmente séria quando se consideram as decisões de investimento, dado que elas implicam comprometimentos com ativos duráveis, de baixa ou nula liquidez¹⁰. Conforme destacou Possas (1986), por mais que os investidores se apoiem em comportamentos convencionais, as expectativas apóiam-se no que Keynes chama de um "estado de confiança" frágil, inversamente proporcional à incerteza presente nas expectativas formuladas. As decisões de investir, sendo tomadas em situações tão precárias e representando tamanho ônus para os seus tomadores, dada sua

10. Sobre este ponto veja Possas (1986, pp.304-305).

importância e o seu carácter irreversível, tornam-se assim os elementos que definem a estrutura econômica capitalista como uma estrutura instável¹¹.

Desta maneira, as teorias de inflação podem ser classificadas segundo as diversas combinações possíveis¹² dos dois padrões básicos de determinação da variação dos preços, com os três modelos de formação de expectativas, e as duas concepções da estrutura do sistema capitalista; cada combinação representando um tipo de microfundamentos para as teorias de inflação (veja quadro 1).

No próximo capítulo apresenta-se uma discussão das teorias monetarista, novo-clássica e neo-estruturalista a respeito da inflação, procurando, sempre que possível, salientar os seus microfundamentos.

11. Nas palavras de Possas (1986): "Isto significa que a economia capitalista está sujeita, estrutural e permanentemente, a mudanças de maior ou menor magnitude e rapidez no seu nível de atividade, capazes de provocar flutuações e mesmo desencadear crises; sob este aspecto, isto quer dizer que a economia capitalista é inerentemente crítica."

12. Embora nem todas estas combinações sejam compatíveis.

Quadro 1
 Classificação das Teorias de Inflação
 Segundo seus Microfundamentos

Formação de Expectativas	Padrão de Formação de Preços		
	Walrasiano	Marshall-Kaleckiano	
		Concep. Estrutura Econômica	
		Estável	Instável
Expectativas Adaptativas	Monetarista		
Expectativas Racionais	Novo-Clássica		
Expectativas Condicionadas		Neoestruturalista	Pós-Keynesiana

Padrão de Formação de Preços

*- Walrasiano
 - Marshall-Kaleckiano*

Formas de Expectativas

*- Expectativas Adaptativas
 - Expectativas Racionais
 - Expectativas Condicionadas*

Concepção Estrutural Econômica

*- Estável
 - Instável*

3. UM EXAME CRÍTICO DAS ANÁLISES MONETARISTA, NOVO-CLÁSSICA E NEO-ESTRUTURALISTA

3.1. Uma teoria walrasiana com expectativas adaptativas: monetarismo

Entre as diversas interpretações do processo inflacionário que se baseiam no padrão walrasiano de variação dos preços destaca-se a análise monetarista. Esta análise entende a inflação como sendo essencialmente um processo monetário. "A inflação é em todo e em qualquer lugar um fenômeno monetário." (Friedman, 1968 - tradução própria).

3.1.1 Comentários preliminares

Antes da apresentação dos aspectos básicos e dos determinantes da grande influência da escola monetarista, cabe fazer dois comentários preliminares. Em primeiro lugar, o monetarismo não se restringe a uma análise específica do processo inflacionário. Trata-se de um esforço teórico realizado com o objetivo de se contrapor ao pensamento macroeconômico predominante até os anos

finais da década dos sessenta¹, principalmente no que respeita
 ao que se poderia chamar de ativismo da política econômica². Em
 segundo lugar, é preciso alertar para o fato de que os
 principais argumentos monetaristas cavaram fundo na mente da
 maior parte dos economistas, fazendo com que muitos dos que não
 se intitulam monetaristas utilizem fartamente algumas de suas
 concepções. Exemplificando, certas correntes do chamado
 keynesianismo têm se identificado crescentemente com o
 pensamento monetarista, a ponto de tornar suas divergências
 irrelevantes num âmbito teórico mais geral.

Em parte por estas razões, existem diversas caracterizações
 possíveis do pensamento monetarista. De acordo com um dos seus

1. Este esforço, liderado por Milton Friedman, de estabelecer um
 marco analítico distinto, culmina com a publicação de dois
 importantes artigos deste autor em 1970 e 1971, onde ele
 procurou mostrar que o pensamento de Keynes e a Teoria
 Quantitativa da Moeda poderiam ser entendidos como dois casos
 particulares de uma representação geral da economia, baseada nas
 equações hicksianas de equilíbrio nos mercados monetário e de
 bens, quando formuladas de uma maneira apropriada. Alternativamente
 a estas duas teorias, Friedman propõe um "terceiro caminho" em que nem o
 produto nem o nível geral de preços são assumidos aprioristicamente
 como constantes. Ao invés destas pressuposições, ele assume como
 parâmetro definidor do sistema a taxa nominal de juros que, por sua vez,
 depende diretamente da taxa de crescimento da renda nominal. Para uma
 apresentação e análise do argumento de Friedman, veja Chick (1973, cap. 7).

2. A questão política que marca todo o debate entre as
 principais correntes do pensamento econômico, rotuladas como
 "monetarista" e "keynesiana", diz respeito ao papel que a
 política econômica deve exercer na administração econômica. O
 principal esforço dos "monetaristas" foi o de tentar mostrar que
 os resultados de políticas ativas (fiscal e monetária) são
 sempre negativos, variando apenas o *timing* em que este mal pode
 vir, dependendo da corrente do monetarismo. Em oposição ao
 ativismo, o monetarismo defende o estabelecimento de regras
 permanentes para a política econômica.

principais pensadores, Laidler (1981), recentemente houve muitas tentativas de especificar as características fundamentais do monetarismo, destacando-se as de James Boughton (1977), Karl Brunner (1970), Victoria Chick (1973), David Cobham (1978), Timothy Congden (1978), Nicholas Kaldor (1970), Harry Johnson (1972), Franco Modigliani (1977), Thomas Mayer (1978) e Douglas Purvis (1980). Além destas, pode-se destacar as do próprio Laidler (1981) e a de Helmut Frisch (1983). Seguindo a linha do último, pode-se dizer que uma análise é monetarista quando, de forma explícita ou implícita, assume as quatro proposições abaixo assinaladas:

a) o setor privado da economia é inerentemente estável. O sistema econômico retorna automaticamente ao equilíbrio de pleno emprego depois de algum distúrbio; a taxa de desemprego retorna à sua taxa 'natural';

b) qualquer taxa de crescimento da oferta monetária é compatível com um equilíbrio de pleno emprego, apesar de diferentes resultados quanto à taxa de inflação;

c) uma mudança na taxa de crescimento da oferta monetária altera primeiro a taxa de crescimento real da economia (e portanto a taxa de desemprego). No longo prazo, este efeito real desaparece, e permanece apenas um aumento permanente na taxa de inflação (teorema da aceleração);

d) há uma rejeição à política econômica de ativismo da demanda, fiscal ou monetária, e preferência por políticas monetárias de longo prazo, estabelecidas através de regras ou metas. (Frisch, 1983, pp.91-92 - tradução própria).

3.1.2 O Ataque Monetarista

Antes da apresentação da análise propriamente dita do processo inflacionário segundo a concepção monetarista, gostaria de lembrar que o impacto de sua argumentação deveu-se fundamentalmente ao fracasso da análise da "síntese neoclássica", que ficou patente com sua incapacidade de explicar o fenômeno da "estagflação". Como é sabido, a análise convencional do processo inflacionário baseava-se, até o final dos anos sessenta, num achado estatístico de Phillips (1958), posteriormente teorizado por Lipsey (1960), que fundamentava uma teoria em que desemprego e inflação eram fenômenos polares³. Em outras palavras, a sociedade, através da política econômica, poderia sair de uma destas situações desde que aceitasse o polo oposto. Tratar-se-ia de uma opção política, que, informada aos *policy-makers*, poderia ser satisfeita pela gerência discricionária dos instrumentos monetários e fiscais.

3. Para uma análise das diversas versões da curva de Phillips, veja Swaelen (1982).

Diante da perplexidade dos chamados keynesianos com os novos fenômenos do capitalismo contemporâneo, Milton Friedman, baseado em sua teoria monetária da renda nominal (1956), no modelo de formação de expectativas desenvolvido por Cagan (1956), e numa interpretação distinta da curva de Phillips, formulou uma explicação para o fenômeno da 'estagflação'.

Friedman, ao propor uma análise alternativa para o processo inflacionário, precisava dar uma explicação convincente para o fato de que as 'políticas keynesianas' de expansão da demanda efetiva realmente ampliavam o emprego. Como explicar alternativamente esta determinação keynesiana de expansão do emprego? Como explicar a possibilidade de elasticidade do emprego, sem abrir mão da análise neoclássica de determinação do emprego a partir das condições do mercado de trabalho? Friedman respondeu a estas questões introduzindo as expectativas na determinação do equilíbrio neoclássico no mercado de trabalho.

A argumentação de Friedman pode ser entendida como uma alteração radical da relação entre os mercados de bens e de trabalho proposta por Lipsey (1960)⁴. Basicamente, segundo o esquema analítico da síntese neoclássica, entendia-se até então que a combinação das políticas monetária e fiscal conformaria um equilíbrio no mercado de bens que, por sua vez, definiria a

4. Sobre este ponto, veja Swaalen (1982).

demanda de trabalho e esta, confrontada com a oferta, determinaria os salários nominais⁵.

Friedman (1968) inverte esta argumentação, através da internalização das expectativas na estrutura analítica do mercado de trabalho e da recuperação da análise deste mercado de trabalho através do conceito de salário real, agora modificado, para salário real esperado⁶. Ele procurou mostrar que as variações das taxas de desemprego decorrentes de uma política econômica ativa não resultavam de uma variação na demanda efetiva, mas sim do fato dos trabalhadores terem por algum tempo uma expectativa equivocada de evolução dos preços⁷. A condição essencial para a expansão do emprego dentro do paradigma neoclássico é a redução do salário real, pois só assim uma firma maximizadora de lucros demandaria mais mão-de-obra, supondo-se constante sua produtividade marginal. Tal redução necessária do salário real se daria, na explicação de Friedman, através do

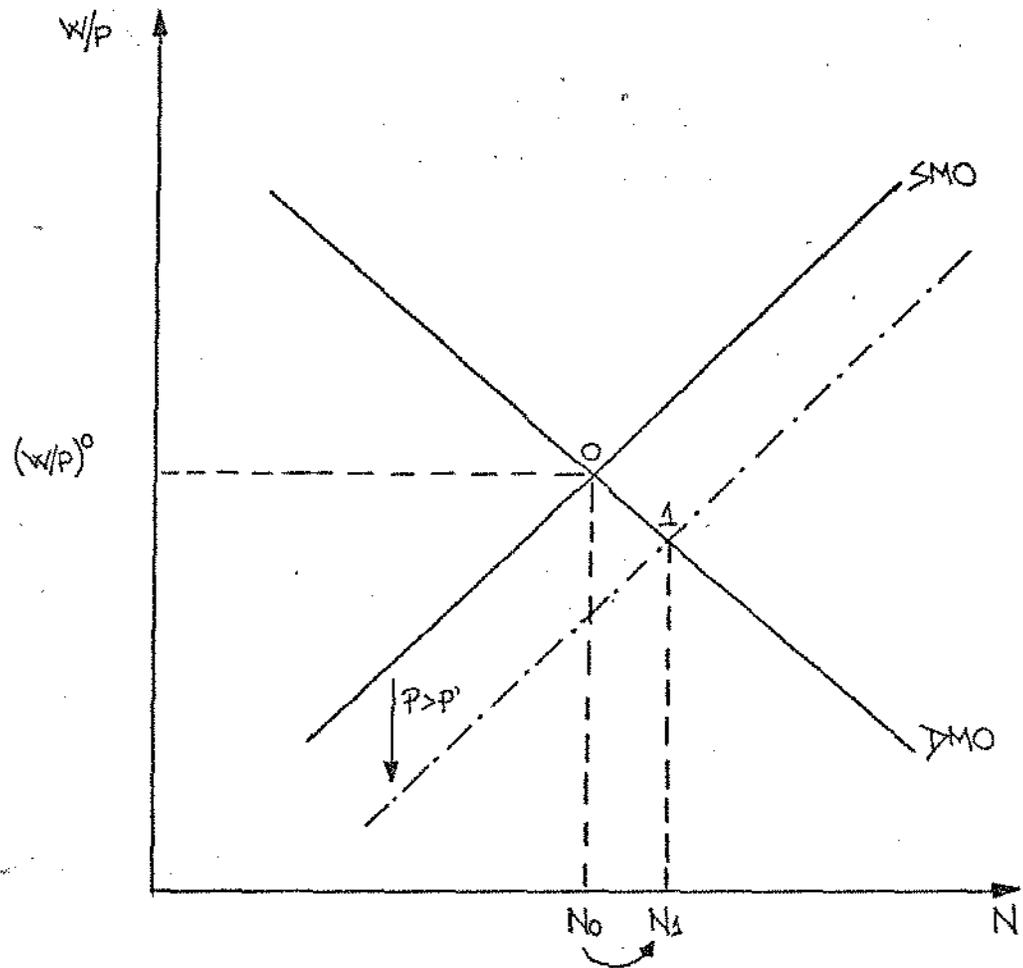
5. Mais à frente serão feitas objeções a esta argumentação que, como veremos, endogeniza a formação dos salários nominais, que eram exógenos na formulação original de Keynes.

6. A tradição do pensamento econômico até Keynes pensava o mercado de trabalho enquanto um sistema de equilíbrio que tinha os salários reais como variável de ajuste. Keynes, ao contrário, argumentou que os salários reais eram resultantes de um processo econômico mais geral e extremamente complexo, e que os trabalhadores negociavam seus salários em termos nominais.

7. Tal elevação dos preços é explicada como consequência de um aumento inesperado da oferta monetária, que se traduziria imediatamente em gastos das unidades que percebem uma quantidade indesejada de dinheiro em seus portfólios, ou em reduções das taxas de juros abaixo de sua "taxa natural", levando a um aumento de preços, explicado pelo mecanismo cumulativo de Wicksell.

equivoco dos assalariados quanto à evolução dos preços. O diferencial entre o salário real esperado e o salário real efetivo, quando percebido pelo empresário, seria a base da expansão do emprego. O gráfico 1 mostra este movimento: DMO é a curva de procura de mão-de-obra, que tem uma relação decrescente com o salário real (w/p). SMO é a curva de oferta de mão-de-obra, que é uma função crescente do salário real. O nível de emprego N_0 é dado pelo ponto de encontro destas duas curvas, que estabelece ao mesmo tempo o salário real de equilíbrio $(w/p)_0$. Tal equilíbrio se dá quando os trabalhadores fazem uma correta previsão dos preços $p = p'$, sendo p' a previsão da taxa de variação dos preços dos produtos consumidos pelos trabalhadores. Se $p > p'$, ou seja, se os trabalhadores subestimam a variação dos preços, a curva SMO se desloca verticalmente para baixo, de uma distância correspondente à subestimação da variação dos preços $p - p'$, fazendo com que haja uma expansão do emprego equivalente a $N_1 - N_0$. Todavia, segundo Friedman, mais cedo ou mais tarde os assalariados percebem seus erros. Uma vez percebida a efetiva variação dos preços decorrente de uma expansão monetária e, portanto, a dimensão correta do salário real prospectivo, haveria uma redução da oferta de mão-de-obra, restabelecendo-se aquela parcela do desemprego que teria sido artificialmente reduzida por uma mera e temporária ilusão quanto à evolução dos preços. Graficamente, teríamos uma elevação vertical da curva SMO correspondente ao ajuste nas previsões dos trabalhadores.

GRÁFICO 1.



Em outras palavras, o *trade-off* representado pela curva de Phillips entre variação dos salários e desemprego só prevaleceria a curto prazo. Assim, do ponto de vista analítico, uma política expansiva se traduziria em movimentos ao longo de uma curva de Phillips convencional somente a curto prazo. A longo prazo, ocorreriam deslocamentos da própria curva de Phillips. Dito de outra forma, a longo prazo a curva de Phillips seria vertical.

Esta análise chega ao que é conhecido como versão aceleracionista da curva de Phillips⁸, em que, no curto prazo, a escolha se dá entre desemprego e inflação acima das expectativas, ou ainda, entre desemprego hoje e desemprego amanhã⁹. Analiticamente, chega-se a esta versão através das expressões de oferta e demanda de trabalho segundo a visão neoclássica. Simonsen (1983) mostra que a demanda de mão-de-obra na visão neoclássica pode ser representada pela expressão:

$$w - p = a + \log b - (1-b)n$$

onde:

8. A razão deste nome - versão aceleracionista - foi bem sintetizada por Santomero e Seater: "Se um aumento *once and for all* da taxa de inflação diminui a taxa de desemprego apenas temporariamente, então a única maneira de manter a taxa de desemprego permanentemente abaixo da taxa natural é elevando continuamente a taxa de inflação - i.e. acelerando os preços." (Santomero e Seater, 1978, p.516 - tradução própria) .

9. Veja-se Simonsen (1983, p.279) .

a e b são os parâmetros de uma função de produção agregada log-linear;

w é o logaritmo neperiano do salário nominal;

p é o logaritmo neperiano dos preços;

n é o logaritmo neperiano do emprego .

Por outro lado, a oferta de mão-de-obra pode ser representada por uma relação log-linear do seguinte tipo:

$$n_w = d + e(w-p)$$

onde:

n_w é o logaritmo neperiano da oferta de emprego;

d e e são parâmetros da curva log-linear da oferta de mão-de-obra.

A partir destas expressões e dos pressupostos da análise friedmaniana, Simonsen chega à seguinte expressão da curva de Phillips :

$$y - y_p = k.(z - z')$$

onde:

y é o logaritmo neperiano do produto;

y_p é o logaritmo neperiano do produto potencial;

z é a inflação;

z' é a inflação esperada;

k é um parâmetro.

Alterando um pouco esta expressão, podemos constatar que a versão acéleracionista da curva de Phillips estabelece que:

$$z = z' + 1/k (y - y_p)$$

o que significa dizer que a inflação é o resultado de dois componentes, sendo um de expectativas (z'), e o outro de aceleração ($1/k (y - y_p)$), correspondente a acréscimos na taxa esperada de inflação proporcionais às diferenças entre o produto efetivo e o produto correspondente à taxa de desemprego natural, situações estas provocadas pelo ativismo da política econômica.

Um ponto-chave na análise friedmaniana é a diferente percepção da variação dos preços entre trabalhadores e empregadores.

Como vimos, um aspecto essencial da argumentação de Friedman é a demora dos assalariados em perceber o aumento dos preços. A idéia básica é que os agentes econômicos formam suas expectativas de maneira adaptativa. Tal idéia foi formulada originalmente por Cagan (1956), que modelou o processo de formação de expectativas assumindo que os agentes econômicos corrigem suas expectativas através de um processo em que se adiciona uma fração do erro cometido à previsão anterior.

Todavia, há um ponto cuja argumentação não é óbvia. Por que os assalariados seriam mais lentos para perceber a variação dos preços? Para alguns analistas este ponto é confuso na argumentação friedmaniana. Segundo Swaelen a resposta de Friedman "... estaria em que os primeiros (os empregadores) são os que vêem elevarem-se os preços no mercado de bens ao expandir-se a demanda dos bens por eles produzidos? Mas, se os trabalhadores são os que demandam os bens, eles perceberiam ao mesmo tempo o aumento dos preços! Questão não resolvida." (Swaelen, 1982, p. 62).

No entanto, há explicações razoáveis para este fenômeno, baseadas na idéia de que empregadores e trabalhadores estão interessados em informações distintas, sendo que os primeiros

possuem uma informação de melhor qualidade, dadas a sua maior simplicidade e condição de acesso: 'O suposto da ilusão monetária é considerado irracional pelos teóricos das expectativas racionais, constituindo um ajustamento *ad hoc* aos modelos macroeconômicos, insuficientemente respaldado por microfundamentos. Porém respostas lentas ainda podem ser justificadas em termos de informação imperfeita (veja Laidler, 1981). Empregadores, por exemplo, têm controle e informações atualizadas sobre os preços de seus produtos; são estes os preços relevantes para suas expectativas do nível de preços relevante para o cálculo do salário real. Os trabalhadores, por outro lado, estão interessados no nível geral de preços, sobre o qual não têm controle, apenas informação parcial *ex post*' (Dow, 1985, p.146 - tradução própria)*.

3.1.3 O modelo monetarista

O que foi exposto até agora estabelece apenas as bases para a análise do processo inflacionário segundo a versão monetarista. A sua análise propriamente dita depende de outros elementos teóricos. O que é um impulso monetário? Quais são seus efeitos?

10. Isto, porém, não quer dizer que não haja problemas importantes nesta interpretação de Friedman da curva de Phillips. Para uma síntese destes problemas e para uma apresentação de um modelo neoclássico alternativo, o modelo Gray-Fisher, veja Simonsen (1983, pp.298-300 e pp.477-482). Ainda sobre o argumento expectacional da curva de Phillips, veja Laidler (1981, pp.12-21).

De que maneira se processam os ajustes entre as situações de curto e de longo prazos na análise monetarista?

Para responder a estas perguntas, será apresentado o modelo monetarista na sua versão mais moderna, que pode ser sintetizada pelo argumento de Frisch (1983), a partir do trabalho de J. Vanderkamp (1975). Segundo este argumento, um modelo *standard* do pensamento monetarista quanto ao processo inflacionário pode ser representado por três equações básicas, listadas abaixo e esquematizadas nos gráficos 2 e 3:

$$M_t = X_t + \pi_t \quad (1)$$

Curva FF - equação quantitativa;

$$\pi_t = \pi_t^* - b \cdot (u_t - u^*) \quad (2)$$

Curva R - versão linearizada da Curva de Phillips com hipótese de taxa natural de desemprego;

$$u_t - u_{t-1} = -a \cdot (X_t - X_t^*) \quad (3)$$

curva DK - Lei de Okun;

onde:

m_t é a taxa de crescimento da oferta monetária;

x_t é a taxa de crescimento real da renda;

x_t^* é a tendência (antecipada) da taxa de crescimento real da renda;

π_t é a taxa de inflação;

π_t^* é a taxa esperada de inflação;

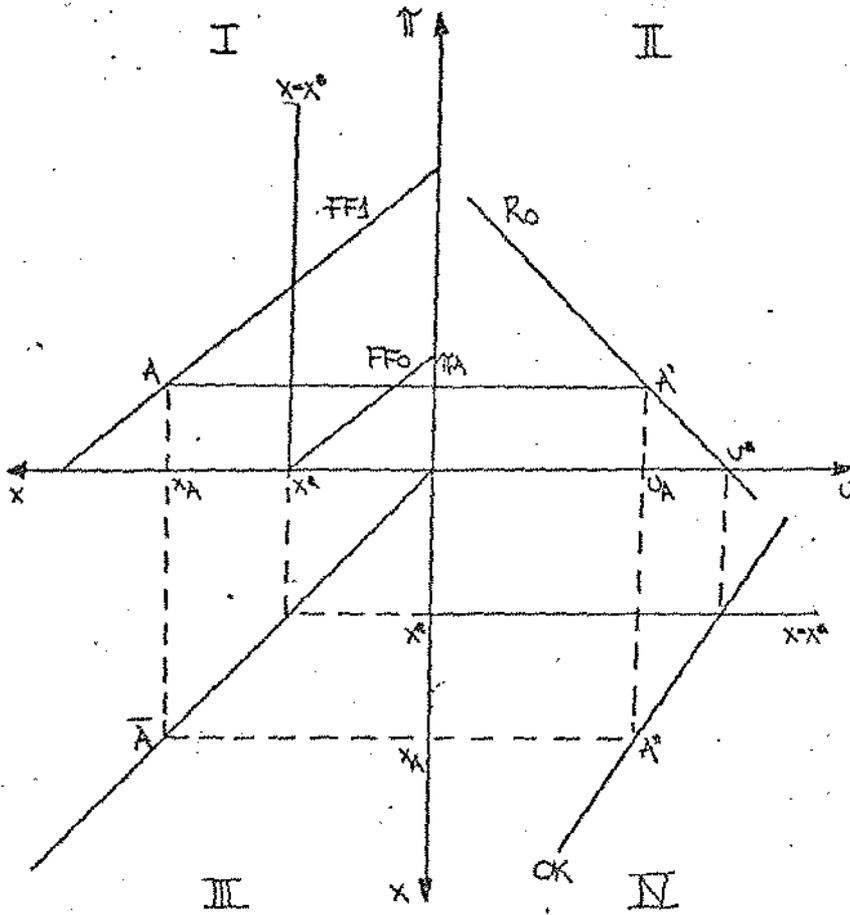
u_t é a taxa de desemprego;

u_t^* é a taxa natural de desemprego;

a e b são parâmetros.

Segundo o argumento monetarista, quando ocorre um impulso monetário positivo, ou seja, uma expansão monetária acima da soma das taxas esperadas de inflação e de crescimento real da renda da economia, tende a ocorrer um crescimento real não esperado a curto prazo, acompanhado de uma aceleração na taxa de

GRAFICO 2.



inflação¹¹. A distribuição do 'impulso monetário' em acréscimos nas taxas de crescimento real e crescimento na taxa de inflação não é importante para o argumento. O que importa é que havendo uma aceleração na taxa de crescimento do produto, a taxa de desemprego cai aquém da sua 'taxa natural' que, para Friedman, corresponde ao desemprego 'friccional'. A situação de 'superemprego' provocada pelo crescimento inesperado do estoque de moeda "sinaliza" um desequilíbrio entre demanda e oferta, que se traduz numa aceleração da taxa de inflação, através da curva de Phillips na sua versão friedmaniana¹². O aumento na taxa de inflação, mantida constante a taxa de expansão monetária, tende a desacelerar a taxa de crescimento econômico¹³, fazendo com que a taxa de crescimento do superemprego se desacelere, tendo em vista a maior demanda de moeda provocada pela aceleração da inflação. Mesmo assim, dada a situação de superemprego, a taxa de inflação continua crescendo enquanto a taxa de crescimento se reduz até voltar ao seu valor inicial, e a taxa de inflação

11. O que está por trás desta idéia é a visão de equilíbrio geral, onde a moeda é um bem como outro qualquer. Seu acréscimo leva a um aumento na demanda de bens direta ou indiretamente, via redução das taxas de juros: "Do mesmo modo, se uma oferta adicional de moeda cair como chuva sobre o sistema, as pessoas ajustar-se-ão. Em parte, poderão elevar a oferta líquida de empréstimos no mercado financeiro, reduzindo a taxa de juros sobre os títulos (não monetários). Isso, por sua vez, aumenta D_m , incentivando a substituição do bem por moeda, elevando assim o preço do bem. Em parte, poderão aumentar diretamente sua demanda por bens, como resultado da moeda adicional, elevando novamente o preço do bem." (Okun, 1981, p.8 - tradução própria).

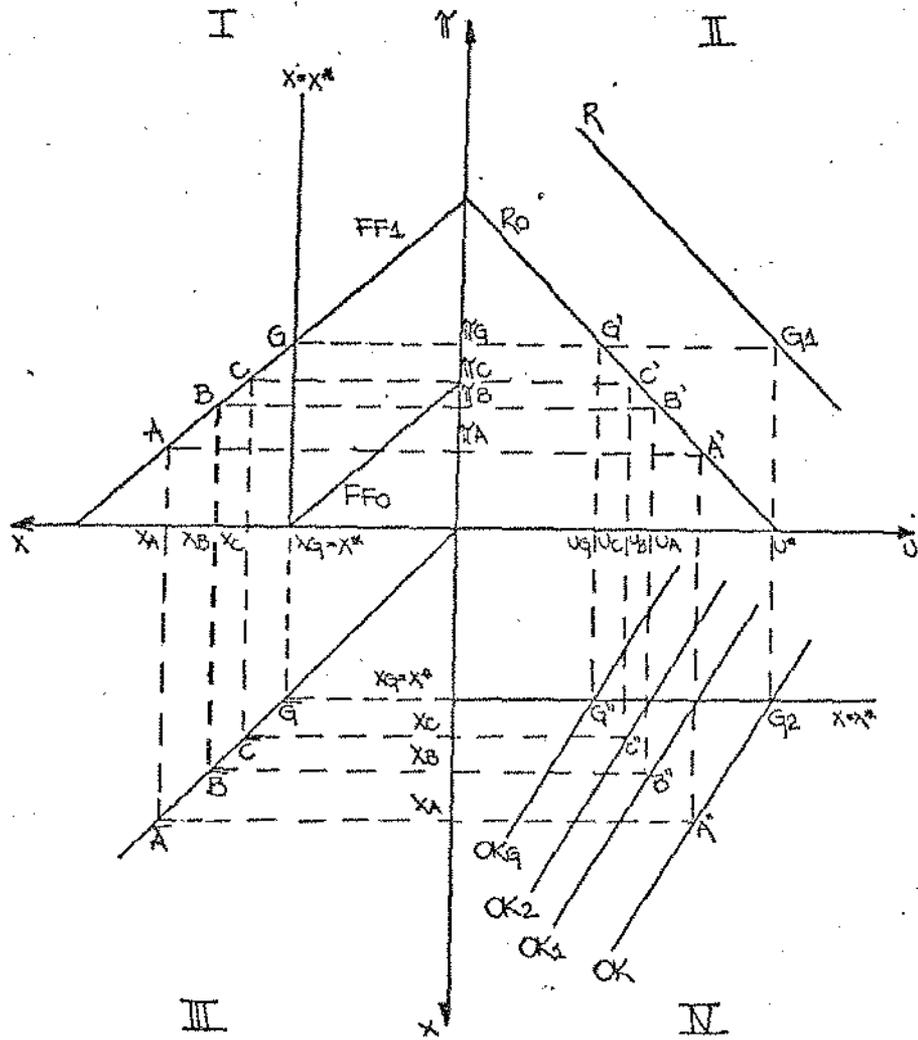
12. Sobre este ponto, veja Laidler (1981, pp.15-21).

13. O que supõe uma falta de elasticidade do sistema na criação de moeda decorrente da hipótese de exogenidade da moeda. A crítica a esta hipótese será feita no final da análise do monetarismo.

registrar um incremento de magnitude igual ao aumento inicial não esperado na taxa de crescimento monetário. Este processo está sintetizado nos gráficos 2 e 3. A expansão além da esperada na taxa de crescimento monetário corresponde a um deslocamento para a esquerda da curva FF, o que faz com que a taxa de inflação, que era zero, associada ao ponto $x = x^*$ (taxa de crescimento real igual à taxa de crescimento esperada) passe para π_t , associada a uma taxa de crescimento x_t superior à taxa esperada de crescimento x^* . A soma dos incrementos nas taxas de inflação e de crescimento real é igual ao deslocamento vertical da curva FF. No entanto, o crescimento $x_t > x^*$, ao reduzir o desemprego aquém de sua taxa natural, desloca para a esquerda a curva representativa da lei de Okun, que está no quadrante inferior direito dos gráficos. Este deslocamento continua até que a taxa de crescimento do produto real volte para sua posição inicial x^* , e a taxa de inflação seja incrementada de um valor igual ao deslocamento vertical da curva FF.

Em resumo, a idéia básica é que todo aumento não esperado da oferta monetária, expresso pela desigualdade $m_t > x_t^* + \pi_t^*$, tende a desencadear um processo de aceleração inflacionária, provocado pelo crescimento real do produto acima da taxa esperada. Esta variação nas taxas de crescimento do produto altera os parâmetros básicos da lei de Okun, dada a redução do desemprego, o que tende a levar a um processo convergente de elevação da inflação e redução da taxa de crescimento real da economia. Este processo termina com o retorno da taxa de

GRÁFICO 3.



crecimento ao seu valor esperado e um deslocamento ascendente da curva de Phillips de magnitude igual ao incremento na taxa de inflação provocado pelo aumento inesperado da taxa de crescimento monetário.

3.1.4 Alguns pontos críticos

Entre os pontos questionáveis desta argumentação ainda não comentados, devem ser destacados: a) a concepção neoclássica de equilíbrio do mercado de trabalho; b) as relações implícitas entre expansão monetária e variação na renda nominal; e c) o padrão de formação das expectativas.

Deixando o terceiro ponto para uma discussão posterior, quando forem analisadas as outras teorias de inflação, passemos às duas primeiras questões.

Quanto à concepção neoclássica do mercado de trabalho, deve-se ressaltar a impropriedade da análise econômica, que circunscreve os determinantes do emprego ao espaço fechado de um mercado específico, conforme Keynes (1983) procurou enfatizar em sua análise sobre os determinantes dos níveis de emprego. Adicionalmente, as relações entre capital e trabalho são muito mais complexas do que as que se realizam num mercado de bens. O entendimento da força de trabalho como um bem qualquer implica

na suposição de que a força de trabalho é homogênea e tem perfeita mobilidade.

Contudo, como Baltar procurou demonstrar, "... o mercado de trabalho é heterogêneo, não podendo ser visto como um espaço contínuo onde estariam abertas, igualmente para todos, as oportunidades de progresso em termos de renda e condições de emprego e trabalho." (Baltar, 1985, p.127). Swaelen (1982, p. 42), por outro lado, lembra que para Keynes não existe mobilidade perfeita da força de trabalho, o que significa dizer que há vinculações entre grupos de trabalhadores e diferentes indústrias e que as transferências de trabalhadores de uma indústria para outra envolvem tempo e custos¹⁴.

14. A este respeito, cabe destacar que Tobin (1972) e Hicks (1974), em suas teorias sobre o mercado de trabalho, procuraram destacar a impropriedade da interpretação da força de trabalho como uma mercadoria qualquer. Ambas as teorias compartilham um axioma fundamental: na sociedade industrial não se pode analisar os mercados de bens e de trabalho segundo o mesmo princípio econômico. No mercado de bens o contrato entre as duas partes termina tão logo se complete a transação (uma venda ou compra). Em oposição, a demanda ou oferta de trabalho implica que ambos os participantes esperam ter uma relação duradoura, ao menos por um certo tempo, semelhante àquela representada por contratos de aluguel ou arrendamento. Tanto os trabalhadores como as firmas têm interesse em observar o cumprimento do contrato de trabalho de acordo com as condições acertadas, já que mudanças acarretam custos de ajuste para ambas as partes (Poole, 1976). Segundo Hicks, a continuidade é o princípio que diferencia o mercado de trabalho do mercado de bens, tipo leilão. O contrato salarial regula a relação entre os dois participantes do mercado de trabalho por um determinado período de tempo." (Frisch, 1983, p.160 - tradução própria).

A pressuposição de duas curvas convencionais de oferta e demanda de mão-de-obra, conforme a análise neoclássica, implica aceitar que todos os ofertantes e demandantes do mercado de trabalho estão disponíveis para constantemente revogar seus contratos de trabalho e que tendem a fazê-lo assim que as condições do mercado de trabalho variem, por menor que seja tal variação. Isto, entretanto, não corresponde à realidade, já que, para ficar somente num aspecto, as empresas ao dispensar e recontratar trabalhadores acabam incorrendo em custos. Isto faz com que elas tendam a edificar "barreiras à saída" de seus empregados, que se constituem nas políticas de cargos e salários, com o objetivo de tornar a vinculação dos trabalhadores às empresas dependente de uma "carreira". Em outras palavras, as empresas procuram estabelecer vínculos

estreitos com seus trabalhadores que extrapolam a questão da taxa momentânea de salários¹⁵.

Enfim, a inexistência de homogeneidade e perfeita mobilidade da força de trabalho significa reconhecer que o mercado de trabalho

15. "Nesse mercado, é racionalmente interessante para a firma estabelecer uma relação de longo prazo com um certo grupo de trabalhadores. Parte da força de trabalho da firma lhe é específica. Essa habilidade específica à firma tanto pode ser adquirida pelo próprio trabalhador no processo conhecido como *learning by doing*, como pode resultar da alocação por parte da firma de uma certa soma para treinamento de seus trabalhadores, o qual seguirá sendo desenvolvido no curso do trabalho. A firma tenta manter aqueles trabalhadores que se mostraram eficientes nas tarefas designadas. Os empregadores geralmente têm interesse em manter os trabalhadores experientes, pois o valor que produzem excede o valor produzido pelos menos experientes acima da diferença salarial entre os dois grupos de trabalhadores. Os empregadores têm dúvidas quanto à capacidade de empregados potenciais a serem contratados. Entretanto, já sabem quais são seus melhores e mais experientes trabalhadores. Desejam manter o salário desses empregados acima das mais vantajosas possibilidades imediatas oferecidas no mercado de trabalho de forma a reduzir o número de demissões. Portanto, eles não reduzem os salários mesmo em condições desfavoráveis de demanda, porque se o fizerem poderão perder aqueles trabalhadores cuja permanência mais lhes interessa; ao invés, mantendo o nível de salários inalterado, dispensam aqueles cujo trabalho é menos rentável. Eles reterão aqueles trabalhadores mais eficientes e mais inteligentes, ainda que sejam momentaneamente desnecessários, pois acreditam que cedo ou tarde o ciclo econômico reverterá favoravelmente. E quando a demanda pelos produtos da firma aumentar e ela desejar empregar maior número de trabalhadores, não será preciso aumentar a taxa de salários para recrutar a força de trabalho necessária pois, em decorrência dos salários mais elevados pagos no mercado 'de carreira', os trabalhadores procurando emprego acorrerão à porta da firma mesmo à taxa de salário vigente anteriormente, dispondo assim a firma de uma ampla fonte de trabalho em que se abastecer. Os trabalhadores experientes não deixarão a firma mesmo que seus salários não cresçam durante a recuperação, pois suas habilidades são específicas à firma, e eles teriam pouca chance de utilizá-las em outro emprego, devendo neste caso aceitar um salário menor. Além disso há uma série de outras vantagens que os prendem à firma, tais como os benefícios por tempo de serviço, os bônus, os programas de aposentadoria etc." (Mátyás, 1985, pp.597-598 - tradução própria).

é segmentado e que, conforme mostraram Swaalen (1982) e Baltar (1985) a partir de uma literatura especializada, seus movimentos têm que ser estudados tendo em vista também fatores institucionais e históricos. Isto implica aceitar que as determinações dos salários e do emprego não podem ser reduzidas a uma única lógica comum e simplista, como é o caso da análise neoclássica do mercado de trabalho, e que devem, sim, ser analisadas separadamente¹⁶.

O segundo ponto é mais controverso e na verdade atinge a essência da inovação monetarista. Trata-se da relação entre expansão monetária e renda nominal. O argumento monetarista não estabelece uma relação imediata entre o ritmo de expansão monetária e o ritmo de crescimento dos preços, a exemplo do que faziam os primeiros quantitativistas. O essencial é admitir que a expansão monetária além do nível esperado aumenta o ritmo de expansão da renda nominal. Para tanto, Friedman, em 1956, recuperou a teoria quantitativa da moeda enquanto uma teoria da demanda de moeda. Para ele, afirmações sobre produto, renda nominal ou nível de preços requerem combinações da Teoria Quantitativa da Moeda com outras especificações a respeito das condições da oferta de moeda, entre outras variáveis.

Sua teoria da demanda de moeda foi estabelecida através de uma formulação geral capaz de, segundo ele, conseguir a aceitação da

16. Sobre este ponto, veja também Piore (1979).

maioria dos economistas. Tal formulação partia do pressuposto de que o dinheiro é uma forma de "riqueza"¹⁷ como outra qualquer, e que cada unidade de decisão decide a quantidade de moeda demandada como produto de um processo de arbitragem neoclássica sobre a distribuição de riqueza segundo suas diversas formas (dinheiro, títulos, ações, bens físicos e capital humano) de tal maneira a maximizar a utilidade, respeitadas as condições de preços e retornos das diversas formas de riqueza. Em síntese, para Friedman a demanda de moeda pode ser explicada por uma teoria geral da distribuição de riqueza segundo usos alternativos, com o objetivo de maximizar a utilidade¹⁸. O argumento de Friedman é que, com base numa fundamentação empírica construída a partir deste marco teórico, pode-se constatar uma relação estável entre a renda nominal e a oferta de moeda, ainda que isto não signifique uma relação de estreita e permanente proporcionalidade, a exemplo da formulação convencional da Teoria Quantitativa da Moeda. Ao lado disto, Friedman procurou mostrar a existência de uma assimetria no equilíbrio entre oferta e demanda de moeda. Para ele, há importantes fatores que afetam a oferta de moeda que não afetam a sua demanda. A idéia básica é que o estoque de moeda é controlável pelas autoridades monetárias. "O sentido da hipótese é de que as autoridades monetárias dispõem de instrumentos capazes de afetar com precisão, obviamente não no dia a dia, o

17. Para Friedman, "riqueza" é qualquer ativo capaz de gerar renda. Assim, o salário, por exemplo, corresponderia a um rendimento decorrente de um "capital humano".

18. Para este ponto, veja Seligman (1962).

volume de moeda." (Barbosa, 1983, p.70). Segundo Friedman, em condições de demanda de moeda estável, a renda nominal pode ser muito sensível a mudanças no estoque de moeda. Isto é, para Friedman, somente um aumento no estoque de moeda pode permitir o crescimento da renda nominal. Assim, para ele, o estoque de moeda, dada sua velocidade-renda, estabelece o nível de renda nominal.

Sobre essa argumentação a respeito da relação entre expansão monetária e renda nominal, sua estabilidade e sentido de determinação, gostaria de destacar três observações críticas.

Em primeiro lugar, cabe registrar a insistência de Friedman em não aceitar o argumento de Keynes sobre a particularidade da moeda, tendo em vista sua concepção harmonicista do sistema capitalista, onde não há lugar para incerteza e, por conseguinte, para uma demanda específica por moeda, vale dizer a demanda por liquidez¹⁹.

19. A "teimosia" de Friedman em não reconhecer a especificidade do dinheiro pode ser entendida a partir de sua visão walrasiana da estrutura econômica, onde o dinheiro como reserva de valor é impensável: "A crítica central de Keynes (1936) é que no modelo de equilíbrio geral walrasiano não se usa conceitualmente o dinheiro como reserva de valor. No mundo neoclássico-walrasiano com mercados competitivos, informação perfeita acerca do futuro, e com um leiloeiro walrasiano que assegura o equilíbrio simultâneo e instantâneo em todo o período t , resulta totalmente irracional manter o dinheiro como reserva de valor enquanto houver outros ativos financeiros que proporcionem uma rentabilidade positiva" (Meller, 1986, pp.293-294 - tradução própria). Sobre a relação entre incerteza e moeda veja Davidson (1972, cap. 6).

O segundo ponto crítico diz respeito à noção de função demanda de moeda. Segundo Friedman, quantitativista não precisa, e geralmente não o faz, a quantidade real de dinheiro demandada por unidade ou a velocidade de circulação do dinheiro, é considerada como numericamente constante; ele não considera isto, por exemplo, como uma contradição para a estabilidade da demanda por dinheiro que a velocidade de circulação do dinheiro suba drasticamente durante hiperinflações. A estabilidade esperada é na relação funcional entre quantidade de dinheiro demandada e as variáveis que a determinam... (Friedman, 1956 - tradução própria). Em outras palavras, para ele a velocidade de circulação da moeda não precisa ser constante. O necessário é que haja uma estabilidade na relação entre a velocidade-renda da moeda e um conjunto de variáveis determinadas. Na verdade, tal argumento representa uma sofisticação do *Cambridge Cash Balance Approach*²⁰. A diferença simplesmente está no fato de que ao invés de trabalhar com uma constante fixa na relação entre oferta monetária e demanda nominal, Friedman e os monetaristas fizeram com que a demanda de moeda fosse vista como estavelmente relacionada a um pequeno conjunto de variáveis. O argumento de Friedman, a exemplo de toda a sua elaboração teórica, é de

20. Segundo este *approach*, os indivíduos demandariam moeda somente para transações. A demanda de moeda M^d poderia ser representada por uma proporção constante da renda real (Y) multiplicada pelo nível geral de preços (P). Esta proporção constante, que ficou conhecida como a constante de Cambridge (k), estabeleceria a relação entre demanda de moeda e renda nominal da seguinte forma:

$$M^d = k.PY$$

natureza empírica. Ao estabelecer a idéia de que a demanda de moeda é uma função estável, ele procurava enfatizar que do ponto de vista estatístico o comportamento da função demanda de moeda é mais estável que o de outras funções econômicas determinantes da renda nominal, tais como as funções consumo e investimento. Apesar do discutível caráter científico da argumentação empirista de Friedman, cabe registrar que, mesmo aceitando o critério empirista estabelecido por ele, é bastante discutível que do ponto de vista estatístico a função de demanda de moeda seja de fato mais estável que outras funções relativas aos componentes da demanda agregada: "...na verdade o trabalho empírico recente tem revelado grande instabilidade tanto na função demanda por moeda como nos principais componentes da função demanda agregada, não sendo portanto claro que a política monetária seja preferível à fiscal." (Pearce, 1983, p. 283 - tradução própria).

Finalmente, o argumento de Friedman de que, além de uma suposta relação de estabilidade entre expansão monetária e renda nominal, haveria uma clara relação de determinação da primeira para a segunda, baseia-se na hipótese inaceitável de exogenidade da moeda²¹. Tal hipótese pressupõe que a expansão da renda nominal é neutra em relação ao ritmo de expansão da moeda. Em outras palavras, as variações na expansão da renda nominal não interfeririam no ritmo de expansão da moeda. Este tipo de

21. Este é exatamente um dos pontos que caracteriza o pensamento pós-keynesiano como um corpo teórico distinto do grande grupo de teorias que vem sendo chamado de *mainstream macroeconomics*.

argumento é questionável, tendo em vista que a expansão monetária não é algo determinado única e exclusivamente por autoridades monetárias no gozo de autonomia em relação às evoluções e "demandas" da renda nominal.

Como se sabe, a ação das autoridades monetárias nem é autônoma em relação à evolução da renda nominal e, principalmente, nem é o único determinante da expansão monetária. Ao contrário do que os manuais tradicionais de teoria monetária insistem em enfatizar, a expansão do poder de compra determinada pela ação dos bancos não é uma simples função passiva de depósitos realizados pelo público, depósitos estes que seriam uma função das decisões de encaixe monetário dos indivíduos a partir de decisões de autoridades monetárias quanto ao volume global de moeda de uma economia. O argumento friedmaniano peca pelo fato de não reconhecer o caráter capitalista da atividade bancária. Os bancos, enquanto espaço de valorização de capitais particulares, exercem um papel ativo na criação de poder de compra. Num momento de expansão da renda, alteram-se as perspectivas de rentabilidade do capital bancário e acentua-se a concorrência entre os capitalistas nesta área, que passam a disputar as fatias do mercado bancário prospectivamente em expansão, de tal modo que o capital bancário como um todo tende a amplificar a expansão monetária, alterando assim o seu ritmo. Assim, nos períodos em que as possibilidades de valorização do capital bancário se tornam excepcionalmente elásticas, a expansão de moeda se amplia de maneira expressiva,

independentemente das decisões das autoridades monetárias, dado que os bancos, montados na grande confiança mútua entre os capitalistas que os períodos de acentuada acumulação tendem a produzir, criam uma série de instrumentos e normas que supermultiplicam a quantidade de moeda na economia²². Isto sugere que o ritmo de expansão monetária, mais do que determinante, é determinado pela expansão da renda nominal, ao contrário do que Friedman imaginava.

22. "Endogenidade refere-se à capacidade das instituições em criar novos instrumentos monetários, ou de surgirem novas instituições financeiras para satisfazer o excesso de demanda por moeda. Certamente, é largamente reconhecido que tentativas de controle da oferta de moeda - limitada a uma única definição - por parte das autoridades monetárias tendem a ser frustradas por tais respostas institucionais." (Dow, 1985, p.188 - tradução própria).

3.2 Uma teoria walrasiana com expectativas racionais: novo-clássica

Como acabamos de ver, o monetarismo entende que a inflação é sempre e em qualquer lugar um fenômeno monetário. Ainda que a curto prazo a política expansionista possa ter um efeito de variação no ritmo de expansão do produto, o seu efeito a longo prazo, segundo esta escola, restringe-se a uma aceleração da taxa de inflação. Em outras palavras, a não-neutralidade da moeda, ainda que possível, é temporária.

O debate com seus adversários mais imediatos passou a dar-se em torno da extensão do "curto prazo". Sua dimensão, tendo em vista a argumentação monetarista, era uma função direta dos erros de previsão dos agentes econômicos. Para seus adversários, enquanto fosse possível surpreender os agentes, seria possível modificar o ritmo de expansão do produto através do ativismo da política econômica.

Um elemento fundamental nesta discussão, obviamente, era o padrão de formação das expectativas. Até fins dos anos sessenta, os modelos de formação de expectativas baseavam-se no princípio de que os ajustes nas expectativas eram feitos adaptativamente.

O modelo de expectativas adaptativas foi sugerido por Cagan (1956) e basicamente estabelece que os erros nas expectativas sempre são parcialmente corrigidos. Assim, as novas previsões são acrescidas de uma fração positiva do erro cometido:

$$P'(t+1) - P'(t) = a.(P(t) - P'(t)) \quad (1)$$

onde:

$P'(t)$ é o valor esperado da variável P em $t-1$ com relação ao período t ;

$P(t)$ é o valor efetivo da variável P em t ;

a é o coeficiente de ajustamento ($0 < a < 1$).

Manipulando-se a expressão (1) chega-se à conclusão de que o valor previsto de P pode ser entendido, segundo este método, como uma simples média ponderada do seu valor presente e de sua última previsão. Ocorre que a última previsão também pode ser entendida como uma média ponderada, agora entre seu último valor efetivo e sua penúltima previsão. Aplicando este raciocínio recorrentemente não é difícil mostrar que o método das expectativas adaptativas sugere que o melhor previsor de um valor futuro é uma combinação linear de todos os seus valores

passados com ponderações decrescentes, segundo a seguinte forma deduzida da expressão (1):

$$P'(t+1) = a.P(t) + a.(1-a).P(t-1) + a.(1-a)^2.P(t-2) + \dots + a.(1-a)^n.P(t-n) + \dots$$

Como se pode notar, este método assume a hipótese de que os agentes econômicos formam suas expectativas olhando somente para o passado, não levando em conta informações tais como mudanças drásticas na política econômica.

3.2.1 O axioma da racionalidade e a hipótese das expectativas racionais

O final dos anos sessenta coincide com a crise da "síntese neoclássica" enquanto paradigma da análise econômica em geral e da análise da inflação em particular, baseada na conhecida curva de Phillips. A crítica fundamental a este paradigma, que se seguiu à constatação de sua falência empírica, com o advento do fenômeno da "estagflação", foi de natureza metodológica. Tratava-se da incompatibilidade teórica entre os fundamentos microeconômicos neoclássicos deste paradigma e a análise das situações de desemprego de recursos que o seu lado macro realizava: "Enquanto disciplina acadêmica e profissional, a economia convive com uma contradição interna fundamental: o que

é ensinado em microeconomia convencional é incompatível com o que é ensinado em macroeconomia. Na primeira, cada mercado é um mercado do tipo 'leilão de preços' que se ajusta por lances competitivos num quadro de oferta e demanda. Em consequência, qualquer mercado está sempre em equilíbrio, não havendo participantes insatisfeitos, e cada indivíduo é um maximizador em suas decisões de consumo e produção. Macroeconomia, por outro lado, é basicamente o estudo de mercados que não se ajustam e não estão em equilíbrio.' (Thurow, 1983, p.4 - tradução própria).

Como resultado desta constatação, os movimentos recentes da teoria econômica têm sido no sentido de tentar superar essa incompatibilidade metodológica através de um estudo aprofundado dos microfundamentos das principais contribuições à análise econômica e, a partir daí, reconstruir uma totalidade analítica consistente e capaz de entender os fenômenos macroeconômicos contemporâneos²³.

Entre as alternativas de superação da incompatibilidade metodológica, destaca-se a 'neoclassicização' da macroeconomia, vale dizer, a tentativa de repensá-la através de microfundamentos neoclássicos. Dentro desta perspectiva, passou-

23. Ao longo deste movimento vêm se consolidando as bases para novos paradigmas, destacando-se entre eles a escola novo-clássica, a teoria pura do equilíbrio, a teoria do desequilíbrio, a teoria pós-keynesiana e a escola neo-austríaca.

se a questionar todos os procedimentos analíticos de forma a compatibilizá-los com os axiomas básicos da teoria neoclássica. Entre estes, como se sabe, destaca-se o da racionalidade dos agentes econômicos. Sendo assim, o modelo de formação de expectativas adaptativas passou a ser crescentemente abandonado, pois entendia-se que ele era inconsistente com tal axioma. Por que razão os agentes econômicos só se utilizariam de informações do passado para formar suas expectativas? Como um agente econômico racional poderia errar sistematicamente? Estas eram as questões básicas que desafiavam e negavam o modelo das expectativas adaptativas no contexto dos novos movimentos da teoria econômica. Em consequência, houve uma crescente popularização nos anos setenta da hipótese das expectativas racionais. "As expectativas racionais também assumem que os tomadores de decisões individuais aprendem racionalmente e não adaptativamente. Isto significa que eles não mudam gradualmente seu comportamento em resposta a novas peças de informação ou diferentes circunstâncias, mas sim rápida e descontinuamente adotam novas regras de decisão. Assume-se que os agentes econômicos olham para o futuro mais do que para o passado, sua experiência, ao tomarem suas decisões. A ênfase sobre comportamento racional, como oposto ao adaptativo, parte da idéia de que o homem, sendo um animal que pensa, tenta aprender com seu passado e não repete seus erros. O comportamento algumas vezes tem que mudar rápida e descontinuamente. Assim, qualquer teoria que assume somente expectativas adaptativas é obviamente errada." (Thurow, 1984, p.156 - tradução própria).

A idéia original foi proposta por John Muñh em 1961 : "... ele sugeriu que, no contexto de um modelo, as expectativas dos indivíduos são racionais quando são idênticas às predições do modelo." (Klamer, 1984, p.11 - tradução própria). Esta observação foi a base de inúmeros trabalhos nos anos setenta, liderados por Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace, que consolidaram uma vertente do pensamento econômico, hoje conhecida como a Economia Novo-Clássica.

3.2.2 O modelo novo-clássico e suas implicações gerais

Como Klamer ressalta, a Economia Novo Clássica não se confunde com a hipótese das expectativas racionais, ainda que esta seja a sua principal contribuição e seu aspecto mais saliente. "Expectativas Racionais e Economia Novo-Clássica são comumente tomadas como sinônimos, mas esta interpretação é provavelmente incorreta. Expectativas Racionais não necessariamente separam os economistas novo-clássicos dos outros. A proposição da inefetividade da política econômica e a questão do modelo de equilíbrio são pontos controversos." (Klamer, 1984, p.13 - tradução própria).

Pode-se dizer que o que caracteriza a Economia Novo-Clássica é a combinação da hipótese de expectativas racionais com os axiomas básicos da teoria neoclássica, especificamente, os princípios de

maximização de utilidade e de lucros dos agentes econômicos e a idéia de *efficient market clearing*.

Os economistas novo-clássicos não pressupõem, a exemplo de seus inspiradores - os chamados clássicos - perfeita informação. Este é o ponto distintivo em relação à visão pré-keynesiana. Em lugar de trabalhar com perfeita informação esta escola trabalha com a idéia de que os agentes econômicos se utilizam da informação disponível, sendo que a busca de informações novas vai até o ponto em que o custo marginal de adquiri-las e processá-las iguala o benefício marginal decorrente destas atividades. Por esta razão, o conceito de equilíbrio dos novo-clássicos é distinto do conceito dos clássicos. Enquanto para estes existe uma única solução possível para o sistema, para os novo-clássicos existem diversos equilíbrios possíveis, dependendo do conjunto de "informações disponíveis".

A partir desta estrutura conceitual, a proposta dos novo-clássicos é construir uma teoria alternativa à teoria keynesiana onde as variações do produto não sejam explicadas por variações da demanda efetiva.

Os pontos básicos para o entendimento desta explicação alternativa são a idéia de racionalidade dos agentes econômicos e a concepção repetitiva do processo econômico. Sendo os agentes econômicos racionais e, por conseguinte, não passíveis de

cometer erros sistemáticos, sustenta-se que eles se aproximam tendencialmente do modelo correto da estrutura econômica.

Esta conclusão tem implicações importantes para a análise da efetividade das políticas econômicas. Dado que os teóricos das expectativas racionais assumem que as informações disponíveis para os tomadores de decisão de política econômica não são melhores do que aquelas que estão, em média, disponíveis para os tomadores de decisão do setor privado, a tendência dos agentes econômicos a interpretar a economia de uma forma correta faz com que as consequências, ainda que longínquas, de todas as decisões de política econômica sejam perfeitamente antecipáveis. Tal antecipação dos efeitos da política econômica significa, na prática, a sua neutralização. Mas na verdade esta antecipação vai mais além. Os agentes econômicos, ao analisarem sistematicamente a situação econômica, tendem a antecipar as decisões de política econômica, neutralizando-as antes mesmo de sua implementação. Se os tomadores de decisão de política econômica usam certos tipos de modelos econométricos para prever eventos econômicos e baseiam suas intervenções em tais previsões, os agentes econômicos privados sabem o que os tomadores de decisão de política econômica irão fazer. Quando os investidores tomam suas decisões de caráter privado, eles as tomam entendendo que o governo irá intervir na economia sob determinadas circunstâncias. Como resultado, uma decisão de intervir na economia não terá nenhum impacto novo sobre as decisões privadas. O impacto da intervenção já foi levado em

consideração nas decisões privadas iniciais com base em valores esperados." (Thurow, 1983, p.160 - tradução própria).

A consequência disto é a "inefetividade da política econômica"²⁴. Isto quer dizer que uma política econômica só pode ter impacto real se for totalmente inesperada. Qualquer decisão de política econômica que tenha um caráter sistemático pode ser perfeitamente antecipada e neutralizada quando os agentes econômicos formam suas expectativas racionalmente. Conseqüentemente, a política econômica, para ter um efeito real, tem que ser aleatória. Somente um choque estocástico pode surpreender os agentes econômicos, levando-os a erros de previsão e, por conseguinte, a variações em relação ao equilíbrio anterior.

A partir desta concepção, a teoria novo-clássica chega às seguintes conclusões: as variações do produto e do emprego devem ser entendidas como variações de caráter estocástico, produzíveis apenas por deficiências no sistema de informações ou diretamente por choques aleatórios. Desta forma, os modelos de análise macroeconômica devem incorporar em suas equações

24. Sobre este ponto, veja o trabalho de Sargent e Wallace. (1975) .

representativas das diversas relações de equilíbrio um elemento de erro μ cuja esperança matemática seja igual a zero $E(\mu)=0$ ²⁵.

3.2.2 O fim da não-neutralidade da moeda a curto prazo e a relação direta entre expansão monetária e inflação

Importa ressaltar que a concepção novo-clássica chega a uma conclusão mais radical do que a proposta pelo monetarismo. Este propõe a idéia de que existe a possibilidade de não-neutralidade da moeda, porém restrita ao chamado "curto prazo". Esta possibilidade temporária de desdobramentos reais da administração monetária, todavia, é negada pelos economistas novo-clássicos. Para eles, os agentes econômicos concretizam a aceleração inflacionária assim que percebem que o governo está criando as condições para uma mudança do ritmo de expansão monetária. Desta forma, a previsão da inflação deixa de ser uma simples média ponderada das inflações passadas, como no modelo das expectativas adaptativas, para ser uma função direta da previsão da expansão do estoque de moeda acima da tendência de crescimento real da economia, acrescida de um elemento de erro:

a) expectativa de inflação com hipótese de expectativas adaptativas:

25. Para um exemplo de um modelo macroeconômico representativo da análise do processo inflacionário segundo a concepção novo-clássica, veja Frisch (1983, p.131-137).

$$P'(t+1) = f(P(t-n), a)$$

onde :

$n=0, 1, 2, \dots$ infinito;

a é o coeficiente de adaptação ($0 < a < 1$);

b) expectativa de inflação com hipótese de expectativas racionais

$$P'(t+1) = E(p / I(t))$$

onde:

$E(p / I(t))$ é a expectativa ótima em t condicionada à informação disponível neste instante.

Caso se assuma o conjunto dos pressupostos da Economia Novo-Clássica, esta função adquire uma forma específica:

$$P'(t+1) = E(p / I(t)) = E(m / I(t)) - x^* \quad 24$$

onde:

$E(m / I(t))$ é a expectativa ótima em relação à expansão monetária em $t+1$, condicionada à informação disponível em t ;

x^* é a tendência de crescimento real da economia.

Assim, a inflação prevista deve ser igual ao excesso do valor esperado da expansão do estoque de moeda, tendo em vista o conjunto de informações disponíveis em t , sobre a tendência de crescimento real da economia. Se por qualquer razão se espera que o governo vá ampliar o ritmo de expansão do estoque de moeda, o modelo novo-clássico aponta para uma expectativa de aceleração inflacionária imediata e de igual monta.

Assumindo que a inflação para os novo-clássicos normalmente segue o seguinte padrão:

26. 'A taxa de inflação racionalmente esperada é, portanto, a diferença entre o componente sistemático da taxa de crescimento da oferta monetária $E(m_t / I(t-1))$ e a taxa tendencial de crescimento econômico real x^* . Um aumento na taxa esperada de expansão da oferta monetária conduz imediatamente a um aumento na taxa esperada de inflação.' (Frisch, 1983, pp.134-135 - tradução e grifo próprios).

$$P(t+1) = P'(t+1) + e_1$$

onde:

e_1 é uma variável estocástica com $E(e_1) = 0$,

e, dada a expressão anterior para $P'(t+1)$, tem-se o seguinte modelo novo-clássico básico:

$$P(t+1) = E(m / I(t)) - x^* + a.H(t+1) + e_1$$

onde:

$H(t+1)$ corresponde ao erro expectacional na previsão da variação do estoque de moeda feita em t e cujo efeito sobre a inflação é parcial, a exemplo do que é previsto pelo modelo monetarista de inflação que vimos anteriormente.

Assim, o modelo novo-clássico de inflação sugere que esta percorre uma trajetória idêntica à das variações esperadas na taxa de expansão da moeda, descontada a taxa de crescimento real da economia, e subtraídos os erros expectacionais na previsão de expansão monetária e de choques estocásticos imediatos. Esta formulação, como será discutido à frente, é uma das bases alternativas para a interpretação inercial da "tendência" da inflação, tendo em vista a "inércia" que a expansão monetária acaba assumindo em algumas economias.

3.2.4 Alguns Pontos Críticos

Em primeiro lugar, cabem aqui todas as restrições já feitas com relação ao modelo monetarista, dado que este é o modelo econômico "relevante" assumido pela teoria novo-clássica. Em particular, referem-se à hipótese problemática de perfeita capacidade de ajuste dos mercados através das variações de

preços, à concepção de mercado de trabalho em que empregadores contratam trabalho segundo o valor de sua produtividade marginal e à idéia de que o estoque de moeda é exogenamente determinado e regula a renda nominal.

Além disto, cabe destacar que o conjunto de hipóteses assumido na noção de expectativas racionais é extremamente restritivo com relação ao efetivo comportamento dos agentes econômicos, o que torna seus resultados ainda mais discutíveis. Em particular, destaca-se o fato de que os teóricos das expectativas racionais supõem um comportamento muito especial dos agentes econômicos. Como bem sintetizou Simonsen, "... os modelos de expectativas racionais não apenas supõem que um conjunto de equações lineares ligue as variáveis endógenas às exógenas. Admitem também que os agentes econômicos as conheçam e nelas acreditem. Esse é o calcanhar de Aquiles da teoria." (Simonsen, 1983, p.447). O que está por trás do ceticismo de Simonsen, e que ele não explora, é a idéia da impossibilidade de aproximação coletiva de um único modelo da economia. As razões para isto não são difíceis de entender.

Em primeiro lugar, o sistema econômico não é repetitivo como os novo-clássicos supõem, o que impossibilita a trajetória convergente dos agentes econômicos em direção ao modelo "correto" da estrutura econômica. A noção de um comportamento repetitivo da economia pressupõe uma visão discutível de

estabilidade do sistema econômico²⁷ e uma ahistoricidade da economia. A permanente revolução do sistema econômico, que a história se encarrega de fazer, é uma das forças que diferenciam permanentemente os modos de analisar a economia. Além do mais, tratando-se de uma economia capitalista, os diversos atores econômicos não podem ser entendidos como uma unidade homogênea. Consequentemente, as formas de analisar o sistema econômico tendem a ser diferentes conforme a posição e a órbita de ação de cada um dos atores econômicos. Por último, como Keynes procurou mostrar, as expectativas são formadas em condições de incerteza e são muito diferentes de algo que possa ser calculado através de um processo probabilístico de inferência estatística. Sobre este ponto voltaremos mais adiante, quando for introduzida a idéia de Expectativas Condicionadas²⁸.

27. Veja as observações feitas no capítulo 2 sobre o caráter instável da economia capitalista.

28. Veja também as observações introdutórias que foram feitas sobre os padrões de formação de expectativas no capítulo 2.

3.3 Uma teoria marshall - kaleckiana com expectativas condicionadas e concepção de economia estável: neo-estruturalismo

A importância desta escola decorre de dois aspectos mutuamente relacionados. Em primeiro lugar, ela desempenhou um papel importante na difusão da hipótese da "tendência inercial" do processo inflacionário, que inspirou os recentes programas heterodoxos de estabilização econômica aplicados em diversos países. Em segundo lugar, trata-se de uma escola que vem ocupando espaço crescente no debate econômico, sobretudo nos países em desenvolvimento, colocando-se como uma alternativa analítica ao pensamento convencional. A análise neo-estruturalista, entre outras coisas, tem demonstrado quão ineficazes e problemáticas são as políticas de estabilização de corte monetarista²⁹.

Segundo Taylor (1983), a macroeconomia neo-estruturalista se caracteriza pelo fato de tomar a "estrutura" econômica como algo que efetivamente é importante na construção teórica: a diferenciação dos setores econômicos e principalmente a diferenciação dos papéis e das posições dos diversos agentes econômicos são reconhecidas como tais, não sendo diluídas numa

29. Veja o capítulo 11 de Taylor (1983).

única categoria homogênea³⁰. Em outras palavras, o neo-estruturalismo procura analisar a economia a partir de uma perspectiva distinta do pensamento convencional. A idéia básica é que a economia deve ser analisada não só através de suas relações macroeconômicas gerais, mas também tomando em consideração as especificidades e as relações entre os diversos setores e classes de uma particular estrutura econômica.

3.3.1 Conflito distributivo

Em decorrência desta concepção teórica, os neo-estruturalistas têm uma visão bastante distinta do processo inflacionário, em relação às examinadas até aqui. Para esta escola, o processo inflacionário deve ser entendido como resultante de um conflito distributivo: "A inflação é um indício de que uma economia capitalista está tentando varrer para debaixo do tapete o conflito de classes pela distribuição do produto." (Taylor, 1983, p.205 - tradução própria). No "curto prazo", trabalhadores e empregadores não aceitam reduzir sua participação na renda, o que significa que o *mark-up* permanece constante e que, portanto, a inflação segue o ritmo dos custos. No "longo prazo", quando, segundo esta escola, a economia está a plena capacidade

30. Para uma caracterização dos principais traços distintivos desta escola, veja Taylor (1983, cap.1). Para uma apresentação das principais diferenças entre esta escola e o estruturalismo, veja Heymann (1986).

produtiva³¹, a aceleração da inflação através da elevação do *mark-up* é a forma que a economia encontra para promover a poupança forçada necessária à ampliação do ritmo de crescimento além do nível associado à plena utilização da capacidade produtiva. Vejamos isto com um pouco mais de detalhe, esquematizando o pensamento neo-estruturalista para perceber melhor a dinâmica do conflito distributivo e suas consequências.

Em primeiro lugar, diferentemente da teoria convencional, deve-se reconhecer que existem duas classes básicas no capitalismo, com objetivos contraditórios. Os trabalhadores têm por objetivo mínimo não permitir reduções em sua renda real. Esta pode ser entendida como sendo igual aos seus salários nominais divididos por um índice de preços representativo de seus padrões de consumo:

$$w_r = w / (a.P_L + b.P_I) \quad (1)$$

onde:

w_r é o salário real;

w é o salário nominal;

31. Segundo o neo-estruturalismo, na economia operam mecanismos de ajustamento que tendem a levá-la para um equilíbrio dinâmico de longo prazo determinado por duas relações básicas - o equilíbrio externo e interno. Voltaremos a este ponto mais à frente.

P_L é o nível dos preços *flex*²²;

P_F é o nível dos preços *fix*;

a é a participação dos produtos com preços *flex* na cesta de consumo dos trabalhadores;

b é a participação dos produtos com preços *fix* na cesta de consumo dos trabalhadores.

Se por alguma razão os preços dos produtos *flex* consumidos pelos trabalhadores aumentam, há uma redução dos salários reais que, mais cedo ou mais tarde, será combatida pelos trabalhadores com uma pressão por aumento dos seus salários nominais. No entanto, isto tende a afetar o objetivo dos capitalistas no setor *fix*. Segundo Taylor (1983), os preços neste setor são formados pela seguinte regra de *mark-up*:

$$P = (1+z) \cdot (w \cdot b^* + e \cdot P_o^* \cdot a_o) \quad (2)$$

onde:

P é o preço fixado pelo produtor de um produto *fix price*;

32. Sobre o conceito e a dinâmica dos preços *flex* e *fix*, veja Hicks (1974).

z é a taxa de *mark-up*;

w é o salário nominal;

b^* é o coeficiente de mão-de-obra por produto³³;

e é a taxa de câmbio;

P_o^* é o preço em moeda externa dos insumos importados;

a_o é o coeficiente de uso de insumos importados por unidade de produto.

Tomando esta expressão em valores totais, ou seja, multiplicando-se ambos os lados pela quantidade de vendas (X) e isolando-se o lucro bruto, chega-se facilmente à seguinte expressão para a taxa de lucro³⁴:

$$r = u.z / (1+z) \quad (3)$$

onde:

r é a taxa de lucro;

33. O inverso da produtividade média do trabalho.

34. Para detalhes, veja Taylor (1983, cap.2).

u é o nível de utilização da capacidade produtiva.

Assim, a taxa de lucro é uma função do *mark-up* e do nível de utilização da capacidade produtiva. Desta maneira, dado um aumento nos salários nominais, na hipótese de ser impossível aumentar a utilização da capacidade produtiva, seguir-se-ia uma redução na taxa de lucro, tendo em vista a redução do *mark-up*, caso os preços ficassem inalterados. Isto pode ser constatado através da equação (4), que é uma transformação elementar da expressão (2):

$$z = P / (w.b^* + e.Po.^*ao) - 1 \quad (4)$$

Para que a taxa de lucro continue constante é preciso que os preços no setor *fix* também cresçam. No entanto, tais preços interferem no custo da cesta dos trabalhadores; o que faz com que haja uma nova pressão por aumento de salários que, por sua vez, leva a um novo aumento dos preços no setor *fix*, num processo que tende a ser convergente, caso os *mark-ups* e os salários reais desejados sejam estáveis. Para uma representação gráfica deste processo, veja o gráfico 4, onde se mostram as interações entre as três condições que sintetizam as reações dos empresários do setor *fix*, frente aos aumentos de salários, e as reações dos trabalhadores frente a aumentos de preços *flex* e *fix*, diante de um aumento inicial P_1 dos preços *flex* (supondo

estabilidade dos *mark-ups* e dos salários reais desejados). Algebricamente tais condições podem ser assim expressas :

$$\Delta w = w_r \cdot a \Delta P_L \quad (5)$$

$$\Delta P_L = (1+z) \cdot (\Delta w \cdot b^m) \quad (6)$$

$$\Delta w = w_r \cdot b \Delta P_x \quad (7)$$

onde:

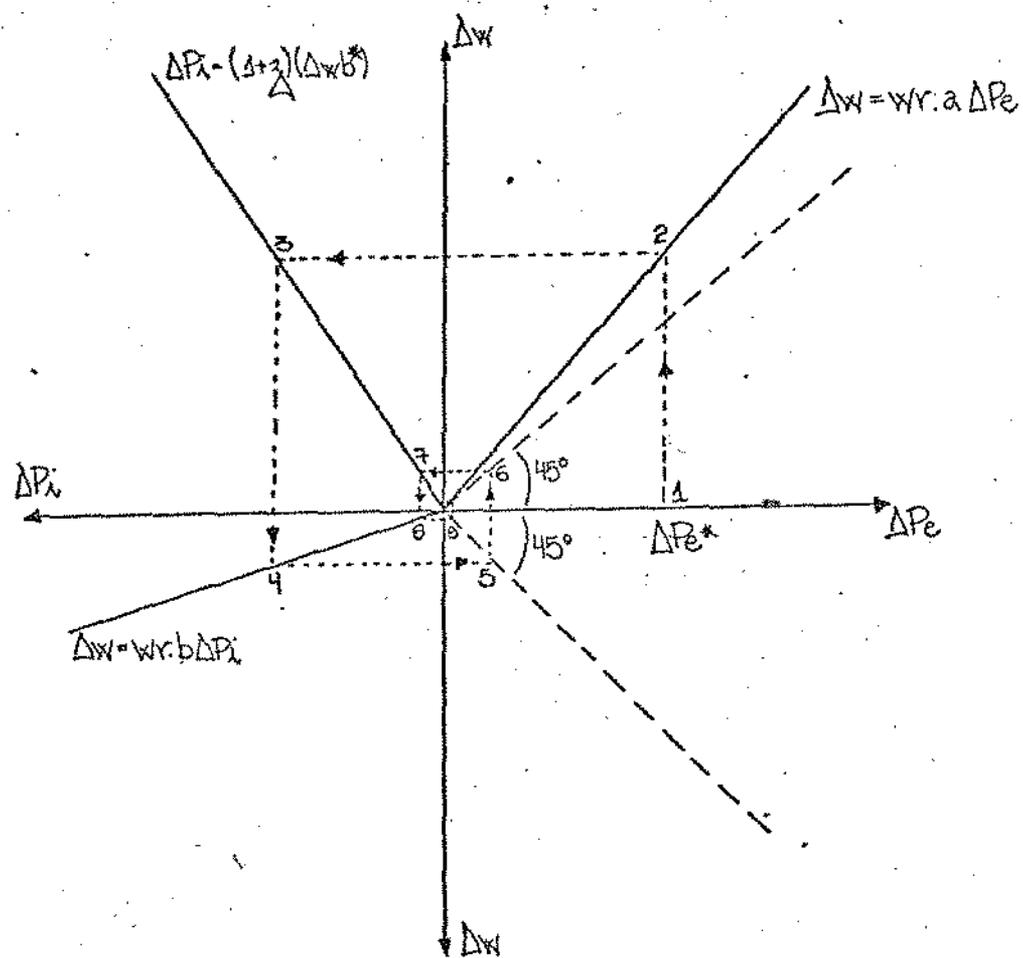
Δw é a variação absoluta dos salários nominais;

ΔP_L é a variação absoluta dos preços *flex*;

ΔP_x é a variação absoluta dos preços *fix*.

Importa ressaltar três pontos desta análise. Em primeiro lugar, um pequeno choque de preços no setor *flex*, associado à resistência dos trabalhadores a diminuir sua renda real, e dos empresários a diminuir sua taxa de lucro, leva a um aumento recorrente de preços no setor *fix*. Em segundo lugar, este processo é convergente devido à estabilidade dos *mark-ups* e dos salários reais desejados e à não reação dos preços *flex*. Em terceiro lugar, e esta é uma das contribuições da análise

GRÁFICO 4.



estruturalista, os choques provenientes do setor *flex* são recorrentes nas economias em desenvolvimento³⁵.

Além disso, é importante destacar que o conflito aparece também como expressão de um movimento, desencadeado por e próprio dos capitalistas, de busca de ampliação da taxa de acumulação ou, visto de outro lado, de tentativa de aumento da taxa de lucro. Conforme a expressão (3), a taxa de lucro é uma função direta do nível de utilização de capacidade e do *mark-up*. Quando se atinge a plena utilização de capacidade, segundo o argumento neo-estruturalista, a taxa de lucro só pode aumentar com elevação dos *mark-ups*, que se dá através da redução dos salários reais, mantidos constantes os demais determinantes da expressão (4) (veja gráfico 5). Segundo os neo-estruturalistas, enquanto

35. Ver Sunkel (1958). A essência do pensamento estruturalista foi sintetizada por Lopes: "Esta teoria explica a inflação como resultado da transformação estrutural que acompanha o desenvolvimento econômico. A industrialização e a transferência de população do campo para as cidades colocam pressão sobre uma oferta relativamente rígida de produtos agrícolas, forçando uma alteração de preços relativos em favor da agricultura que se reflete num aumento generalizado de preços. A rigidez da oferta de produtos agrícolas é explicada em função da estrutura da propriedade na agricultura e da impossibilidade de obter produtos agrícolas do exterior como resultado de uma limitada capacidade de importar da economia. Esta restrição do balanço de pagamentos em confronto com a demanda de importações gerada pela industrialização é também responsável por uma pressão inflacionária adicional, via desvalorização cambial ou redução da oferta de produtos anteriormente importados. Em todos os casos, porém, a essência do fenômeno é uma transformação estrutural que requer uma alteração de preços relativos que, na presença de certa inflexibilidade para baixo de alguns preços, só pode ocorrer via inflação. Obviamente, se essa inflação requerida não for sancionada por uma política passiva, a consequência será uma redução da taxa de crescimento da economia." (Lopes, 1979, pp.10-11).

houver capacidade ociosa o crescimento pode ser acelerado sem prejudicar os salários reais. Contudo, quando a capacidade for plenamente ocupada, o aumento da taxa de acumulação só pode ser feito através da poupança forçada dos trabalhadores, que se realiza pela redução dos salários reais de um lado e aumento dos *mark-ups* de outro. Tais relações estão sintetizadas no gráfico 5 que apresenta as condições necessárias para a compatibilização de taxas alternativas de crescimento do estoque de capital (g) com a identidade básica de equilíbrio estabelecida entre investimento e poupança, que na formulação de Taylor aparece como resultante do sistema abaixo³⁶ :

$$g + q - (s_r + 1/z).r = 0 \quad (8)$$

$$g = y_0 + [y_1 + (1+z).y_2/z].r \quad (9)$$

onde:

g é a taxa de crescimento do estoque de capital;

q é a relação entre exportações e estoque de capital;

l é a participação dos custos de insumos importados no custo variável;

36. Para os detalhes da dedução destas expressões, veja Taylor (1983, cap.2).

s_r é a taxa de poupança dos capitalistas;

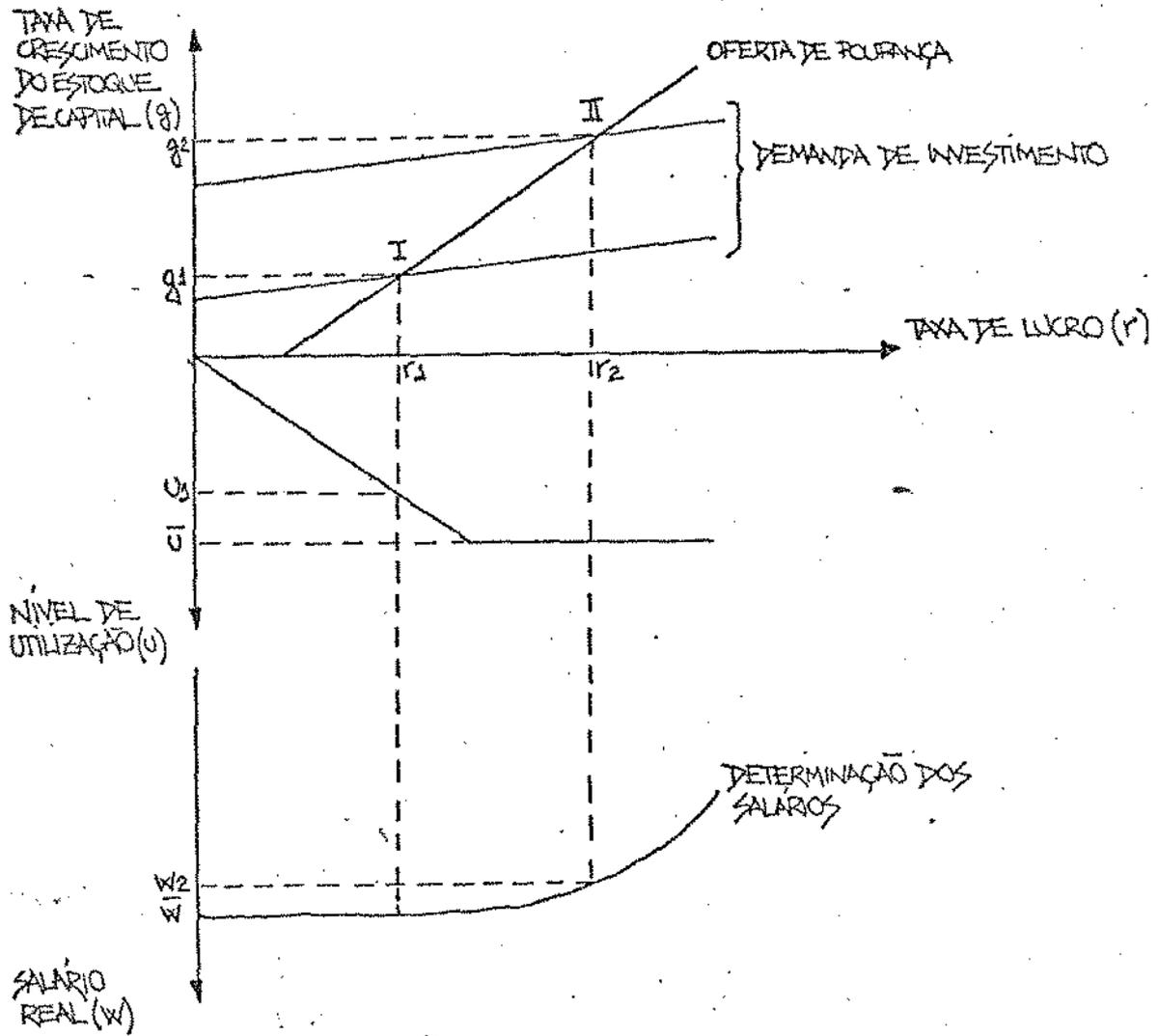
y_0 é o investimento que independe das condições correntes da economia - reflete o *animal spirits* dos administradores de empresas privadas e públicas;

y_1 é o coeficiente de aceleração dos investimentos dependentes da taxa de lucro;

y_2 é o coeficiente de aceleração dos investimentos dependentes do nível de utilização da capacidade produtiva.

Assim, uma aceleração da taxa de crescimento além de um determinado limite só é possível através de uma aceleração da inflação e de uma redução dos salários reais. Contudo, se isto ocorrer, tendem a surgir forças compensatórias. Em outras palavras, trata-se de uma situação potencialmente instável. Com a elevação da taxa de acumulação, a plena utilização de capacidade produtiva, o aumento da pressão por novos empregos e a inflação, é possível que os trabalhadores se fortaleçam e imponham uma recuperação dos salários reais ou até o seu crescimento. Segundo os neo-estruturalistas, isto significaria uma redução da taxa de lucro - conforme as expressões 3 e 4 - e uma redução dos investimentos, dada a função investimento implícita na expressão 9. Esta é a base teórica do entendimento dos processos inflacionários e dos ciclos econômicos para os neo-estruturalistas, conforme a própria síntese de Taylor:

GRAFICO 5.



EQUILÍBRIO MACRO COM AJUSTAMENTO POR UTILIZAÇÃO DE CAPACIDADE (PONTO I) E AJUSTAMENTO POR POUANCA FORÇADA (PONTO II)

"O resultado no médio prazo é o ciclo econômico e, num prazo mais longo, uma razoável estabilidade na distribuição funcional da renda. O quadro cíclico se apresenta da seguinte maneira: num primeiro momento, um *boom* de investimentos reverte a distribuição de renda em favor do capital através de poupança forçada. Mas à medida que o emprego aumenta ou a inflação se acelera, o trabalho ganha poder e força um aumento no salário real. As taxas de lucro caem, o investimento estagna, e o crescimento do produto declina. As reivindicações salariais arrefecem, a distribuição reverte-se em favor dos lucros e o cenário está pronto para mais uma expansão." (Taylor, 1983, p.205 - tradução própria).

Em suma, segundo a análise neo-estruturalista, a economia capitalista está marcada por um conflito permanente, que tende a levá-la a oscilações recorrentes, associadas a acelerações inflacionárias. Para minimizar os custos inerentes a estes processos, os capitalistas procuram celebrar contratos capazes de propiciar maior estabilidade às relações capital-trabalho.

3.3.2 Economias cronicamente inflacionárias e a indexação dos salários

Esta tendência ao conflito e à inflação, que é comum a todas as economias capitalistas, assume um caráter mais agudo nos países em desenvolvimento. Conforme foi observado anteriormente pelo

estruturalismo, as economias destes países estão submetidas a fortes e recorrentes pressões por mudanças de preços relativos. Conseqüentemente, elas tendem a ser cronicamente inflacionárias. Em função disto as relações contratuais, que são inerentes às sociedades capitalistas, tendem a assumir uma forma particular nas economias em desenvolvimento. Conforme Frenkel (1986) concluiu, após examinar os resultados de pesquisas em cinco países com economias cronicamente inflacionárias (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e Costa Rica), há uma tendência à indexação dos salários a um índice de custo de vida. "A conclusão mais geral que pode derivar das pesquisas comentadas é que, em processos de alta inflação, a indexação pela inflação passada é a forma normal a que tendem os reajustes periódicos de salários nominais, dos trabalhadores empregados." (Frenkel, 1986, p.34). Mais à frente o autor conclui que tal forma particular de contratos tende a ser "a forma normal a que tendem os reajustes periódicos de salários nominais", devido ao fato de esta ser a melhor maneira de minimizar os conflitos e os custos nas relações capital-trabalho em economias cronicamente inflacionárias. Tal conclusão fica clara em três passagens: "... os salários resultam de contratos implícitos que procuram minimizar custos de procura, informação e transação de trabalhadores e empresas, e estabilizar relações de trabalho". Mais à frente, "Se a norma está orientada para minimizar conflitos e estabilizar relações sociais, deve se basear numa informação de disponibilidade geral para cuja objetividade possa razoavelmente apelar-se" e, finalmente, procurando criticar

objeções dos que participam da hipótese de expectativas racionais contra o argumento da indexação: 'Neste sentido, torna-se um tanto quanto ingênuo um argumento que se costuma levantar a partir da perspectiva das expectativas racionais. Este sustenta que a indexação pela inflação passada supõe miopia sistemática ou irracionalidade dos agentes, pois implica que estes sempre esperam uma taxa de inflação futura igual à passada. Se se considera o tema à luz de condicionamentos mais amplos, como aqueles já mencionados, e se levam em conta os custos de informação e conflito, parece razoável pensar que estes contrapesem os possíveis custos resultantes de uma inflação futura maior ou menor que a precedente (particularmente num processo de alta inflação), e torna-se claro então que a indexação está longe de ser uma conduta irracional.' (Frenkel, 1986, p.40). Em suma, a idéia básica é que num ambiente cronicamente inflacionário os custos da obtenção de informação e de conflito são muito altos, e uma forma de minimizar tais custos é indexar os contratos de trabalho a um indicador de custo de vida.

3.3.3 Indexação dos salários, inércia e os componentes e determinantes da inflação

A percepção desta tendência à indexação dos salários para os neo-estruturalistas vai ser a base do desenvolvimento de sua hipótese de tendência inercial da inflação nas economias

cronicamente inflacionárias³⁷. Bacha (1982) parte da idéia de que numa economia capitalista os preços tendem a ser formados de acordo com uma expressão semelhante a (2):

$$P = z.(w.b + e.x_i.j_i) \quad (10)$$

onde:

P é o preço;

z é a força de *mark-up* (1 + margem proporcional de lucros sobre os custos variáveis);

w é o salário nominal;

b é o inverso da produtividade do trabalho;

e é a taxa de câmbio;

x_i é o preço em dólares dos componentes importados;

37. A rigor existem diversas alternativas para pensar a tendência inercial - este ponto será retomado à frente. Sobre a relação entre o desenvolvimento da hipótese de tendência inercial e os estudos sobre dinâmica salarial, Lopes, observou: "Esta hipótese inercial sobre a tendência inflacionária nos foi sugerida pelo estudo da experiência brasileira com política salarial." (Lopes, 1985)

j_i é o coeficiente de consumo de insumos importados por unidade de produto.

Admitindo que os salários nominais sejam indexados e que a taxa de câmbio seja reajustada através de um sistema de minidesvalorizações que mantenha continuamente uma dada paridade entre moeda nacional e dólar e, finalmente, supondo a constância dos parâmetros b e j , paridade fixada, pico de salário real e coeficiente de resistência salarial (relacionado à frequência dos reajustes), o autor mostra que as taxas de variação dos preços, salários e câmbio podem ser assim expressas:

$$\hat{P} = \hat{z} + l\hat{w} + (1-l) \cdot (\hat{e} + \hat{x}_1) \quad (11)$$

$$\hat{w} = h \cdot \hat{P} + (1-h) \cdot \hat{P}_{-1} \quad (12)$$

$$\hat{e} = \hat{P} - \hat{z} \quad (13)$$

onde:

\hat{z} representa que a variável está expressa em termos de sua variação no tempo;

l é a relação $z.w.b / P$;

h é o coeficiente de resistência salarial;

x é o nível de preços em dólares.

Em seguida, o autor admite que o *mark-up*, apesar de fixo a curto prazo, pode variar a longo prazo em função de um excesso de demanda, que ocorreria caso o crescimento desejado superasse as condições de equilíbrio entre poupança e investimento, conforme visto acima quando foi apresentado o argumento de Taylor, sintetizado no gráfico 5. Para representar isto Bacha sugere uma relação linear entre *mark-up* e utilização da capacidade produtiva:

$$\hat{z} = m \cdot (u - 1) \quad (14)$$

onde:

m é a velocidade de ajuste ($m > 0$);

u é o nível de utilização da capacidade produtiva ($u = 1$ indica nível normal de operação).

Tendo em vista esta expressão e as relações (11), (12), e (13), Bacha apresenta uma expressão completa para a taxa de variação dos preços:

$$\hat{P} = \hat{P}_{-1} + m.(u-1).(1-h) + (\hat{X}_i - \hat{X}).(1-1)/1.1-h) \quad (15)$$

Esta expressão divide a taxa de variação dos preços em três componentes, conforme a classificação de Simonsen (1970): "... a inflação passada é o 'componente realimentação'; a função do grau de utilização é o 'componente de regulagem de demanda'; a função da diferença entre a taxa de aumento dos preços dos insumos importados e a taxa de inflação do dólar é o 'componente autônomo' - que no caso também pode ser designado como componente de inflação importada ou choque externo." (Bacha, 1982, p.177).

Assim, quando os componentes de regulagem de demanda e de choque externo são nulos, ou seja, admitindo-se $u = 1$ e $\hat{X}_i = \hat{X}$, a expressão (15) indica que a inflação será igual à inflação passada. Nestas circunstâncias, portanto, a inflação se resume à sua tendência inercial³⁸. Este é em essência o argumento sobre a tendência inercial da inflação³⁹. Na ausência de choques externos (propriamente ditos ou de regulagem de demanda) a dinâmica inflacionária se resume a repetir seu comportamento passado.

38. Sobre a separação conceitual entre choque e tendência inflacionária, veja Lopes (1985).

39. A explicação do componente inercial, como já foi observado, pode variar, indo desde o argumento trabalhado por Frenkel, resumido acima, até outras explicações que serão apresentadas em seguida.

Além disso, o neo-estruturalismo procura dar uma explicação para o nível da inflação, que nos ajuda a entender melhor o desenho das políticas de estabilização inspiradas por esta escola. Nas palavras de Bacha, esta preocupação em dar uma explicação para o nível da inflação é apresentada da seguinte forma: "Quando $u = 1$ e $\hat{x}_i = \hat{x}$, tudo o que a equação (15) diz é que a inflação de hoje é igual à inflação de ontem, mas, como é determinado o valor desta taxa de equilíbrio inflacionário, é uma pergunta que não pode ser respondida a partir das considerações desenvolvidas até aqui." (Bacha, 1982, p.177).

Para responder a esta pergunta, o neo-estruturalismo parte da idéia de que as economias abertas giram em torno de um centro de gravidade estabelecido pela convergência de duas relações de equilíbrio básicas: o equilíbrio externo e o equilíbrio interno⁴⁰.

Segundo Lance Taylor, a economia aberta deve se ajustar de modo a satisfazer dois equilíbrios: "1. O déficit de transações correntes (poupança externa) deve igualar o investimento menos a poupança nacional. 2. O déficit de transações correntes deve igualar também a soma das importações (de bens de capital,

40. Estas duas relações de equilíbrio são a base sobre a qual são construídos todos os modelos neo-estruturalistas. Eles apresentam diversas formas, tanto em termos de detalhe como em termos dos pares de variáveis que obedecem às condições de equilíbrio. No entanto, como foi dito antes, partem sempre das mesmas relações de equilíbrio que todas as economias abertas deveriam atender.

intermediários e de consumo) e do pagamento de juros líquidos da dívida, menos exportações e outras receitas cambiais correntes líquidas, tais como remessas do exterior." (Taylor, 1983, p.6 - tradução própria). Na formulação de Bacha tais condições significam que, dados certos parâmetros macroeconômicos, uma economia só está numa posição estável, caso apresente um determinado par de crescimento dos preços (P) e do produto potencial (Y_K). Para demonstrar isto, em primeiro lugar ele mostra que as identidades básicas dos equilíbrios externo e interno podem ser representadas por curvas que estabelecem relações diretas entre as taxas de crescimento dos preços e as taxas de crescimento do produto potencial.

Os gráficos 6 e 7 apresentam estas duas relações. O gráfico 6 apresenta a curva $\Delta R = 0$, que indica os pares de taxas de crescimento do produto potencial e de inflação que permitem a satisfação da condição de equilíbrio externo. O gráfico 7, por seu lado, apresenta a curva SK , que indica os pares de taxas de crescimento do produto potencial e da taxa de inflação correspondentes às possíveis situações de equilíbrio interno⁴¹. Pontos fora destas curvas representam situações instáveis⁴². No

41. Para a dedução detalhada destas curvas e seus parâmetros macroeconômicos, veja Bacha (1982, caps.4 a 6).

42. Dentro desta concepção, a política econômica tem o papel de, a curto prazo, tornar mais rápido o processo de ajustamento ao ponto de equilíbrio E do gráfico 8 e, a médio prazo, modificar os parâmetros macroeconômicos de maneira a permitir que o equilíbrio macroeconômico se estabeleça segundo um par mais favorável de taxas de crescimento do produto potencial e de inflação.

GRÁFICO 6.

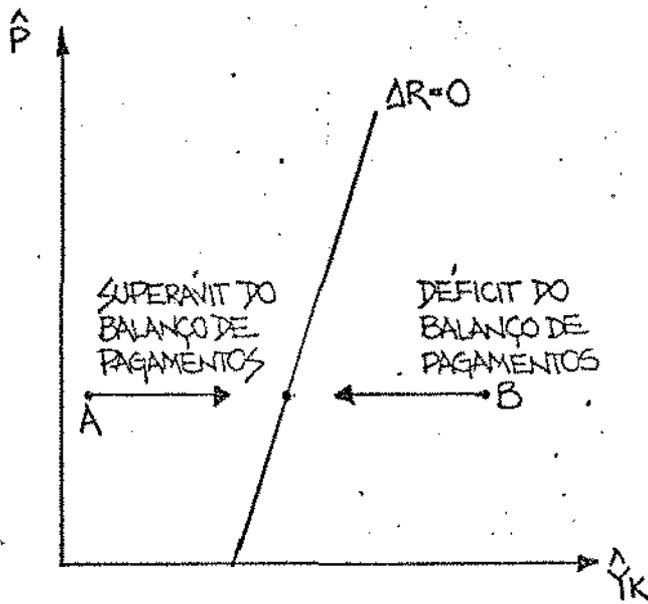


GRÁFICO 7.

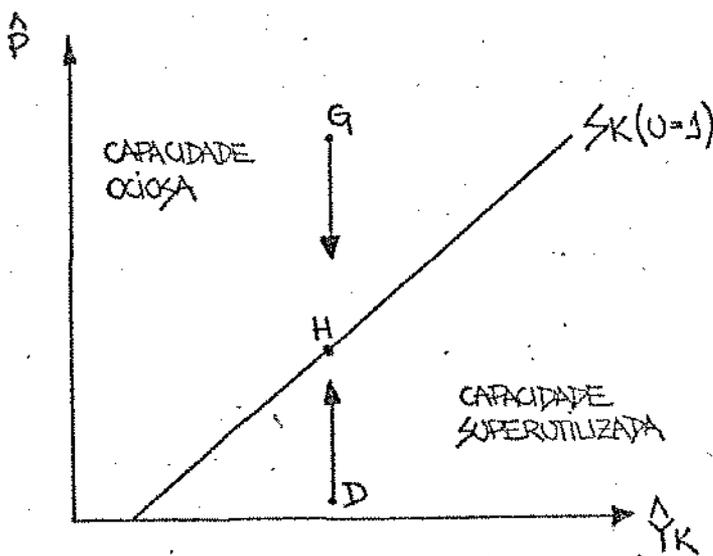
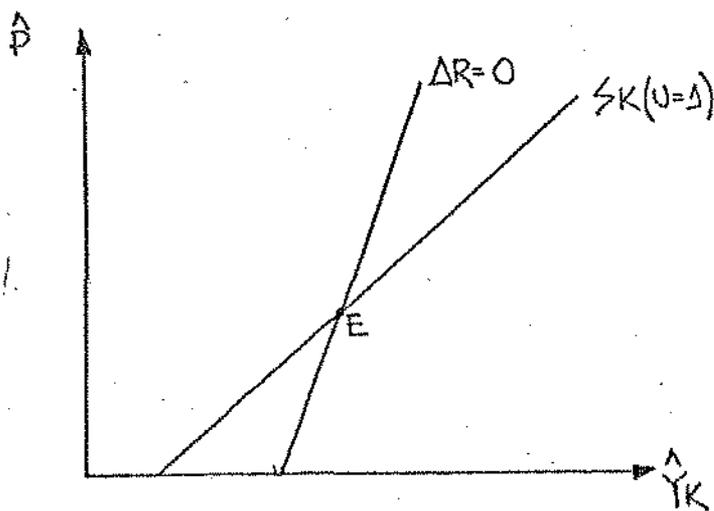


GRÁFICO 8.



que diz respeito ao equilíbrio externo, por exemplo, Bacha afirma: "Consideremos uma economia que, no curto prazo, esteja operando no ponto B do gráfico 6, admitindo, por ora, que a taxa de inflação seja um dado exógeno. Estando este ponto à direita de $\Delta R = 0$, haverá um déficit do balanço de pagamentos e, portanto, a economia estará perdendo continuamente suas reservas de divisas. Trata-se de uma posição insustentável no médio prazo. Duas coisas podem ocorrer. Por um lado, a perda de divisas corresponde a um enxugamento da massa interna de meios de pagamento. A menos que o Banco Central promova uma expansão compensatória do crédito interno, ocorrerá uma falta generalizada de liquidez, a qual cedo ou tarde causará uma redução da taxa de investimento privado." (Bacha, 1982, p.175). De forma semelhante, o autor entende que situações representadas por pontos fora da curva SK no gráfico 7 correspondem a situações de instabilidade: "Pontos abaixo de SK são posições de capacidade superutilizada, onde, portanto, a inflação estará se acelerando. Pontos acima de SK indicam situações de capacidade ociosa, para os quais, conseqüentemente, a inflação estará se desacelerando." (idem). Em outras palavras, o ajuste à curva SK é feito via aceleração ou desaceleração da inflação, enquanto situações de desequilíbrio externo são resolvidas por aceleração ou desaceleração do ritmo de expansão do produto potencial. Dado o fato de que estas duas curvas têm inclinações distintas⁴³ existe um único ponto (o ponto E do gráfico 8), ou seja, um

43. Bacha explica as razões da inclinação maior de SK na p.180 da obra citada.

único par de taxas de crescimento do produto potencial e de inflação que permite uma estabilidade correspondente às condições de equilíbrio geral (interno e externo)⁴⁴.

3.3.4 Outras explicações para a inércia inflacionária

Antes de comentar a importância e as limitações do pensamento neo-estruturalista sobre a questão inflacionária, deverse registrar, ainda que de forma breve, que existem explicações alternativas para a tendência inercial da inflação. Além da explicação de Frenkel, que dá uma fundamentação teórica à institucionalização da indexação dos salários, há duas outras: uma de inspiração novo-clássica e uma inspirada na teoria dos jogos.

Como vimos anteriormente, o modelo novo-clássico sugere que a inflação é igual à expectativa de expansão monetária mais dois componentes, um relativo a erros de previsão da expansão monetária e um referente a choques estocásticos. Em outras palavras, a melhor projeção da inflação corresponde à projeção da expansão monetária, descontada da taxa prevista de crescimento real. Esta é a conclusão básica do modelo novo-clássico. Quando, por alguma razão, a melhor previsão da

44. Para uma discussão ampliada dos parâmetros macroeconômicos que definem os equilíbrios interno e externo, veja Taylor (1983), especialmente no que diz respeito aos aspectos monetários e financeiros (Cap. 5 e 6).

expansão monetária incremental em relação à taxa prevista de crescimento real passa a ser a inflação passada, a inflação torna-se inercial⁴⁵. Trata-se, a rigor, de uma explicação sobre o caráter "não inercial" do *momentum* da inflação ou, se se quiser, uma explicação da reprodução das taxas de inflação a partir da "inércia governamental". Nas palavras de Sargent, "Uma visão alternativa de 'expectativas racionais' nega a existência de qualquer *momentum* inerente ao processo inflacionário presente. Essa visão sustenta que firmas e trabalhadores passaram a esperar elevadas taxas de inflação no futuro, e que disputam reajustes à luz destas expectativas. Sustenta-se, porém, que as pessoas estavam esperando altas taxas futuras de inflação justamente porque as políticas monetária e fiscal do governo, tanto atuais como prospectivas, sancionavam tais expectativas." (Sargent, 1982 - tradução própria).

A outra explicação para a tendência inercial é de inspiração tobiniana e se baseia na teoria dos jogos. A idéia básica é que a inércia decorre daquilo que pode ser chamado de "interdependência estratégica entre os agentes privados". Na verdade, o comportamento racional dos indivíduos, além de

45. No caso do Brasil, conforme o argumento de Arida (1984), dadas as particularidades do sistema financeiro brasileiro, onde os depósitos de poupança são indexados à inflação passada e a taxa de remuneração de tais depósitos é pré-fixada, uma elasticidade significativamente diferente de um em termos de expectativa de expansão monetária em relação à inflação passada não seria consistente com uma perspectiva de estabilidade financeira. Sobre o conceito de elasticidade de expectativas, veja Hicks (1946).

A idéia básica de Tobin (1981) é de que a inércia decorre do fato de que os agentes econômicos tendem a seguir um padrão inercial de reajuste de preços, pois fazendo assim minimizam seu risco. Em um contexto de ausência de coordenação nas decisões, os agentes tendem a assumir tal comportamento pois a perda líquida esperada por eles no caso de uma redução no ritmo de reajuste dos preços superior ao decidido pela maioria dos agentes seria maior do que a perda líquida que seria sofrida caso se mantivesse um ritmo de reajuste de preços mais elevado do que o optado pela maioria. Nas palavras de Tobin: "Mais precisamente, é um jogo de $n+1$ pessoas, com os n grupos privados jogando principalmente uns contra os outros. Cada um está interessado no seu volume de emprego ou vendas, é claro, mas também no seu salário ou preço reais em relação àqueles dos outros grupos. Sua linha de menor resistência, de menor risco aparente, é seguir o padrão inercial esperando um comportamento semelhante dos demais. O resultado (...) é geralmente um volume baixo mas sem perda de status relativo. E se outros deflacionarem, você ganhará na renda real e na posição relativa e perderá menos no volume. Por outro lado, se você deflacionar sem garantia de que os outros o acompanharão, corre risco de grande perda de renda real e de status em troca do que provavelmente seria um pequeno ganho em volume." (Tobin, 1981, p.26 - tradução própria).

3.3.5 A importância e os limites da análise neo-estruturalista

A concepção da hipótese da tendência inercial nas economias cronicamente inflacionárias foi, sem a menor dúvida, uma importante contribuição do pensamento neo-estruturalista que, assim, demonstrou cabalmente os problemas que tendem a ser gerados pela implementação de políticas de estabilização de corte ortodoxo⁴⁷. Todavia, o pensamento neo-estruturalista não chegou a desenvolver uma teoria que de fato permitisse entender o processo inflacionário contemporâneo em sua totalidade. Explico melhor: o neo-estruturalismo sugere que a inflação tem dois componentes: um de choque e um de tendência. Estes choques são entendidos como movimentos exógenos e que devem ser analisados *ad hoc*⁴⁸. Tal conclusão, segundo creio, decorre do fato de assumirem uma concepção estável da estrutura econômica. Esta concepção está implícita no modelo básico de formação de preços utilizado na análise neo-estruturalista. Vejamos porque.

47. Sobre os problemas criados por tais políticas de estabilização, há uma vasta literatura, na qual se destacam Taylor (1983), Foxley (1983), Dornbusch (1982) e Diaz-Alejandro (1981).

48. A diferença de tratamento dos choques externos dado pelo estruturalismo e pelo neo-estruturalismo deve ser entendida nos distintos contextos do debate com as correntes convencionais. Na discussão dos anos 50/60 com os monetaristas de então, o estruturalismo procurava destacar os choques como algo endógeno ao processo global de desenvolvimento. Com a aceleração dos processos inflacionários nos anos setenta, e a crescente importância dos "mecanismos de propagação", a principal "arma" de combate ao receituário monetarista passou a ser o destaque ao componente inercial. No contexto desta "nova" discussão, a preocupação, agora dos neo-estruturalistas, passou a concentrar-se nos fenômenos conjunturais, nos quais os choques assumiram uma forma exógena.

A idéia de que o *mark-up* é fixo a curto prazo e varia a médio prazo apenas com o excesso de demanda parece-me discutível. O processo de definição dos preços por parte dos empresários tem tido um papel importante na aceleração da inflação, tendo em vista as atuais condições do capitalismo⁴⁹, especialmente no que diz respeito às economias em processo de ajustamento.

O problema básico do neo-estruturalismo no que tange a esta questão é que ele trabalha com o suposto de "preços normais". No entanto, pressupor preços normais é de certa maneira pressupor que a economia tem uma estrutura estável. O que quero dizer com isto? Que a aceitação da hipótese de preços normais significa pressupor que os empresários assumem a expectativa de que os custos tendem a variar em torno de cifras predizíveis e que as quantidades vendidas tendem a oscilar em torno de um nível planejado de produção. Em outras palavras, pressupõe-se, basicamente, a economia operando em condições de estabilidade. Vejamos isto com mais detalhe.

A idéia básica dos modelos de "preços normais" é que os preços são formados segundo uma regra simples de *mark-up* fixo, e que, portanto as empresas capitalistas funcionam como meras repassadoras de custos. Tais condições de "normalidade" na

49. Desde o início dos anos setenta, o capitalismo tem apresentado uma instabilidade acentuada no comportamento dos diversos mercados financeiros, de câmbio e de *commodities*. Veja Tavares e Belluzzo (1986).

formação dos preços decorreriam do fato de que os capitalistas, num período de 'estabilidade', estariam confiantes na ocorrência de oscilações relativamente pequenas e convergentes em torno de um nível predizível da demanda e na expectativa de custos que apresentariam um coeficiente de variação considerado insignificante em torno de uma tendência também predizível. Tais expectativas permitiriam, de um lado, acreditar num volume médio de vendas durante um conjunto de períodos de sorte a garantir, a médio prazo, uma remuneração adequada ao capital aplicado⁵⁰, e de outro lado estabelecer contratos estáveis de trabalho, suprimento e crédito⁵¹. Nestas condições, a inflação dependeria apenas do ritmo do aumento dos custos que, por sua vez, na ausência de choques inflacionários, seria função direta da inflação passada (no caso dos países com inflação crônica).

À parte a pressuposição questionável da existência de mecanismos de ajustamento automático que garantiriam um nível de utilização normal da capacidade produtiva, ainda mais em condições de ajustamento, é preciso destacar que a pressuposição de custos normais é extremamente discutível nas condições atuais. Este problema foi discutido por Tavares e Belluzzo (1986), para quem o modelo de preços normais está baseado na idéia de que é

50. De acordo com a expressão (3), a taxa de lucro depende do valor esperado de utilização da capacidade produtiva e do *mark-up*. Portanto, trabalhar com *mark-up* fixo pressupõe a expectativa de uma certa estabilidade no grau de utilização de capacidade produtiva.

51. Sobre este ponto, veja Davidson (1972, caps. 3 e 6) e Tavares e Belluzzo (1986).

possível definir os preços como preços planejados de acordo com uma relação estável com os custos (*mark-up* fixo). Dado o fato de a produção levar tempo, os preços só poderiam ser assim planejados caso fosse possível conhecer preliminarmente os custos que prevaleceriam durante o período de produção. Tal conhecimento prévio pressupõe a celebração de contratos estáveis de trabalho, suprimentos e crédito. Quanto à celebração de contratos de oferta de mão-de-obra, ainda é possível imaginar-se esta situação. Contudo, o capitalismo contemporâneo dificulta o estabelecimento de contratos estáveis de crédito e suprimentos. O motivo alegado pelos autores é que o rompimento do padrão monetário internacional convulsionou o processo de formação das taxas de juros, câmbio e preços das matérias-primas e, com isto, as expectativas dos ofertantes, além de ter potenciado a insegurança dos compradores com relação à estabilidade dos contratos celebrados⁵².

Não havendo a possibilidade de contratos estáveis, os agentes produtivos são obrigados a estabelecer seus preços tendo em conta uma expectativa de evolução incerta dos custos. Tavares e Belluzzo (1986) sugerem que diante disto teríamos agora um sistema de preços flexíveis: "A incerteza sobre o custo de uso

52. "Os preços deixam de ser 'normais' porque o cálculo dos preços de produção de longo prazo envolve, agora, custos de uso (oportunidade) do dinheiro e das matérias-primas estratégicas (sobretudo minerais) inteiramente 'anormais'. Anormais não apenas por serem altos o juro ou o preço do petróleo, mas porque flutuam inesperada e acentuadamente a curto prazo e o seu custo de uso de longo prazo tende a ser revisto abrupta e arbitrariamente." (Tavares e Belluzzo, 1986).

dos estoques de matérias-primas e sobre o valor atualizado da dívida passada são os dois elementos decisivos para converter o modelo de *fix-flex prices* num modelo de preços flexíveis". Esta última proposição, contudo, parece-me discutível. Do meu ponto de vista, por mais que as decisões de preços sejam revistas, continua havendo uma rigidez no processo de fixação de preços que decorre da existência de lapsos temporais entre os momentos de decisão de preços e a determinação dos custos efetivos. Assim, acredito que as decisões de preços, ainda que diante da evolução incerta dos custos, são decisões de "preços regidos" (fixos ou reajustáveis segundo alguma norma explícita) estabelecidos em contratos fixos por um período, por mais curto que seja. Tratam-se, portanto, de decisões que envolvem expectativas e implicam risco.

Para uma idéia melhor das implicações deste fato, talvez seja útil recordar o argumento de Frenkel (1979), ainda que circunscrito à análise de uma situação episódica de choques inflacionários determinados exógena e aleatoriamente.

O seu argumento preliminar pode ser assim resumido: os *mark-ups* ficam estáveis somente se os agentes que decidem preços esperam que os custos continuem crescendo à taxa de crescimento do período anterior. No entanto, se houver expectativa de elevação no ritmo de expansão dos custos, os *mark-ups* serão "inchados" por este incremento. Como Frenkel demonstrou, a existência de um

tempo de produção introduz um elemento que complica a definição dos *mark-ups* em ambientes inflacionários. Em tais ambientes, o *mark-up* tem dois componentes: um relativo ao *mark-up* desejado, que garante a efetiva remuneração do capital, e outro relativo à expectativa de aumento nominal dos custos. Quando, por alguma razão, este segundo componente tende a se acelerar, ou seja, quando se espera um incremento no ritmo de expansão dos custos, os *mark-ups* crescem preventivamente, de maneira a evitar seu esmagamento *ex-post*. Com isto, ocorrendo um choque inflacionário na economia, os agentes produtivos em todos os segmentos passam a esperar um aumento na variação de seus custos. Consequentemente, eles procuram aumentar preventivamente seus *mark-ups*. Mas de que magnitude? Se errarem para baixo, perdem pelo aperto das margens. Se errarem para cima, perdem pela diminuição das quantidades vendidas. Trata-se de uma escolha sob risco. Frenkel mostrou que um processo racional de decisão conclui por um viés no sentido de se evitar o erro de subestimação da evolução dos custos. Assim, quando ocorrem choques inflacionários, surge um elemento acelerador que corresponde ao viés de superestimar as expectativas de evolução dos custos⁵³.

53. Se a aceleração inflacionária for exatamente igual à prevista, a ação empresarial não incrementará em nada a aceleração da inflação decorrente do choque original. Todavia, havendo um "erro" para cima decorrente das práticas defensivas, haverá um incremento na aceleração inflacionária.

Vejam os agora as implicações do argumento de Frenkel, tendo em vista a posição mais geral e relevante de Tavares e Belluzzo. Com o rompimento do padrão monetário internacional, a expectativa de significativas e recorrentes variações nos custos fez com que o comportamento circunscrito a situações episódicas de "choque" sugerido por Frenkel passasse a ser a regra. Assim, fica completamente inviabilizado o uso da noção de normalidade na formação de preços, ainda que a concepção teórica mais geral de duas lógicas de preços (*fix* e *flex*) continue sendo válida, ao contrário do argumento de Tavares e Belluzzo. A diferença agora é que os *mark-ups* desejados são revistos a cada período, e sempre incorporam uma margem de proteção, tanto maior quanto maior a instabilidade da economia.

Em resumo, a idéia de normalidade na formação de preços só se sustenta como hipótese simplificadora do processo de decisão de preços em condições de estabilidade. Numa economia com inflação crônica e sujeita a inúmeros choques e a políticas de ajustamento, e inserida num contexto internacional em que não haja mais parâmetros para o estabelecimento de "preços normais" de câmbio, juros e matérias-primas, não se sustentam as análises que utilizam uma regra de *mark-up* fixo.

Finalizando, estas observações foram feitas no sentido de mostrar a necessidade de uma elaboração teórica capaz de dar conta dos mecanismos que, em condições de alta instabilidade,

tendem a fazer com que os *mark-ups* desejados assumam o papel de acelerador fundamental dos preços, o que não elimina a possibilidade de acelerações decorrentes de choques exógenos. Para tanto, é preciso repensar o processo de formação de preços e *mark-ups* desejados. A nossa proposição é de que os preços não correspondem nem a um ajuste de demanda e oferta, nem a um ajuste entre fluxos de custos e receitas correntes. Trata-se, na verdade, de uma variável crucial do processo de acumulação de capital. Não no sentido de que a determinação dos preços seja feita em direção a uma valorização sem limites, mas simplesmente no sentido de que o processo de determinação dos preços, de um lado, em hipótese nenhuma pode representar um processo de descapitalização e, de outro lado, deve servir como instrumento alternativo de financiamento da expansão do capital. Assim, é preciso repensar o processo de formação de preços como um momento do processo mais geral de valorização de capital. Em outras palavras, é necessário construir uma mediação teórica que permita analisar a formação de preços de maneira conectada com a lógica relativa ao processo de valorização de capital, que, num contexto de elevada instabilidade como o atual, impõe àquele processo determinações que uma simples regra de *mark-up* fixo não pode representar.

4. UM MARCO TEÓRICO PARA A ANÁLISE DAS VARIACÕES CONJUNTURAIS DOS *MARK-UPS* DESEJADOS

4.1 Introdução

Considerando as observações feitas até aqui, acredito que, do ponto de vista teórico, seja necessário repensar o processo de formação de preços em economias capitalistas para formular uma representação suficientemente geral deste processo, que independa de características especiais propiciadas por uma eventual situação de baixa instabilidade implícitas na representação particular sintetizada pela regra de *mark-up* fixo sobre os custos diretos.

O meu ponto de partida é elementar. A dinâmica dos preços não pode ser explicada nem pela lógica walrasiana da racionalização otimizadora das trocas de uma produção dada, nem pela lógica imediata da disputa intersetores e interclasses por uma determinada renda. O processo de formação dos preços é, antes de mais nada, uma dimensão do processo de valorização dos capitais, e é a partir dos aspectos essenciais desta dinâmica

1. Para uma crítica à visão tradicional do papel dos preços e uma proposição deste papel numa economia capitalista, veja Minsky (1986, Cap. 7).

que devem ser construídos teoricamente os processos de formação dos preços e dos *mark-ups* desejados².

Em primeiro lugar, os preços e os *mark-ups* desejados, assim como os níveis de produção, são decididos tendo em vista a estratégia de expansão dos oligopólios³. Ou seja, as decisões de investimento estão imbricadas com as decisões de *pricing* e programas de produção. Contudo, pensar em investimento é, como alertou Minsky, também pensar em seu financiamento⁴. Dito de outro modo, os processos de decisão de preços, *mark-ups* desejados, quantidades produzidas, investimentos e padrão de financiamento não são isolados. Ao contrário, são várias dimensões de um único processo de definição da estratégia de acumulação dos capitais particulares.

2. Estou me referindo a *mark-up* desejado, que é distinto de *mark-up* realizado. Enquanto o primeiro é objeto de decisão dos capitais particulares, e determina parcial mas diretamente a dinâmica inflacionária, o segundo é uma variável-resultado dependente de um conjunto de decisões e de suas interações que, só indiretamente, através de sua influência no processo de decisão dos subsequentes *mark-ups* desejados, pode vir a influenciar a dinâmica inflacionária.

3. Nem todos os preços são determinados diretamente pelos oligopólios. No entanto, numa economia com estrutura produtiva significativamente complexa, o peso e a inserção dos oligopólios na matriz produtiva, particularmente no que respeita às indústrias de bens de produção, tendem a condicionar de forma decisiva a evolução dos demais preços, ainda que se observem divergências de ritmo no curto prazo.

4. Sobre este ponto, ver também Wood (1975).

Além de não estarem isolados, os processos de definição dos preços e *mark-ups*, enquanto dimensões particulares da definição da dinâmica de acumulação dos capitais particulares, realizam-se a partir de estruturas determinadas. Dito de outro modo, a arbitragem estratégica dos capitais particulares é realizada tendo em vista a existência dos demais capitais particulares. Assim, a concorrência, através das estruturas de mercado, estabelece o espaço de realização das arbitragens particulares dos preços. Esta determinação estrutural dos *mark-ups* desejados, conforme mostrou Possas (1985), reflete em última instância as barreiras à entrada em cada indústria. Suas variações correspondem a mudanças de caráter estrutural das indústrias e da economia⁵.

Finalmente, mas não menos importante, cabe destacar que os *mark-ups* e os preços são determinados num contexto de incerteza. A dimensão temporal da produção capitalista impõe à definição dos preços um caráter especulativo decorrente da incerteza com relação à evolução temporal das relações preços/custos. Assim, as decisões de produção e preços são também decisões de uso de capitais cuja perspectiva de valorização é incerta. Tais decisões, ao estabelecer margens de proteção contra perdas potenciais de capital decorrentes do seu uso, condicionadas à

5. Este é um assunto de fronteira da organização industrial que vem ocupando os especialistas desta área de trabalho interdisciplinar. Sobre os principais determinantes estruturais dos *mark-ups* e seu significado, veja as observações de Possas (1985).

posição estrutural das empresas, são também decisões especulativas, o que atribui aos preços e aos *mark-ups* também uma dimensão expectacional. Esta dimensão, num contexto de alta incerteza, tende a assumir um papel preponderante na formação dos preços, como será visto mais à frente.

O meu objetivo neste capítulo é estabelecer um marco teórico para o estudo das variações conjunturais dos *mark-ups* desejados. Para tanto, pretendo propor uma síntese teórica das determinações estratégica e expectacional dos *mark-ups* e dos preços, dado um conjunto de estruturas de mercado.

O capítulo está dividido em quatro seções. Depois desta introdução, será apresentada uma síntese dos principais argumentos pós-keynesianos sobre aquilo que chamo de determinação estratégica dos *mark-ups* desejados. Em seguida procurarei recuperar o conceito de custo de uso elaborado por Keynes, que, a meu juízo, é apropriado para representar a determinação expectacional dos *mark-ups* desejados. Finalmente, proponho uma integração analítica destas duas determinações, dado um conjunto de estruturas de mercado e da economia, sintetizada em uma fórmula geral para os *mark-ups* desejados.

4.2 A "nova microeconomia" e a dimensão estratégica dos "mark-ups desejados"

A literatura não convencional de microeconomia vem desenvolvendo uma série de contribuições importantes para a formulação de um marco teórico alternativo à análise estático-marginalista da firma e da indústria que caracteriza o pensamento convencional⁶. Segundo Eichner (1985), estes trabalhos já constituem um corpo teórico alternativo à análise neoclássica, que poderia ser chamado de a "nova microeconomia": "Há muito os economistas estão cientes de que a teoria microeconômica ortodoxa tem pouca relevância para a situação atual. O que geralmente não percebem é que agora existe um corpo teórico alternativo ... não menos abrangente nem menos coerente (que) corresponde com muito maior precisão ao que pode ser observado no mundo real da empresa corporativa. Essa formulação teórica alternativa, que representa uma síntese de certas idéias oriundas das literaturas

6. Para uma síntese crítica de grande parte destas contribuições, veja Possas (1985).

gerencial⁷, behaviorista⁸, institucionalista⁹ e pós-keynesiana¹⁰, pode ser denominada a nova microeconomia." (Eichner, 1985, p.28 - tradução própria).

Em um trabalho anterior, ele colocou de forma sintética a crítica da "nova microeconomia" em relação à ortodoxia, no que diz respeito à determinação dos preços em oligopólio: "Para uma compreensão de como os preços são determinados sob oligopólio é necessário examinar não as condições que afetam a firma individual no curto prazo, mas antes, as condições que afetam a indústria como um todo no longo prazo. Essa extensão da análise a múltiplos períodos não só introduz o tempo como um fator, mas significa também que as decisões de fixação de preços não podem ser descoladas do planejamento do investimento da indústria." (Eichner, 1976, p.55 - tradução própria).

Eichner (1973, 1976, 1985) formulou um modelo representativo da "nova microeconomia" no que respeita à formação de preços. Tal

7. Marris (1963); Marris e Wood (1971); Baumol (1967); Wood (1975); J. Williamson (1966).

8. Simon (1955); Cyert e March (1963); Morsen e Downs (1965); D. Williamson (1964). O trabalho do grupo britânico paralelo inclui Andrews e Brunner (1975); Wilson e Andrews (1951); Downie (1958); Wiles (1956); Penrose (1959); Loasbey (1976).

9. Means (1962); Kaplan et al (1958); Clark (1961).

10. Kalecki (1954); Sraffa (1960); Steindl (1952); Robinson (1962); Sylos-Labini (1962, 1974); Vickers (1968); Eichner (1973, 1976); Pasinetti (1981); Marris (1964); Coutts, Godley e Nordhaus (1978).

modelo propicia um esquema analítico que, a um só tempo, sintetiza as principais contribuições desta já vasta literatura microeconômica alternativa, especialmente no que tange àquilo que estamos chamando de determinação estratégica dos *mark-ups* desejados, e facilita a integração teórica que pretendo realizar em seguida com a noção de custo de uso, de maneira a se estabelecer um marco teórico apropriado à análise conjuntural dos *mark-ups* desejados.

Eichner (1985), a exemplo de seus trabalhos anteriores, parte da idéia de que no capitalismo contemporâneo as decisões de preços estão articuladas e subordinadas à estratégia de expansão dos oligopólios¹¹. No trabalho realizado em 1976, ele apresenta no capítulo 2 a natureza da *megacorp* que, segundo ele, se distingue: a) pela diferenciação entre gerência e propriedade da firma; b) pela operação de multifábricas; e c) pela participação em pelo menos uma indústria oligopolista. Ainda nesse capítulo, ele define oligopólio e mostra que, apesar das regulamentações antitruste, existem mecanismos de coordenação entre as empresas em oligopólio que fazem com que não haja concorrência através de guerra de preços. Ao contrário, as empresas tendem a coordenar suas decisões através de um sistema de liderança de preços em que a empresa-líder, em geral mas não necessariamente a maior, estabelece o preço que deverá prevalecer no curto prazo. Assim, esta empresa desempenha o papel de representativa da indústria

11. Eichner trabalha com a idéia de uma *"Corporate Economy"* cujos aspectos essenciais estão sintetizados nas pp. 29 a 35.

na medida em que ela procura estabelecer os preços da melhor maneira para a indústria tendo em vista tanto o seu crescimento máximo como a estabilidade da estrutura industrial: "Ainda que as leis dos Estados Unidos proibam os membros de qualquer indústria de discutir preços entre si, existem vários canais informais de comunicação. Entrevistas concedidas a revistas de negócios, declarações em assembleias de acionistas e manifestações públicas similares por parte de representantes da *megacorp* atuam no sentido de criar um consenso abrangendo toda a indústria, consenso este que o líder de preços tem que levar necessariamente em consideração antes de tomar a sua decisão de preços. Isso não exclui que o preço efetivamente fixado seja provavelmente calculado de forma a avançar os interesses próprios do líder de preços, ou que os outros membros da indústria escolheriam algum outro valor caso a decisão lhes coubesse. Mas - e é essa a premissa na qual será baseada a análise que segue - o líder de preços, ao decidir acerca de um determinado preço, age, na verdade, no interesse de toda a indústria."¹² (Eichner, 1976, p.42 - tradução própria). Assim, a prática de preços por liderança e a possibilidade do uso da idéia das decisões da líder como representativa das decisões da indústria decorrem da natureza estrutural do mercado em que a destruição coletiva é algo a ser evitado: "Falar da indústria nesse contexto significa, naturalmente, referir-se à *megacorp* líder de preços. Sua prática de atuar como representante de suas

12. Cf. Henderson (1954); Almarin Phillips (1960); veja também Almarin Phillips (1961, 1962).

companheiras oligopolistas procede de uma necessidade real - a necessidade por parte da indústria de evitar concorrência de preços, que seria destrutiva para todos os seus membros." (Eichner, 1976, p.55 - tradução própria).

Eichner, através de seu modelo, procura mostrar que o processo de decisão dos preços está subordinado à lógica de arbitragem da composição de financiamento de um conjunto de investimentos entendidos como estratégicos à lógica de expansão dos oligopólios.

Eichner sintetiza este processo através do gráfico 1, no qual a variação desejada nas margens de lucro sobre os custos médios de produção (mb , quadrante superior esquerdo) é determinada a partir da quantidade e composição dos fundos necessários aos investimentos adicionais que otimizarão a posição da empresa-líder a longo prazo. O total de fundos (F_c) é composto por uma parcela de origem interna (F_b) e por outra de origem externa ($F_c - F_b$): "Ele (o preço) é determinado com base no preço anteriormente prevalecente na indústria e na variação daquele preço necessária para prover à *megacorp* líder de preços os fundos de investimento adicionais¹⁹ necessários para otimizar sua posição de mercado de longo prazo - desde que a taxa de juros implícita incidente sobre esses fundos internos adicionais

19. Eichner refere-se aqui aos investimentos que não podem ser financiados através do nível corrente das margens de lucro.

não seja maior que o custo dos fundos externos." (Eichner, 1976, p.101 - tradução própria). Vejamos isto com mais detalhe..

É evidente que a ampliação das margens sobre os custos médios de produção representa uma possibilidade de ampliação de fundos líquidos para as empresas. Todavia, segundo Eichner, há três custos implícitos nesta alternativa: a) o efeito substituição, que na prática representa o custo implícito dos recursos adicionais internos obtidos nos primeiros períodos, decorrente da redução na taxa de crescimento das vendas da indústria ao longo do tempo¹⁴; b) o fator entrada, vale dizer, o custo implícito na redução das vendas decorrente da possível entrada de novas empresas viabilizada pelo incremento realizado nas margens de lucro¹⁵; e c) as possíveis consequências retaliatórias por parte do governo¹⁶.

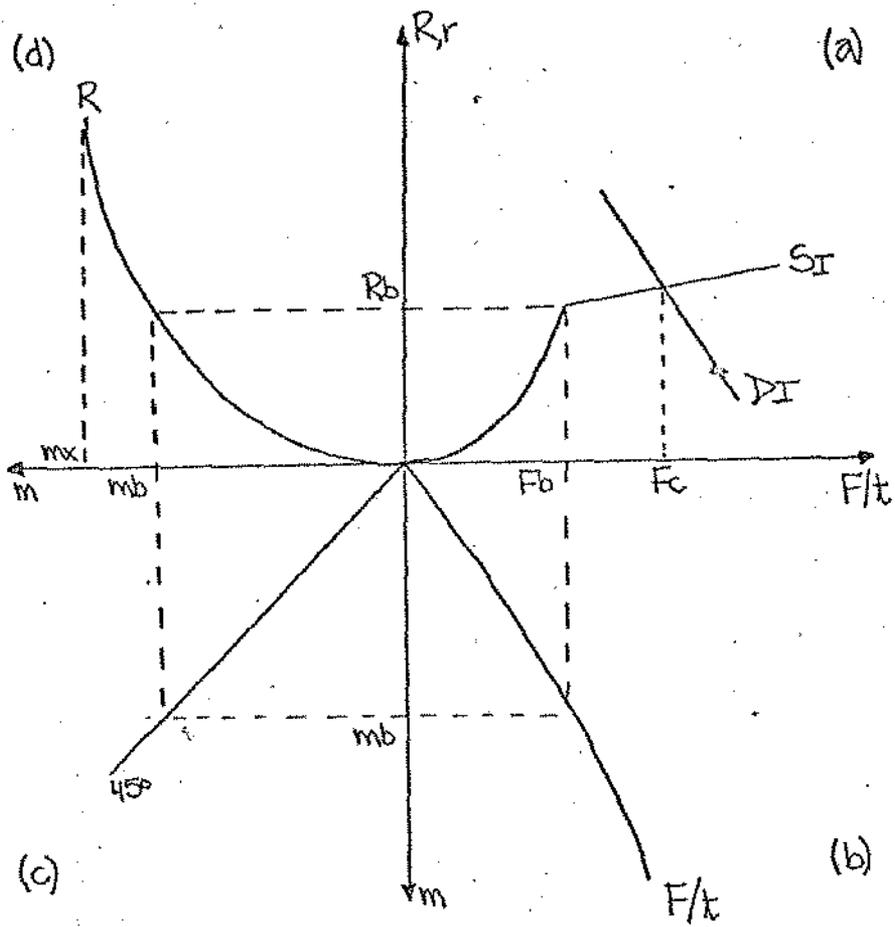
No modelo de Eichner estes três custos implícitos podem ser agregados e sintetizados na curva R do quadrante superior

14. Para sua definição e explicação detalhada de seus determinantes, veja Eichner (1976, pp.67-71).

15. Para sua definição, explicação e cálculo, veja Eichner (1976, pp.71-77).

16. "...essas incluem a) nacionalização, b) controle de preços, c) taxação, d) redução de tarifas, e) liberação de estoques estratégicos do governo, f) restrições qualitativas de todo tipo e processos anti-truste." (Eichner, 1985 - tradução própria).

GRÁFICO 1.



esquerdo do gráfico 1¹⁷. A curva R mostra não só que o custo implícito (R) associado a diferentes alternativas de aumento dos *mark-ups* (mb)¹⁸ é ascendente, como também que R cresce a taxas crescentes, tendendo para um nível a partir do qual não seria mais possível ampliar os *mark-ups*, pois o custo implícito além deste limite seria infinito. Isto porque tais aumentos estariam correlacionados com probabilidades inaceitáveis pela *megacorp* no que diz respeito ao risco de entrada de novas empresas no

17. "Esses três tipos de custos em que incorre a *megacorp*, caso decida aumentar o *mark-up* médio, podem ser convertidos no equivalente de uma taxa de juros implícita, R, aplicando-se inicialmente as fórmulas de desconto apropriadas (Eichner, 1976, cap.3) e então comparando o declínio subsequente do fluxo de caixa, sendo esse declínio o equivalente de uma soma tomada externamente para cada ano em que houver um ganho líquido." (Eichner, 1985, p.38 - tradução própria). Uma expressão matemática para o valor de R está apresentada em Eichner (1976, p.302).

18. A rigor na formulação original de Eichner ele trata de margens sobre custos médios de produção e não margens sobre custos diretos. A meu juízo, a adaptação que faço aqui não fere as bases do argumento do autor.

mercado¹⁹ ou de intervenção governamental: "Se n (aqui m) continua a subir cada vez mais, a megacorp líder de preços encontrará finalmente o teto imposto pela probabilidade máxima aceitável seja de novas entradas, seja de uma intervenção governamental significativa. Esse teto, n_m (aqui m_m no gráfico 1), é o aumento porcentual no preço para o qual ou o q associado (probabilidade de entrada de uma nova firma no mercado) excede $X1$ (máximo aceitável para essa probabilidade) ou o p associado (probabilidade de retaliação governamental) excede $X2$ (máximo aceitável para essa probabilidade), o que ocorrer primeiro. Uma vez que n_m tenha sido atingido, o valor de R tornar-se-á

19. Esta probabilidade inaceitável, ou seja, este risco que a empresa não aceita correr está associado não só à perda objetiva de mercado para a empresa entrante mas principalmente ao risco de abalar sua hegemonia no mercado, aspecto decisivo de suas operações: "Além da efetiva perda de vendas que se espera da entrada de uma nova firma, há um efeito menos tangível. A própria capacidade de coordenar decisões de preços entre os vários membros da indústria pode ser ameaçada pela intrusão de uma nova empresa, que não teria interesse na estabilidade dos preços se buscasse obter uma parcela mínima do mercado. Ademais, tão logo uma nova firma tenha sido encorajada a tentar entrar na indústria, ela não é prontamente expulsa - mesmo se as barreiras com as quais se depara resultam maiores que o antecipado. Qualquer que seja o resultado, a nova empresa provavelmente permanecerá na indústria por algum tempo, deslocando as vendas das firmas estabelecidas e/ou tornando a coordenação de preços mais difícil. Por estas razões, a prevenção à entrada de novas firmas na indústria pode vir a ser encarada como essencial para a otimização da posição de longo prazo de uma firma." (Eichner, 1985 - tradução própria). Numa crise de confiança este limite pode aumentar.

infinitamente grande no que tange à *megacorp* líder de preços.
(Eichner, 1976, pp.83-84 - tradução própria)²⁰.

Apesar de tais aumentos de margens representarem custos, eles também promovem disponibilidades adicionais de fundos para investimentos. Esta relação entre aumentos de margens e aumentos das disponibilidades de fundos líquidos para investimentos adicionais está expressa no quadrante inferior direito do gráfico 1. Dados os efeitos de substituição e entrada, é de se supor que os fundos para investimento cresçam de forma decrescente com relação ao crescimento dos *mark-ups*²¹. Combinando esta curva com a que relaciona os custos implícitos aos aumentos de margem, Eichner encontra a curva de oferta de fundos internos para investimentos (curva SI' do gráfico 2).

Contudo, obviamente, existe a possibilidade alternativa de financiamento através do lançamento no mercado de novas obrigações de crédito ou da emissão de ações, cujo custo pode ser representado por uma reta positivamente inclinada (gráfico

20. Um ponto interessante é que em economias sob processo de ajustamento estas probabilidades se alteram significativamente: a probabilidade de entrada de uma empresa nova diminui sensivelmente e de outro lado o raio de manobra da política econômica está seriamente reduzido pela restrição externa tanto em termos de importações e ameaça de redução de barreiras alfandegárias, quanto em sua capacidade de controle e intervenção.

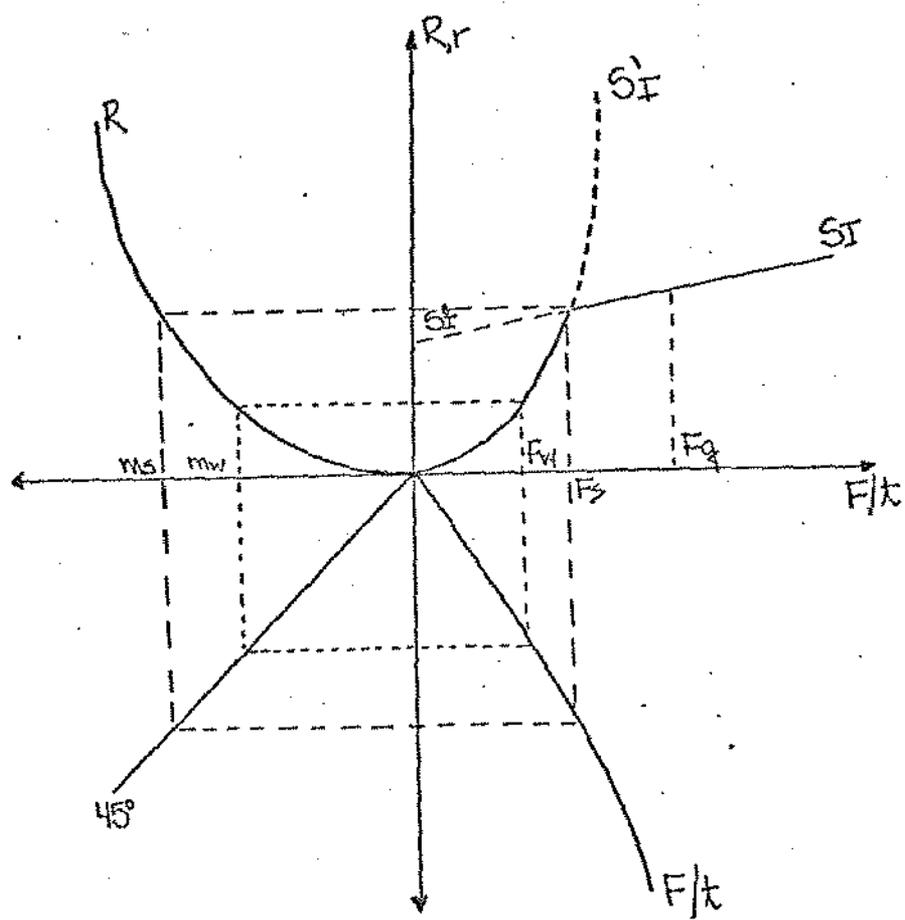
21. Sobre este ponto, veja Eichner (1976, p.84).

2), indicando custos de recursos (r) crescentes em relação ao seu volume²².

A empresa, ao decidir realizar um determinado nível de investimentos, procurará fazer um *funding* que minimize os seus custos; ação que está sintetizada pela curva SI (gráfico 2) que assume o menor valor entre as duas curvas representativas dos custos implícitos associados à obtenção de recursos internos (SI') e recursos externos (SI''). Segundo a curva correspondente ao gráfico 2, isto significa o seguinte: para qualquer definição de fundos adicionais necessários F_w , sendo $F_w < F_s$, todo o financiamento será feito através de recursos próprios e o aumento será igual a m_w conforme o gráfico determina. Para qualquer definição de necessidade de fundos igual a F_q , sendo $F_q > F_s$, a empresa decidirá aumentar o *mark-up* em m_s e tomará externamente a quantia equivalente a $F_q - F_s$. Resta saber como se define o volume de financiamento requerido para investimentos adicionais. O que Eichner propõe é que em função da sua estratégia de expansão, a empresa-líder tem um conjunto de projetos de investimento que estão articulados ao seu objetivo de expansão máxima a longo prazo, aos quais estão associadas taxas de retorno de investimentos: 'Assumindo por enquanto que a

22. Na formulação de 1976 Eichner havia estabelecido uma curva horizontal, que na versão de 1985 aparece como uma possibilidade dependendo das condições dos mercados de crédito e acionário, das condições da empresa e dos volumes financeiros demandados.

GRÁFICO 2.



mudança tecnológica é inteiramente incorporada ao capital²³, uma *megacorp* líder de preços interessada somente numa única indústria se deparará com uma escolha entre quatro tipos de gasto de investimento, podendo esperar-se que afetem diferentemente o crescimento da rentabilidade da corporação no longo prazo, tendo assim, cada um deles, sua própria escala de eficiência marginal do investimento. Esses quatro tipos de gasto de investimento podem ser classificados como segue: a) a aquisição de uma nova planta ou equipamento, b) diferenciação mais acentuada do produto da indústria, c) o levantamento de barreiras à entrada mais elevadas, ou d) a criação de uma imagem pública mais favorável²⁴. Os montantes adicionais variáveis de F/t que podem ser empregados em cada uma das quatro categorias a taxas de retorno prospectivas variáveis, r , definem a escala global de eficiência marginal do investimento da *megacorp* líder de preços. É essa escala global da EMI, por sua vez, que constitui a curva de demanda total de fundos para investimento (DI) da *megacorp* líder." (Eichner, 1976, pp.88-89 - tradução própria).

23. Sobre a plausibilidade dessa suposição, veja o capítulo 3, pp.181-182.

24. "Se a mudança tecnológica não fosse totalmente incorporada ao capital, surgiria a possibilidade de aumentar os rendimentos líquidos, e portanto o rendimento total da corporação realizado no longo prazo, através do investimento no desenvolvimento de métodos de redução de custos. Da mesma forma, se a *megacorp* líder de preços não estivesse restringida a permanecer membro de uma única indústria, haveria a possibilidade de investimento em diversificação. Essas possibilidades, excluídas de consideração nesse modelo simples, são, entretanto, discutidas nos próximos capítulos."

A comparação desta curva de demanda de fundos para investimentos com a curva global de oferta de recursos para investimentos (que é composta pela regra 'mínimo custo entre fundos externos e internos' - curva SI) é que define o nível de investimentos adicionais, que no gráfico 1 representa o ponto de encontro entre as curvas DI e SI.

Assim, os investimentos decididos em função da estratégia de expansão dos oligopólios e a definição de seu padrão de financiamento são determinantes do incremento estratégico dos *mark-ups*, dadas certas situações em termos de custos externos e as probabilidades envolvidas de entrada de novas empresas, de intervenção governamental e os riscos associados ao efeito substituição.

4.3 O conceito de custo de uso em Keynes e a dimensão expectacional dos mark-ups desejados

O conceito de custo de uso, depois de rapidamente tocado no início do capítulo 3 da "Teoria Geral", é introduzido no início do capítulo 6, quando Keynes procurou alertar para o fato de que para se chegar a um conceito de renda de um período corrente era preciso levar em consideração um fluxo devido ao equipamento herdado do período anterior (Keynes, 1983, p.47).

No entanto, a meu juízo, este conceito pode também ser entendido como um dos elos da mediação teórica a ser construída entre a lógica de valorização dos capitais e a determinação dos preços em economias capitalistas, conforme procurarei mostrar aqui.

Uma das principais contribuições de Keynes na sua "Teoria Geral" (1983) foi o estudo dos aspectos básicos das decisões capitalistas, ou seja, o estudo dos elementos determinantes do cálculo capitalista. O conceito de custo de uso se insere nesta linha de preocupação. Trata-se de um elemento fundamental de cálculo para as decisões de curto prazo, que dizem respeito à definição dos preços e do nível de utilização de um equipamento

de capital" resultante de decisões de investimento e produção tomadas no passado²⁵.

O ponto básico para Keynes é que a definição dos preços e do nível de produção corrente depende de um cálculo prospectivo, subjetivo e específico de cada unidade de decisão, referente ao "custo de uso de capital" (depreciação do estoque de capital ou perda de valor-capital no sentido de transferência de seu valor para o produto) implícito na realização de um certo nível de produção²⁶.

Esta "perda de capital" se diferencia de outras que podem ocorrer durante o período de produção pelo fato de ser deliberada. Em outras palavras, trata-se de uma "perda de

25. Para Keynes, "equipamento de capital" não se restringe a bens de capital "... um equipamento de capital que inclui tanto seus estoques de bens não acabados, ou capital circulante, como seus estoques de bens acabados" (Keynes, 1983, p.47).

26. Para uma análise dos determinantes básicos do *pricing* e da produção em Keynes, veja Davidson (1972, Cap. 3).

capital" decorrente da decisão de realizar um certo nível de produção²⁷.

O custo de uso é calculado tendo como referência temporal o período correspondente à sobrevida prevista para o "equipamento de capital" existente. Este é o sentido básico da observação de Keynes de que o custo de uso seria "um dos elos entre o presente e o futuro". Vejamos este ponto mais detalhadamente.

Keynes insere-se na tradição marshalliana de determinação dos preços. Para ele a determinação dos preços no curto prazo se baseia nos custos e é realizada a partir do princípio da maximização dos lucros, que iguala a receita marginal ao custo primário marginal. Uma diferença básica em relação a Marshall é que o custo primário para Keynes não se restringe ao custo dos fatores: "... é uma prática usual na teoria moderna do valor igualar o preço de oferta de curto prazo somente ao custo marginal dos fatores. Contudo, é óbvio que tal prática só é

27. Além desta existem outras perdas de capital, involuntárias, que, por sua vez, podem ser divididas em perdas associadas a eventos involuntários previsíveis, definidos por Keynes como custo suplementar, e perdas associadas a um processo imprevisto, que ele chamou de perda imprevistível: "... chamemos a depreciação do equipamento - que é involuntária, mas não imprevista, ao excedente da depreciação sobre o custo de uso - de custo suplementar..."; e mais à frente: "Resta-nos examinar a variação no valor do equipamento, decorrente de mudanças imprevistas nos valores de mercado, obsolescência excepcional ou destruição por efeito de catástrofes, variação esta que é - num sentido amplo - imprevista. A perda real decorrente desta variação, que não levamos em conta mesmo ao calcular a renda líquida, e que lançamos na conta capital, pode chamar-se perda imprevistível." (Keynes, 1983, pp.49-50).

válida quando o custo marginal de uso for zero, ou se for adotada uma definição especial de preço de oferta (...). Porém, embora possa ser às vezes conveniente deduzir o custo de uso, quando se estuda a produção como um todo, este método tira à nossa análise todo realismo, se de modo habitual (tácito) se aplica à produção de uma única indústria ou empresa, pois cria uma diferença entre o "preço de oferta" de um artigo e o seu "preço" no sentido habitual da palavra; e esta prática pode ter originado certa confusão." (Keynes, 1983, p.56). Para Keynes existe, portanto, um elemento adicional no custo primário - o custo de uso do equipamento de capital existente, associado a um certo nível de produção.

Para Keynes o que determina o montante do custo de uso "... é o sacrifício esperado de lucros futuros decorrente da utilização imediata (do 'equipamento de capital')..." (Keynes, 1983, p.58). Mais à frente ele define o custo de uso da seguinte forma: "Definimos o custo de uso como sendo a redução de valor sofrida pelo equipamento em virtude de sua utilização, comparada com a que teria sofrido se não tivesse havido tal utilização, levando em conta o custo de manutenção e das melhorias que conviesse realizar, além das compras a outros empresários." (idem).

Assim, o custo de uso pode ser percebido pela diferença de valor de um determinado estoque de capital entre duas situações hipotéticas: a situação de não produzir, que deixaria um

equipamento de capital remanescente de valor igual a $G' - B'$ (onde G' corresponde ao valor do equipamento de capital existente caso não se produza nada e B' corresponde ao gasto de manutenção do "equipamento de capital"); e a situação de realizar uma produção que implicaria uma perda de capital igual a $U(A)$ (custo de uso associado ao nível de produção A) deixando um capital remanescente igual a $G - A_1$ (G é, de fato, o equipamento de capital remanescente; para se chegar à segunda parcela do cálculo do custo de uso deve-se ainda subtrair o termo A_1 , correspondente às compras realizadas de outros capitalistas durante o período de produção). Em outras palavras, o custo de uso $U(A)$ é igual à diferença entre as parcelas $(G' - B')$ e $(G - A_1)$.

Trata-se, portanto, como já afirmamos, de uma diferença de capitais, cujas magnitudes são definidas pelo cálculo prospectivo dos empresários quanto à evolução futura dos valores correspondentes aos custos de reposição, suplementar e de manutenção relativos a um "equipamento de capital".

Assim, o capitalista só vai reduzir o valor prospectivo de seu capital caso sua produção corrente seja realizada segundo um preço tal que garanta a cobertura de todos os custos, inclusive aquele associado à perda de capital prevista, além de proporcionar remuneração adequada ao capital. Dito de outra forma, as perspectivas de valorização do capital no futuro são

trazidas para o presente, determinando simultaneamente os níveis de produção e de preços, através do cálculo do custo de uso, que desta forma se concretiza num "... elo entre o presente e o futuro".

De que maneira o capitalista avalia especulativamente o custo de uso associado a um certo nível de produção? Segundo Keynes: "Para determinar esse custo de uso, portanto, deve ser calculado o valor descontado do rendimento adicional provável que se obteria em data posterior se o equipamento não fosse utilizado imediatamente (...). O custo de uso atual é igual ao máximo dos valores descontados dos rendimentos potenciais esperados em todas as datas futuras." (Keynes, 1993, p.58).

Assim, o custo de uso associado a uma certa produção pode ser entendido como o máximo dos valores esperados da parte do capital que está para ser usada durante o tempo correspondente à sobrevida do equipamento de capital, descontados segundo taxas subjetivas e específicas a cada agente produtivo e tomando-se em conta os custos de manutenção e suplementar relativos na hipótese da postergação do uso do "equipamento de capital"²⁸.

28. Deve-se destacar que estes dois últimos custos também são definidos de forma expectacional, podendo também variar no tempo.

Desta maneira, Keynes, ao deixar claro o papel fundamental das expectativas no cálculo e nas decisões de curto prazo dos capitalistas, tornou patente o caráter especulativo do processo de formação de preços em condições capitalistas²⁹. Para Keynes, os preços não refletem um simples jogo de relações estabelecidas num determinado instante, dado que eles possuem determinações dinâmicas que invalidam as análises restritas a determinações estáticas³⁰. Os preços refletem também avaliações subjetivas e específicas dos capitalistas quanto às condições de valorização e de incremento do equipamento de capital esperadas num horizonte temporal correspondente à sobrevida deste capital. O estado das expectativas sobre o futuro é, assim, um dos determinantes dos preços correntes.

Assim, acredito que Keynes, ao formular o conceito de custo de uso, estabeleceu as bases para uma análise da dimensão expectacional dos preços e dos *mark-ups* desejados. A formulação específica de Keynes no que tange aos preços de curto prazo,

29. Keynes deixou especialmente claro este ponto na seguinte passagem: "No caso das matérias-primas, a necessidade de levar em conta o custo de uso é óbvia; se uma tonelada de cobre for utilizada hoje, não poderá ser utilizada amanhã, e o valor que o cobre teria para os propósitos de amanhã deve ser considerado como uma parte do custo marginal." (Keynes, 1983, p.60).

30. Isto põe abaixo as análises que restringem a inflação à dimensão de um processo decorrente da luta pela distribuição de um fluxo de renda. O reconhecimento da dimensão expectacional da formação dos preços impõe a necessidade de reconhecer que a inflação tem que ser entendida como determinada também pela disputa entre estoques de riqueza em que nem todos os agentes econômicos podem entrar. Trata-se fundamentalmente de um jogo entre capitalistas.

segundo os princípios marginalistas de igualação de receita marginal a custo primário marginal, não deve obscurecer os princípios mais genéricos expostos acima. A noção de custo de uso, desta maneira, deve estar explícita ou implicitamente presente em qualquer explicação do processo de formação de preços em economias capitalistas, dado que a decisão de preços está subordinada ao processo de valorização de capital e que as decisões capitalistas são tomadas sob condições de incerteza. O custo de uso é o conceito que permite estabelecer um dos elos da mediação teórica entre determinação dos preços e valorização dos capitais.

Por esta razão, pode-se dizer que a utilização do conceito de custo de uso em explicações do processo de determinação dos preços não só é válida em todas as situações (baixa e alta instabilidade), como necessária a toda e qualquer formulação teórica geral sobre o processo de formação de preços.

Contudo, em condições de instabilidade relativamente baixa, vale dizer, de razoável previsibilidade dos eventos econômicos durante um período relevante de tempo, a regra de *mark-up* fixo pode ser uma forma simples e adequada de definição dos preços, dado que não se esperam oscilações bruscas nos valores dos componentes do equipamento de capital e nos níveis de demanda. Imagina-se que tanto os preços como a demanda oscilarão "normalmente" em torno de níveis que permitem a compatibilização

entre a reprodução da estrutura de mercado e um "grau esperado" de valorização do capital através de uma regra simples de *mark-up*. Em outras palavras, em condições particulares de baixa instabilidade das economias capitalistas, a regra de *mark-up* fixo pode representar adequadamente o processo de formação de preços, sem explicitar-se o custo de uso como elemento de análise. Já num contexto de instabilidade acentuada o custo de uso deve ser objeto de uma análise explícita.

Tendo em vista este objetivo, apresento a seguir uma formalização do conceito de custo de uso adequada à sua integração aos outros determinantes dos preços e *mark-ups* desejados que farei na seção seguinte.

De acordo com o que foi visto acima, o custo de uso corresponde ao valor presente do maior valor esperado para aquela parte do capital utilizada na produção, tendo como referência temporal de comparação entre valores esperados o período de vida útil do equipamento de capital, usando-se taxas de desconto específicas a cada um dos momentos e a cada capitalista, bem como taxas também específicas relativas aos custos suplementar e de manutenção.

Assim, tendo-se um capital A , cujo valor é A^0 , o seu custo de uso será um valor correspondente à fração de uso " a ", diretamente relacionada ao seu nível físico de utilização,

multiplicada pelo seu valor e por um fator que corresponda à máxima valorização prevista, descontada por uma taxa de juros específica, levando-se em consideração os custos de manutenção e suplementar que seriam incorridos na hipótese de não utilização do "equipamento de capital". Assim:

$$U(A) = \max(a \cdot \dot{A}^t (1+v_t)^t (1-s_t)^t (1-m_t)^t / (1+r_t)^t) \quad (1)$$

$$v_t = [(p_t/p_0)^{1/t} - 1] \quad (2)$$

para $t = 0, 1, 2 \dots n$;

onde :

$U(A)$ é o custo de uso de \dot{A} ;

v_t é a taxa de "valorização" esperada de \dot{A} correspondente a um período t ;

r_t é a taxa de juros média esperada para o conjunto de períodos $1 \dots t$;

s_t é a taxa correspondente ao custo suplementar relativa a um período t ;

m_t é a taxa correspondente ao custo de manutenção relativa a um período t ;

n é o período restante da vida útil do equipamento de capital A_i .

P_t é o valor esperado do bem correspondente a A^{t+1} ;

P_0 é o valor do bem correspondente a A_i .

Colocando em evidência o produto $a \cdot A^*$, a expressão (1) pode ser assim reescrita:

$$U(A) = a \cdot A^* \cdot \max\left(\frac{(1+v_e^*)^{t+1} (1-s_e^*) (1-m_e^*)}{(1+r_e^*)^{t+1}}\right) \quad (3)$$

Anotando com asterisco (*) os valores das variáveis v_e , s_e , m_e , r_e e t correspondentes ao ponto de máximo, temos:

$$U(A) = a \cdot A^* \frac{(1+v_e^*)^{t+1} (1-s_e^*) (1-m_e^*)}{(1+r_e^*)^{t+1}} \quad (4)$$

Para simplificar, podemos fazer com que:

31. No caso de matérias-primas a determinação de P_t é trivial. Já no caso dos bens de capital $P_t = \sum_{i=0}^{t-1} q_i / (1+r_e^i)^{t-i}$, onde q_i é o rendimento (líquido dos custos de reposição do bem de capital) esperado no período $t+i$ e r_e^i é a taxa de juros média esperada correspondente ao período em que se dariam os rendimentos referentes a um bem de capital disponível em t . A determinação de P_0 neste caso seguiria o mesmo padrão de determinação.

$$E^A = ((1+v_e^A) (1-s_e^A) (1-m_e^A) / (1+r_e^A))^{t^A} \quad (5)$$

onde :

E^A é o máximo índice de valorização efetiva esperada do bem correspondente ao capital A ou índice de custo de uso de A.

Assim, substituindo (5) em (4), temos que o custo de uso pode ser expresso como:

$$U(A) = a \cdot A^A \cdot E^A \quad (6)$$

Outra maneira de expressar o custo de uso de A ($U(A)$), pode ser obtida substituindo-se o termo $a \cdot A^A$, que representa a parcela usada do capital A a preços correntes, por um termo que explicitamente relacione um produto entre quantidades utilizadas de A e seu preço individual. Assim, fazendo:

$$a \cdot A^A = p^A \cdot q^A \quad (7)$$

e substituindo em (6) temos:

$$U(A) = p^A \cdot q^A \cdot E^A \quad (8)$$

onde:

p^A é o preço corrente do bem A;

q^A é a quantidade usada do bem A.

Vejamos agora como se podem utilizar estas idéias para pensar os determinantes das variações dos *mark-ups* desejados.

4.4 Uma formulação geral dos mark-ups desejados para fins de análise de suas variações conjunturais

Como já foi dito, o objetivo desta seção é chegar a uma formulação geral dos *mark-ups* desejados que permita analisar suas variações conjunturais, tendo em vista as três dimensões dos *mark-ups*: estrutural, estratégica e expectacional.

Para tanto vamos partir da identidade mais simples e geral que uma empresa que administra seus preços pode ter como referência básica para seu planejamento: a receita prevista deve ser igual aos custos totais previstos mais os lucros brutos necessários ao cumprimento das metas estratégicas da empresa tendo em vista as diversas restrições a que está submetida:

$$R = C + L \quad (9)$$

onde:

R são receitas previstas;

C são custos totais previstos;

L é o lucro bruto necessário ao cumprimento das metas estratégicas da empresa.

Os custos por sua vez podem ser divididos em dois tipos: $C(X)$, custos que dependem do nível de produção X e $C(K)$, custos que dependem da dimensão do capital. Desta maneira a expressão (9) pode assumir a seguinte forma:

$$R = C(X) + C(K) + L \quad (10)$$

Esta expressão pode ser reescrita detalhando-se cada um dos seus quatro termos conforme as expressões (11) a (14), cujo significado será explicado logo em seguida:

$$R = p \cdot X \quad (11)$$

$$C(X) = w \cdot b \cdot X + p_m \cdot m \cdot C_m \cdot X + p_k \cdot d_k \cdot C_k \cdot X \quad (12)$$

$$C(K) = d^* \cdot K + j \cdot K \quad (13)$$

$$L = s \cdot K + t \cdot K \quad (14)$$

onde:

p é o preço do produto;

X é a quantidade vendida esperada;

w é o salário por trabalhador;

b é o inverso da produtividade por trabalhador na produção;

P_m é o preço corrente das matérias-primas;

m é o coeficiente de utilização de matérias-primas por unidade de produto;

E_m é o índice máximo de valorização efetiva esperada das matérias primas;

P_k é o preço do bem de capital utilizado;

d_k é a parcela de depreciação por unidade de capital que depende do uso;

E_k é o índice máximo de valorização efetiva esperada para o bem de capital;

J é o custo indireto de produção associado à dimensão do capital (inclui pagamento de juros sobre dívidas e de dividendos (veja Eichner, 1976) e inclui também um pagamento de seguro que assim substitui um custo de risco que alguns autores, entre eles Keynes, colocam relativo a perdas de capital involuntárias e imprevisíveis);

d^* é o custo suplementar, ou seja, a perda de capital involuntária mas previsível;

K é o capital em valor;

s é a taxa de lucro corrente;

t é o incremento necessário à taxa de lucro corrente correspondente às novas decisões estratégicas dos oligopólios³².

A expressão (11) é trivial e não requer maiores explicações. A receita bruta esperada pode ser entendida como um produto da quantidade que se espera vender pelo preço planejado. A expressão (12) apresenta os diversos componentes dos custos associados ao nível de produção. O primeiro termo corresponde ao custo de mão-de-obra, a exemplo das equações convencionais de preços. O segundo termo corresponde ao custo de matérias-primas, que aqui aparece modificado pela multiplicação do índice de custo de uso correspondente às matérias-primas, conforme a formulação para o conceito de custo de uso realizada na seção anterior. Além destes dois, a expressão (12) apresenta um termo correspondente ao custo de uso dos bens de capital, que corresponde a uma parcela da depreciação. Este ponto precisa ser melhor explicado.

32. Como será visto em seguida, t é uma forma alternativa de representar a determinação estratégica dos *mark-ups* desejados.

Como vimos, para Keynes a depreciação dos bens de capital tem dois componentes, um que depende do nível de utilização, tratando-se portanto de um componente voluntário de depreciação, e outro, involuntário, que não depende do nível de produção, mas da dimensão do capital, chamado por Keynes de custo suplementar: 'Algumas dessas perdas (de capital) involuntárias, embora inevitáveis, não são - em termos gerais - imprevisíveis, como é o caso das perdas devidas à ação do tempo independentemente do uso e, também, da obsolescência 'normal' que, como acentua o Professor Pigou, 'é bastante regular para ser prevista, se não em detalhe, pelo menos grosso modo'. Incluindo, poderíamos acrescentar as perdas da comunidade em conjunto, as quais são bastante regulares para ser habitualmente consideradas como 'riscos seguráveis'. Ignoremos, por enquanto, o fato de que o montante das perdas previstas varia segundo a época em que se supõe formulada a expectativa, e chamemos à depreciação do equipamento - que é involuntária, mas não imprevista, ao excedente da depreciação prevista sobre o custo de uso - de custo suplementar, que chamaremos de V.' (Keynes, 1983, p.49).

Assim, o terceiro termo da expressão (12) representa aquela parte da depreciação que excede o custo suplementar e que depende do nível de produção e de um índice de custo de uso específico aos bens de capital.

A expressão (13) apresenta os dois componentes do custo que independem do nível de produção, podendo ser expressos como proporções diretas do capital³³. Em primeiro lugar, temos o custo suplementar que, como já vimos, corresponde à parte da depreciação que excede o custo de uso relativo aos bens de capital e instalações. Em segundo lugar, temos os diversos custos associados a todas as obrigações da firma que não se alteram com o volume de produção, que vão desde os salários do pessoal administrativo até os pagamentos relativos aos compromissos financeiros, onde podemos incluir os pagamentos de dividendos, seguindo a recomendação de Eichner³⁴. Ainda sobre os custos que independem do nível de produção, duas observações adicionais. Primeiramente, entre as diversas obrigações financeiras podemos incluir as obrigações assumidas com o objetivo de formar um ativo financeiro capaz de oferecer um *hedge* contra os aumentos de custos financeiros associados ao custo de capital de giro que poderia ocorrer com elevações de juros. Com um *hedge* financeiro estes aumentos de custos seriam compensados por aumentos de receitas financeiras. O custo envolvido nestas operações pode ser entendido como uma obrigação independente do volume de produção. Em segundo lugar, poder-se-ia pensar também num terceiro componente correspondente à

33. Aqui seguimos bem de perto as proposições de Davidson (1972, p.34), com exceção da parte relativa ao "lucro normal" a qual transformei em uma unidade separada, dado o nosso interesse em explicitar a sua natureza distinta, decorrente da dimensão estratégica que os *mark-ups* desejados assumem em condições de oligopólio.

34. Este autor entende que o grupo executivo encara os acionistas como uma forma particular de credor (Eichner, 1976).

terceira forma de perda de capital - em adição ao custo de uso e ao custo suplementar -, correspondente às perdas imprevisíveis. No entanto, tal termo pode ser negligenciado tendo em vista a prática de seguros, que, em contrapartida, incrementa o valor das obrigações fixas (j), a exemplo dos outros custos financeiros que independem do nível de produção.

Finalmente, a expressão (14) apresenta dois termos correspondentes ao lucro bruto total. O primeiro refere-se ao rendimento corrente em termos do capital aplicado, que é destinado aos diversos tipos de investimentos da empresa (investimentos entendidos na acepção de Eichner)³⁵ e que reflete a determinação estrutural dos *mark-ups*. O segundo termo corresponde a uma versão transformada do incremento de *mark-ups* necessário ao financiamento interno de investimentos adicionais que são necessários à estratégia da empresa e que não são financiáveis por $s.K$ ³⁵.

Substituindo (11), (12), (13) e (14) em (10), temos:

$$p.X = w.b.X + p_m.m.C_m.X + p_k.d_k.C_k.X + j.K + d^*.K + s.K + t.K \quad (15)$$

35. Esta transformação foi feita com o sentido de facilitar o desenvolvimento do argumento algébrico que será apresentado em seguida.

Se dividirmos por X e fizermos algumas manipulações algébricas, teremos:

$$p = w \cdot b + p_m \cdot m \cdot e_m + p_k \cdot d_k \cdot e_k + (j + d^* + s + t) \cdot K/X \quad (16)$$

Façamos :

$$h = j + d^* + s \quad (17)$$

$$k = K / (p \cdot X^*) \quad (18)$$

onde :

k é a relação capital-produto;

X^* é a produção máxima.

Considerando que o componente t do lucro bruto é simplesmente uma forma alternativa de expressar o incremento do *mark-up* desejado, segundo a formulação de Eichner, temos:

$$t \cdot K = m^* \cdot X \cdot (w \cdot b + p_m \cdot m); \text{ ou} \quad (19)$$

$$t = m^* \cdot X \cdot (w \cdot b + p_m \cdot m) / K \quad (20)$$

onde:

m^* é uma função da demanda adicional de fundos para investimentos necessários à implementação da estratégia dos oligopólios, conforme a formulação de Eichner.

Substituindo (17), (18) e (20) em (16), temos:

$$p = w.b + p_m.m.C_m + p_k.d_k.C_k + h.k.p.X^*/X + m^* (w.b + p_m.m) \quad (21)$$

$$\text{Como } v = X/X^* \quad (22)$$

onde:

v é o nível de utilização da capacidade produtiva, temos³⁶:

$$p (1 - h.k/v) = w.b + p_m.m.C_m + p_k.d_k.C_k + m^* (w.b + p_m.m) \quad (23)$$

Como o nosso interesse é analisar os determinantes das variações dos *mark-ups* desejados sobre os custos de mão-de-obra e de matérias-primas, façamos:

36. Note que é necessário que $h.k < v < 1$ para que p seja positivo. Dado que $h = j + d^* + s$, que k , d^* e j são dados, esta condição indica que, para que s seja positivo o nível de utilização da capacidade produtiva precisa ser superior a $k.(j+d^*)$.

$$p = (1+z) (w.b + p_m.m) \quad (24)$$

onde z é o *mark-up* desejado.

Substituindo p por (24) em (23), temos:

$$(1+z) (w.b + p_m.m) (1 - h.k/v) = w.b + p_m.m.C_m + p_k.d_k.C_k + m^*(w.b + p_m.m) \quad (25)$$

Trabalhando algebricamente esta expressão chega-se ao seguinte:

$$z = (w.b + p_m.m.C_m) / ((w.b + p_m.m) (1 - h.k/v)) + (p_k.d_k.C_k) / ((w.b + p_m.m) (1 - h.k/v)) + m^* / (1 - h.k/v) - 1 \quad (26)$$

Fazendo :

$$c = w.b + p_m.m \quad (27)$$

$$f = w.b / c \quad (28)$$

$$g = p_k.d_k / c \quad (29)$$

onde:

c é o custo unitário de mão-de-obra e matérias-primas a preços correntes;

f é a participação do custo de mão-de-obra em c ³⁷;

y é a relação entre o custo de capital fixo e o custo de mão-de-obra e matérias-primas³⁸;

introduzindo (27), (28) e (29) em (26) e simplificando, temos:

$$z = (c.f + c.(1-f).C_m) / (c.(1-h.k/v)) + y.C_k / (1-h.k/v) + m^* / (1-h.k/v) - 1 \quad (31)$$

que pode ser transformada em uma formulação sintética dos *mark-ups* desejados:

$$z = (f + (1-f).C_m + y.C_k + m^*) / (1 - h.k/v) - 1 \quad (32)$$

Esta é uma expressão geral para os *mark-ups* desejados. A partir dela não é difícil perceber quais são os fatores que tendem a determinar suas variações conjunturais, tanto no sentido ascendente, como no descendente³⁹. Nosso próximo passo, no capítulo 5, será transformar esta expressão geral numa forma

37. Sendo $(1-f)$ a participação do custo das matérias-primas em c .

38. é um indicador de intensidade de uso de bens de capital fixo em relação a outros tipos de capital.

39. Note-se que tal expressão, além de permitir determinar as variações conjunturais dos *mark-ups* desejados, também possibilita reconhecer os determinantes das diferenças estruturais entre os *mark-ups* desejados entre indústrias.

particular, apropriada ao estudo do comportamento conjuntural dos *mark-ups* desejados no contexto de uma economia em ajustamento.

5. AJUSTAMENTO, INFLAÇÃO E O COMPORTAMENTO CONJUNTURAL DOS *MARK-UPS* DESEJADOS: NOTAS INTRODUTÓRIAS

Como já foi observado, o estudo dos processos inflacionários através de estruturas analíticas que incorporam a hipótese de *mark-up* fixo só pode ser feito em condições particulares das economias capitalistas, vale dizer, em condições de baixa instabilidade.

Por esta razão, dado o objetivo de estudar as características dos processos inflacionários nas economias em ajustamento, no capítulo 4 foi executada a tarefa preliminar de construção de um marco teórico geral para a análise das variações conjunturais dos *mark-ups* desejados¹.

Assim, o esquema que acaba de ser exposto proporciona uma base para o exame do comportamento dinâmico dos preços em condições oligopólicas. Dito de outra forma, tal esquema estabelece os princípios gerais para a análise da dinâmica inflacionária em economias que obedeçam a tais condições². Contudo, como foi salientado no início deste trabalho, os processos inflacionários

1. Ao longo deste capítulo será indicado porque os processos de ajustamento correspondem a uma situação de alta instabilidade, o que inviabiliza a utilização de *mark-up* constante.

2. Como já foi destacado antes, estou preocupado fundamentalmente em entender a sustentação da aceleração da inflação e não os choques episódicos de preços externos e salários que em geral são estudados.

vem ser entendidos como processos historicamente determinados³. Portanto, para entender as características de um desses processos é preciso especificar uma fórmula particular de análise, a partir da fórmula geral apresentada no capítulo anterior.

Aqui pretende-se estudar especificamente algumas características particulares que vêm sendo apresentadas por processos inflacionários⁴ em economias que obedecem às condições listadas abaixo, algumas delas mutuamente correlacionadas⁵:

a) estrutura produtiva significativamente complexa, vale dizer: economias diversificadas, com alto grau de integração, com significativas relações interindustriais e marcadas pela hegemonia dos oligopólios nos processos de decisão de produção, investimentos e preços (*Corporate Economy*)⁶;

3. Ver capítulo 1.

4. A análise propriamente dita dessas características será realizada no capítulo 6.

5. Grande parte das colocações que serão feitas aqui são suficientemente gerais para serem úteis na construção de um marco analítico para o estudo da inflação em países que não obedecem todas as condições estabelecidas. No entanto, o conjunto completo das relações e proposições que se farão aqui dizem respeito especificamente a estas economias.

6. Para uma caracterização detalhada de uma *Corporate Economy*, seus aspectos constitutivos, microfundamentos e traços gerais de sua macrodinâmica veja Eichner (1985).

b) inflação crônica⁷;

c) o Estado tem um papel importante no processo de formação de preços, em função de sua participação enquanto produtor de bens intermediários consumidos por vários setores industriais, fornecedor de importantes subsídios à formação de vários preços e, finalmente, enquanto definidor da estrutura e do peso de tributos que interferem nos custos e preços finais de diversos produtos;

d) a situação financeira do setor público é considerada frágil, no sentido que será definido mais à frente;

e) países que estão enfrentando processos de ajustamento⁸.

7. Sobre o que entendo por economias cronicamente inflacionárias, ver nota 1 do capítulo 1.

8. É importante destacar que aqui se está tratando de países sob ajustamento (conforme será explicitado a seguir) - nestas condições, uma fragilidade crescente da situação financeira do setor público se traduz em um custo de uso crescente dos bens público-fiscais. Em outras palavras, é a necessidade de ajustamento que "transmite" aos preços a fragilidade financeira do setor público. É por esta razão que uma relação dívida/produto crescente nos Estados Unidos não tem o mesmo efeito sobre os preços. Neste caso, o poder financeiro do país permite que os compromissos financeiros decorrentes de uma dívida crescente em relação ao produto se resolvam através de um maior endividamento. Uma economia em ajustamento, ao contrário se caracteriza exatamente pela impossibilidade de ampliar facilmente seu endividamento. Ainda que tal ampliação seja possível, ela é entendida pelos agentes econômicos como uma situação cada vez mais instável a curto prazo.

Para que se realizem os objetivos deste capítulo, será feita inicialmente uma caracterização geral dos impactos dos processos de ajustamento, especialmente no que diz respeito às variáveis relevantes para a análise da dinâmica inflacionária. Em seguida, tendo como referência tal caracterização, será apresentada uma expressão particular da fórmula dos *mark-ups* desejados desenvolvida no capítulo anterior, adequada ao estudo da dinâmica inflacionária em países com as características acima apontadas. O meu ponto é que o ajustamento econômico imposto aos países endividados nos anos recentes ocasionou: a) grandes incertezas com relação aos preços futuros dos bens de produção (matérias-primas e bens de capital) importados e/ou intensamente utilizados na produção de produtos exportáveis; b) uma fragilidade financeira do setor público, que, em alguns casos, se aprofundou de tal maneira que acabou se traduzindo em pressões inflacionárias decorrentes em boa parte do aumento no custo de uso de bens público-fiscais⁹.

Para esclarecer estes pontos, inicialmente será feita uma breve introdução sobre as relações entre ajustamento e inflação, seguida por uma caracterização geral dos processos de ajustamento e um exame de seus impactos gerais, com destaque para as transformações na situação passiva do setor público.

9. Esse aprofundamento levou certos países a uma tal situação de fragilidade financeira que acabou se desdobrando num componente endógeno de aceleração inflacionária. A demonstração da endogenização da aceleração inflacionária em tais circunstâncias será feita no capítulo 6.

Depois serão apontados mais especificamente os principais impactos inflacionários indiretos dos processos de ajustamento¹⁰. Feito isto, será apresentada a formulação particular dos *mark-ups* desejados apropriada ao estudo da dinâmica dos preços em situação de ajustamento.

10. Mais à frente defino o que entendo por impactos diretos e indiretos dos processos de ajustamento sobre a inflação.

5.1 Ajustamento e inflação: comentários preliminares

A dinâmica inflacionária das economias em processo de ajustamento está intimamente relacionada às características destes processos. Em linhas gerais, de que maneira se dá tal relação? Como é sabido, os instrumentos fundamentais das tentativas de ajustamento têm sido as políticas cambial, fiscal e monetária. Além de terem atuado diretamente sobre o processo de formação de preços, acelerando a inflação, tais políticas acentuaram fortemente a crescente fragilidade financeira do setor público. Isto e mais as expectativas de recorrentes variações nas taxas de juros e de câmbio modificaram radicalmente a dinâmica dos preços, fazendo com que os *mark-ups* desejados passassem a ter um papel ativo no processo de aceleração inflacionária.

Vejamos agora com mais detalhe como se relacionam cada uma destas partes. Em primeiro lugar, tentarei mostrar como o processo de ajustamento tem afetado tais economias, tanto em geral, como ao nível dos principais instrumentos de política econômica. Depois tentarei expressar adequadamente o que entendo por fragilidade financeira do setor público, que é um conceito diferente do de déficit público. Feito isto, procurarei indicar de uma maneira bastante geral como esta fragilidade e as expectativas de mudanças nas taxas de juros e de câmbio podem afetar o mecanismo de formação de preços.

5.2 Ajustamento e suas consequências sobre as expectativas com relação à política econômica e sobre a situação passiva do setor público

Em primeiro lugar será preciso analisar os impactos gerais e externos do ajustamento. Como é sabido, em fins dos setenta o governo norte-americano impôs a todos os países fortemente endividados um ajustamento drástico em função dos interesses de sua política econômica¹¹. O aumento das taxas de juros internacionais naquele período levou a um complexo conjunto de movimentos de consequências bastante perversas para as economias que haviam se endividado expressivamente nos anos anteriores¹². Inicialmente, tal aumento dos juros acarretou um agravamento na situação cambial dos países devedores, decorrente da relação crescente entre o custo da dívida e as contas geradoras de divisas. Esta instabilidade cambial estimulava a especulação contra as moedas locais dessas economias. Dito de outra forma, frente ao agravamento das contas externas provocado pelo aumento

11. Cabe observar que pelo menos até 1982 muitos países continuaram a se endividar, ainda que em condições muito mais precárias. A partir de então pode-se dizer que a necessidade de ajustamento, que já vinha de alguma forma se processando em diversos casos, passa a ser uma realidade incontornável.

12. Endividamento este que deve ser entendido como um processo determinado por: a) necessidades de financiamento dos países definidas internamente; b) "choques externos" nas relações de troca e nas taxas de juros; e c) práticas bancárias permissivas decorrentes da "guerra de preços" e luta por manutenção e conquista de parcelas de mercado que marcaram a quebra da estrutura oligopolizada relativamente estável do mercado bancário privado internacional que prevaleceu até fins dos sessenta. Sobre este último determinante ver Devlin (1986).

do custo do endividamento, o setor privado procurava realizar todas as suas operações tendo em vista a perspectiva de descontinuidades na política cambial. Diante de tal perspectiva, o setor privado procurava evitar novos empréstimos externos, repassava ao setor público os empréstimos externos captados no passado e transformava a maior parte de seus recursos e contratos em moeda internacional de maneira a minimizar perdas e obter ganhos caso suas expectativas de desvalorizações abruptas da taxa de câmbio se confirmassem. Tais movimentos se traduziam tanto em maiores dificuldades cambiais, o que alavancava ainda mais estes processos, como também em maiores problemas para administrar essa situação, dado o desinteresse do setor privado em tomar novos recursos externos.

Antes de passar a descrever outros aspectos desta dinâmica de endividamento, cabe lembrar que entre as respostas de política econômica a esta situação estavam tanto a elevação das taxas de juros internas, como a realização de fortes desvalorizações cambiais. Tanto uma como outra vieram a agravar ainda mais as dificuldades de administração da dívida externa dos países submetidos a ajustamento. O aumento das taxas de juros internas como tentativa de estimular a entrada de empréstimos externos e de minimizar a fuga de capitais agravou a crise econômica interna, o que restringia ainda mais a demanda global de crédito, tornando o processo de reciclagem de débitos externos cada vez mais dependente da ação direta do Estado. Este, por sua vez, não só ampliava rapidamente sua participação na dívida

externa, como também era obrigado a arcar com a maior parte do ônus das políticas de elevação das taxas de câmbio e de juros. O resultado global deste processo foi a elevação expressiva das taxas de juros internas e o agravamento progressivo da situação financeira do setor público, dado que ele foi obrigado a endividar-se internamente de forma acentuada para enfrentar os crescentes compromissos da dívida externa.

Desta forma, as perspectivas de manutenção de taxas de crescimento expressivas e sustentáveis nestas economias foram sendo crescentemente minadas, tornando cada vez menos atrativos os investimentos produtivos. A deterioração das condições econômicas destes países, acentuada sobretudo pelas sequelas causadas pelo processo de endividamento na capacidade de condução adequada e ordenada da política econômica, potencializava a aplicação de recursos financeiros nos circuitos protegidos das descontinuidades cambiais. Além disto, podia-se valorizar excepcionalmente estes recursos através de aplicações financeiras no exterior a taxas de juros apreciáveis.

Assim, a elevação das taxas de juros internacionais atraía recursos financeiros de duas formas: de um lado, através da elevada remuneração oferecida no exterior e, de outro lado, através do agravamento da crise interna decorrente das políticas de ajustamento, levando à fuga de capitais. As resultantes imediatas deste processo geral e externo de ajustamento foram o

rápido crescimento da dívida pública, de início junto ao exterior e depois internamente, e o esgotamento da operacionalidade dos principais instrumentos de política econômica, como veremos adiante.

5.3 Os impactos inflacionários dos processos de ajustamento: observações introdutórias

Antes de entrarmos na análise mais específica das relações entre ajustamento e inflação, quero destacar um ponto preliminar: a existência de impactos inflacionários diretos e indiretos dos processos de ajustamento.

Os impactos diretos são aqueles em geral estudados nos trabalhos que analisam as relações entre ajustamento externo e inflação. São impactos importantes e que, obviamente, devem ser considerados quando se analisa amplamente tal problemática. Entre eles se destacam, por exemplo, os impactos imediatos da elevação das taxas de câmbio e suas implicações sobre os custos das matérias-primas importadas. Na mesma direção há os impactos dos aumentos das tarifas públicas e dos impostos, além dos impactos diretos do aumento dos juros, enquanto custos financeiros¹³.

Todavia, estes não são os únicos impactos provocados pelo ajustamento. Há ainda os impactos induzidos, tão ou mais importantes que os diretos e que decorrem dos efeitos do ajustamento sobre a determinação dos *mark-ups* desejados. O aumento das taxas de juros, as incertezas sobre o câmbio e ainda

13. Sobre os impactos das taxas de juros enquanto custos financeiros, veja Lance Taylor (1983).

o impacto destas medidas sobre a fragilidade financeira do governo fazem com que os empresários passem a operar seus *mark-ups* desejados de uma maneira distinta daquela característica dos períodos de baixa instabilidade, conforme salientado anteriormente, o que tende a levar a economia a sofrer sucessivos 'choques' inflacionários, como será mostrado mais adiante.

Feito este comentário preliminar, agora serão examinados mais detalhadamente os impactos inflacionários dos processos de ajustamento.

Do ponto de vista do ajustamento externo, tende a haver pressão sobre o processo inflacionário em função da necessidade de se promover de maneira abrupta e sustentada elevados saldos comerciais, que, entre outros efeitos, se traduz na possibilidade de insuficiência de oferta futura de alguns produtos no mercado interno, o que torna mais atrativa a ação especulativa com estoques destes produtos. Em outras palavras, a necessidade de aumentar os saldos comerciais tende a aumentar a 'cotação' dos preços futuros de alguns produtos, o que, por sua vez, leva a um aumento do custo de uso dos mesmos e, por conseguinte, a um aumento nos preços dos produtos que os utilizam como insumo. Além disto, o ajustamento externo tende a ser inflacionário também em virtude das políticas cambiais que normalmente o acompanham. Além dos efeitos das

"maxidesvalorizações", enquanto permanece o estrangulamento cambial a economia fica vulnerável à especulação cambial com insumos importados e insumos altamente utilizados em produtos de exportação, o que, por sua vez, aumenta o seu custo de uso.

Do ponto de vista do ajustamento interno as pressões originam-se tanto da política fiscal, quanto da monetária.

Quanto à política fiscal, a necessidade de cortar subsídios e aumentar impostos e tarifas públicas, com o objetivo de reduzir o déficit público como política de contenção da demanda, afeta os preços e as políticas de preços de todas as empresas que trabalham em algum ponto importante da malha de relações econômicas por onde passam os "bens público-fiscais"¹⁴. Em outras palavras, as medidas no sentido de reduzir o déficit público, além de afetarem diretamente os preços, acabam, através das expectativas que as antecedem, alimentando a especulação com bens público-fiscais e, conseqüentemente, elevam os *mark-ups* desejados das empresas que os utilizam, para compensar o aumento em seu custo de uso.

14. Trata-se de produtos cujos preços embutem seja uma carga elevada de impostos, como é o caso dos combustíveis líquidos, seja uma grande parcela de subsídios, por exemplo o trigo, ambos exemplos no Brasil. Chamo também de bens público-fiscais os bens comercializáveis produzidos pelo setor público.

Quanto à política monetária, os governos têm procurado elevar as taxas de juros internas com vários objetivos. Na fase de ajustamento voluntário e de manutenção do fluxo internacional de crédito, tais elevações das taxas de juros internas tinham a função de aumentar a atratividade dos empréstimos externos a despeito da incerteza com relação ao câmbio. Após o fechamento do fluxo de crédito externo, a elevação das taxas de juros internas teve a função tanto de minimizar a fuga de capitais, como de tentar conter a demanda interna. Tal política de elevação dos juros internos teve diversos efeitos sobre o processo de elevação dos preços, entre os quais destaca-se o aprofundamento da fragilidade financeira do setor público, tendo em vista a acentuada elevação do seu endividamento, conforme acabou de ser visto. A gravidade de uma situação de fragilidade financeira do setor público é que esta tende a potencializar a inflação, quer pelos fatores já observados, quer pelas razões que irei apontar em caráter preliminar e introdutório em seguida, para depois, no capítulo 6, apresentar um modelo de análise das interações entre inflação e fragilidade financeira do setor público.

Antes de expor mais especificamente as relações entre fragilidade financeira do setor público e inflação, é preciso deixar claro o que entendo por fragilidade financeira do setor público. Fragilidade financeira, do meu ponto de vista, não significa a existência de um déficit público. A rigor, não há nenhum problema macroeconômico na existência de um déficit

público, desde que este seja financiável de maneira apropriada. O que quero dizer com isto? Um déficit é financiável adequadamente quando existirem fontes de financiamento em termos de disponibilidade e custos que não impliquem no futuro uma perspectiva de incapacidade de financiamento ou em financiamento a custos elevados. Em outras palavras, uma situação robusta das finanças públicas só é mantida quando o endividamento que acompanha o déficit se dá segundo um ritmo compatível com a geração normal (ou seja, sem alterações nos preços) de recursos por parte do setor público, e/ou com ampliação das suas fontes externas de financiamento. Uma situação de déficit com dificuldade de financiamento, que é por definição uma situação frágil, leva a expectativas de juros em elevação, dado o baixo poder de barganha do governo junto a seus credores. Em consequência, quando a situação financeira do setor público é frágil, a inflação tende a ser impulsionada em virtude das incertezas com relação ao custo futuro dos bens público-fiscais e suas repercussões sobre as principais variáveis econômicas.

Em outras palavras, a fragilidade financeira do setor público, entre outras coisas, desempenha o papel de potencializador das incertezas, sobretudo através do aumento do custo de uso dos bens público-fiscais. Estas são as relações básicas entre fragilidade financeira do setor público e inflação que serão analisadas mais detalhadamente e formalizadas no próximo capítulo.

4 Uma formulação apropriada ao estudo da dinâmica conjuntural dos *mark-ups* desejados e dos preços em economias sob ajustamento

Feitas estas observações sobre as implicações gerais do ajustamento, deve-se agora apresentar uma forma particular da formulação geral dos *mark-ups* desejados e dos preços, adequada ao estudo da dinâmica inflacionária em países sob ajustamento e que observam também as outras condições apresentadas acima. Como foi visto, uma economia em situação de ajustamento tende a orientar sua política econômica de maneira a incrementar os superávits comerciais, controlar a entrada/saída líquida de recursos financeiros externos/internos e diminuir o déficit público. Estas políticas, como foi assinalado, de um lado tendem a tornar críticos os preços dos bens que embutem uma elevada carga de insumos importados e/ou são intensamente utilizados na produção de produtos exportáveis¹⁵, quer pela sua falta específica decorrente dos controles de importação - que se espera que sejam intensificados nos mais diversos níveis - quer pelas expectativas de significativas desvalorizações reais do câmbio para estimular as exportações e inibir as importações. Por outro lado, a necessidade de reduzir o déficit fiscal associada à fragilidade financeira do setor público, potencializada pela elevação dos juros, faz com que o custo de uso dos bens público-fiscais passe a ter um papel importante na

15. Que a partir de agora serão chamados de "bens cambiais".

eterminação dos *mark-ups* desejados, especialmente nos setores que utilizam intensamente tais produtos.

Por esta razão, quando o objetivo é o estudo da dinâmica inflacionária em economias do tipo a que estamos nos referindo, parece importante trabalhar com expressões para os *mark-ups* desejados e preços que incorporem três tipos de insumos: a) bens público-fiscais, b) bens cambiais e c) outros bens.

Assim, a particularização da fórmula geral do capítulo 4 para os casos que se pretende estudar aqui pode ser feita através da substituição do termo relativo à contribuição das matérias primas para os *mark-ups* desejados por uma expressão que represente o conjunto dessas três categorias de insumos¹⁶. Desta maneira, assumindo que:

$$(1-f)C_m = e.C_c + l.C_1 + o.C_o \quad (1)$$

onde:

e é a participação do custo dos bens cambiais usados como insumos em c;

16. A rigor poderíamos também trabalhar com três categorias semelhantes para os bens de capital. Contudo, isto apenas introduziria uma sofisticação desnecessária na formalização do argumento central, como será visto adiante.

l é a participação do custo dos bens público-fiscais usados como insumos em c ;

o é a participação do custo de outros bens usados como insumos em c ;

e_e é o índice máximo de valorização efetiva esperada dos bens cambiais;

e_f é o índice máximo de valorização efetiva esperada dos bens público-fiscais;

e_o é o índice máximo de valorização efetiva esperada de outros insumos.

Substituindo o termo $(1-f) \cdot e_m$ da fórmula geral dos *mark-ups* desejados pela expressão (1), temos:

$$z = (f + e \cdot e_e + l \cdot e_f + o \cdot e_o + y \cdot e_k + m^*) / (1 - h \cdot k / v) - 1 \quad (2)$$

A expressão (2) é a fórmula geral adaptada ao estudo dos *mark-ups* desejados em economias em ajustamento.

Multiplicando este termo relativo aos *mark-ups* desejados pelos custos diretos, temos a fórmula geral dos preços para a análise de seu comportamento naquelas economias:

$$p = (f + e \cdot e_w + l \cdot e_l + o \cdot e_o + y \cdot e_y + m^*) \cdot (wb + p_w \cdot e^* + p_l \cdot l^* + p_o \cdot o^*) / (1 - h \cdot k/v) \quad (3)$$

onde:

P_w é o preço corrente dos bens cambiais usados como insumos;

P_l é o preço corrente dos bens público-fiscais usados como insumos;

P_o é o preço corrente de outros bens usados como insumos;

e^* é o coeficiente de utilização de bens cambiais por unidade de produto;

l^* é o coeficiente de utilização de bens público-fiscais por unidade de produto;

o^* é o coeficiente de utilização de outros bens por unidade de produto.

Estas expressões formalizam um marco teórico que permite contrapor analiticamente os diversos aspectos que interferem na dinâmica conjuntural dos *mark-ups* desejados e dos preços, tais como as variações: a) nos mais diversos tipos de custos diretos correntes; b) nas expectativas com relação aos índices de utilização da capacidade produtiva; c) nas necessidades de incremento nos *mark-ups* desejados para a alteração na composição dos financiamentos dos investimentos; d) no custo de uso dos diversos bens de produção, entre outros aspectos explicitados nesta formulação.

Todavia, tais exercícios de análise específica não fazem parte dos objetivos deste trabalho, que, como já foi dito, se restringem a desenvolver um marco teórico para a análise das variações conjunturais dos *mark-ups* desejados e dos preços em condições de ajustamento, e mostrar que a imposição de um ajustamento em economias com as características já assinaladas tem duas decorrências: a) uma situação de *mark-ups* desejados ampliados em relação a uma situação de baixa instabilidade, dados os valores maiores do que 1 para θ_w e/ou θ_i ; e principalmente b) pressões no sentido de mudança de preços relativos entre setores com diferentes estruturas de consumo produtivo de bens cambiais e bens público-fiscais, que tendem a perpetuar-se, dependendo da situação financeira do setor público. Explicando melhor, o reconhecimento do fato de que as

economias aqui estudadas têm "estrutura"¹⁷, ou seja, de se tratar de economias que produzem produtos com composições significativamente diferenciadas de insumos, representa, do ponto de vista analítico, a interação entre diversas equações de preços com valores distintos para e , l e y . Em consequência, em uma situação de ajustamento os *mark-ups* desejados tendem a alterar-se diferenciadamente, conforme os distintos pesos que os bens cambiais e os bens público-fiscais têm em cada setor. Em outras palavras, uma economia em ajustamento significa uma economia sob pressão de mudança de preços relativos entre setores com diferentes composições de insumos em termos daqueles tipos de bens. Tal pressão de mudança de preços relativos, numa economia onde prevalece um mecanismo de propagação baseado na transferência completa da inflação passada para o presente, resulta em aceleração da inflação que não se esgota enquanto o ajustamento for considerado inconcluso¹⁸.

Tendo em vista estas observações mais imediatas, em seguida mostrarei, através de um modelo, que nos casos em que as

17. No caso, estou me referindo não a uma estrutura qualquer, mas sim a uma "estrutura significativamente complexa" conforme a caracterização feita no início deste capítulo.

18. Canavese (1982), ao apresentar uma forma reduzida e comum dos modelos estruturalistas de inflação (latino-americano e europeu), mostrou que a pressão por mudança de preços relativos, seja qual for sua origem, pode ter diversos resultados, dependendo da especificação que se estabeleça no modelo para o padrão de indexação à inflação passada dos preços do setor cujo preço relativo está sendo pressionado para baixo. Se a indexação for parcial, ocorreria uma mudança de patamar inflacionário. Já se a indexação for plena, a aceleração inflacionária se manteria enquanto houvesse pressão por mudança de preços relativos.

mudanças na situação passiva do setor público provocadas pelos processos de ajustamento chegam ao ponto de levar as finanças públicas a uma situação de fragilidade, a aceleração da inflação passa a incorporar um componente endógeno.

6. O COMPONENTE ENDÓGENO DA ACELERAÇÃO INFLACIONÁRIA

6.1 Introdução

Conforme foi mostrado no capítulo 5, uma economia em ajustamento está sujeita a choques inflacionários que decorrem daquilo que chamei de impactos diretos dos processos de ajustamento. Mas além destes choques, que em geral são os destacados pelas análises de manifestações específicas de aceleração inflacionária em países com as características assinaladas no capítulo anterior, há também aquilo que chamei de impactos indiretos, cuja dinâmica, a meu juízo, pode ser objeto de maior desenvolvimento teórico.

Estou me referindo à possibilidade de demonstrar teoricamente a tendência à endogenização da aceleração inflacionária que tende a ocorrer em determinadas circunstâncias. Em outras palavras, do meu ponto de vista, é possível mostrar que as economias aqui tratadas apresentam, além do componente de inércia, que é inerente às economias cronicamente inflacionárias, um

1. Tal componente, como foi mostrado no capítulo 3, se desenvolve nessas economias devido à generalização do sistema de indexação dos salários à inflação passada. Isto ocorre em virtude dos elevados custos de conflito e obtenção de informação que um ambiente de altas e sistemáticas taxas de inflação tende a criar. Tal sistema generalizado de indexação fundamenta um comportamento defensivo dos empresários que, por decidirem de forma descoordenada, passam a ter a inflação passada como referencial mínimo para o reajuste de seus preços.

componente autônomo de aceleração inflacionária que se manifesta quando a situação financeira do setor público é frágil.

Como foi visto no final do último capítulo, a percepção de um ajustamento inconcluso associada ao fato de que as economias têm "estrutura" faz com que a inflação em economias cronicamente inflacionárias tenda a acelerar-se. O que farei agora é mostrar, através de um modelo, que quando os processos de ajustamento levam a mudanças tão expressivas na situação passiva do setor público a ponto de induzir as finanças públicas a uma situação frágil, a aceleração provocada pela diferenciação intersetorial dos *mark-ups* desejados tende a sustentar-se em função da interação de diversos processos, entre os quais se destacam a aceleração da inflação, a fragilidade financeira do setor público e a elevação do custo de uso de bens público-fiscais.

Para demonstrar isto, em primeiro lugar será apresentado um modelo simplificado de inflação cujo objetivo é apenas destacar o papel do índice de custo de uso de bens público-fiscais na dinâmica inflacionária. Em seguida será feita uma discussão dos determinantes básicos do índice de custo de uso destes bens. Posteriormente, será realizada uma análise de cada um destes determinantes, com o objetivo de apresentar mais à frente um modelo através do qual serão representadas as interações básicas entre aceleração da inflação, fragilidade financeira do setor público e índice de custo de uso de bens público-fiscais.

Finalmente, o capítulo será encerrado mostrando-se os efeitos e os limites de alguns tipos de política econômica que vêm sendo praticados nas economias sob análise com o objetivo de conter as acelerações inflacionárias ou até mesmo de reduzir as taxas de inflação.

6.2 Um modelo simples de inflação

Uma economia cronicamente inflacionária apresenta uma dinâmica inflacionária que obedece ao seguinte modelo geral:

$$I_t = r \cdot I_{t-1} + A \quad (1)$$

onde:

I_t é a taxa de inflação no período t ;

r é um coeficiente que depende da execução de uma política de congelamento/controlado de preços e rendas ($0 < r < 1$);

A é um termo de aceleração inflacionária.

Isto significa que quando $r=1$, ou seja quando não se tenta fazer uma política de congelamento/controlado de preços e rendas, as economias cronicamente inflacionárias tendem a apresentar um piso inflacionário que corresponde ao componente inercial da inflação, cuja lógica foi explicada pelas contribuições neo-

estruturalistas². Além do componente inercial, que é qualificado por um fator relativo à política de congelamento/controle, a inflação é determinada por um componente de aceleração cujas características principais serão objeto de análise neste capítulo, tendo em vista a discussão teórica dos capítulos 4 e 5 sobre o comportamento dos *mark-ups* desejados.

Como não pretendo estudar todos os determinantes da aceleração inflacionária, mas simplesmente demonstrar teoricamente que em certas circunstâncias a fragilidade financeira do setor público, associada a outros elementos, tende a endogenizar a aceleração da inflação, vou trabalhar com um modelo de aceleração da inflação composto de quatro elementos: os choques inflacionários tipicamente exógenos, o índice de custo de uso de bens público-

2. Isto só não ocorre quando se pratica uma política de congelamento/controle de preços e de rendas e/ou uma desaceleração provocada por um evento episódico, que, pelas suas características só pode ter um efeito de curtíssimo prazo. No caso de aplicação de uma política de congelamento/controle de preços e de rendas, r tende a um valor próximo de zero. Será tão mais próximo deste número quanto mais bem sucedida for a política de transição da fase de descongelamento/descontrole para a fase inicial de congelamento/controle.

fiscais, a estrutura produtiva e, em último lugar, o que chamarei de elementos coadjuvantes³.

Assim o modelo de inflação apresentado acima pode ser reescrito como:-

3. Por elementos coadjuvantes entendo todos os movimentos aceleradores cuja dinâmica depende essencialmente, ainda que não totalmente, da própria aceleração da inflação, tais como o encurtamento dos prazos de reajuste de rendimentos, o aumento das margens de autofinanciamento (m^*) decorrente da elevação dos custos externos ou da diminuição da probabilidade de entrada de concorrentes, a queda da produtividade e outros desdobramentos que tendem a ocorrer com a própria aceleração inflacionária (para uma análise dos diversos elementos coadjuvantes potenciais, veja as equações de *mark-ups* e preços desejados no final do capítulo 5). O papel reservado a estes elementos coadjuvantes é catalizar o processo de aceleração inflacionária, além de, em certas circunstâncias, promover seu *start*, através da reintrodução da aceleração inflacionária. Como mostrarei mais à frente, isto pode ocorrer quando a situação financeira do setor público está bem próxima da fragilidade. Nesta circunstância uma aceleração inflacionária provocada por um choque tipicamente exógeno ou pela ação de um elemento coadjuvante pode desencadear as interações básicas da aceleração inflacionária que a partir de então se encarregam de sustentá-la. Os elementos coadjuvantes são, portanto, determinações passivas e secundárias da aceleração da inflação, na medida em que tendem a manifestar-se, a menos de circunstâncias episódicas, num contexto de inflação já em aceleração (não se trata de um simples mecanismo de propagação, pois estamos falando em incrementos na taxa de inflação. No nosso esquema, a exemplo dos modelos neo-estruturalistas com hipótese de comportamento inercial de inflação, os mecanismos de propagação se reduzem ao componente inercial). A razão de separar os elementos coadjuvantes daquilo que poderia ser chamado de modelo básico - o qual representa certas interações econômicas constitutivas do processo de aceleração inflacionária em economias com as características apontadas - foi destacar o que entendo serem os determinantes fundamentais da aceleração inflacionária e, simultaneamente, demonstrar da maneira mais simples possível os determinantes do que chamo de tendência à endogenização da aceleração inflacionária nestas economias.

$$I_t = r \cdot I_{t-1} + A(CE, C_1, EC) / \& \quad (2)$$

onde :

CE são choques inflacionários provocados pelos impactos diretos;

C_1 é o índice de custo de uso de bens público-fiscais;

EC representa a ação dos elementos coadjuvantes;

$\&$ representa a estrutura produtiva⁴;

Quando C_1 for maior que 1 a inflação estará se acelerando, pelos motivos apontados no último capítulo, desde que não haja outros fatores opostos (CE) que, como será visto adiante, muitas vezes, dependendo de sua natureza, desaceleram a curto prazo a inflação às custas de uma reaceleração num período posterior.

Na próxima seção serão apresentados os determinantes básicos de C_1 ⁵ para em seguida examinarmos os principais aspectos dinâmicos

4. O símbolo $\&$ significa que a função aceleração inflacionária é condicionada por parâmetros que refletem cada estrutura produtiva particular.

5. Ainda que o custo de uso seja uma determinação específica de cada agente há aspectos gerais que estabelecem aquilo que poderia ser chamado de piso para a determinação do índice de custo de uso de bens público-fiscais.

destes determinantes. Uma vez estabelecidos os aspectos dinâmicos dos determinantes básicos de θ , será possível, finalmente, propor um modelo representativo das interações entre fragilidade financeira do setor público, índice de custo de uso de bens público-fiscais e aceleração da inflação.

6.3 Relações entre aceleração da inflação e o índice de custo de uso de bens público-fiscais

Pode-se representar a relação entre o índice de custo de uso de bens público-fiscais e a inflação através de uma função que simplifica o componente de aceleração da inflação representado pela expressão (2):

$$A = A(\alpha, \theta_1) \quad (3)$$

sendo θ_1 maior ou igual a 1

onde :

A é a aceleração da inflação;

α são os outros determinantes da aceleração inflacionária (CE , $\&$, EC).

De modo geral, quanto maior for o índice de custo de uso de bens público-fiscais (θ_1), maior tenderá a ser a taxa de aceleração inflacionária. Quanto maior o desequilíbrio entre os encargos financeiros que devem ser pagos pelo governo e os seus rendimentos líquidos (carga tributária líquida mais lucros das empresas públicas), ou seja, quanto maior a intensidade do aumento real esperado nos preços, tarifas, impostos e/ou da

redução esperada de subsídios necessários para superar a situação de fragilidade financeira do setor público, maior será o índice de custo de uso de bens público-fiscais (C_1) e, por conseguinte, maior tenderá a ser a aceleração da inflação. Do mesmo modo, para uma mesma percepção com relação à situação financeira do setor público, a aceleração da inflação será tanto maior quanto maior for a variação nos seus demais determinantes - e aqui entram todos os determinantes relativos aos choques inflacionários tipicamente exógenos e aos elementos coadjuvantes. Isto pode ser representado pelo gráfico 1, onde apresento diferentes curvas AB (relações entre o índice de custo de uso de bens público-fiscais e a aceleração da inflação), conforme diferentes níveis dos demais determinantes da aceleração inflacionária.

Antes de passar a discutir diretamente os determinantes do índice de custo de uso de bens público-fiscais (C_1), quero destacar alguns aspectos relativos às possíveis trajetórias de política econômica e de aceleração da inflação que tendem a ocorrer quando a taxa de inflação é alta e o desajuste financeiro do setor público é apreciável, as quais estão representadas pelos gráficos 2 e 3⁴.

6. A exposição que se segue é de caráter introdutório e por esta razão não especifica todas as interações. A exposição detalhada destas será feita mais à frente, quando apresentarei o modelo propriamente dito.

GRAFICO 1.

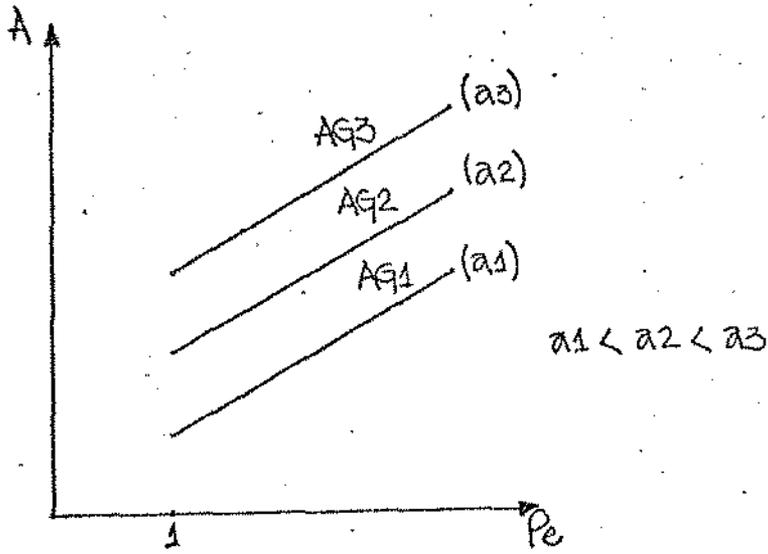


GRAFICO 2.

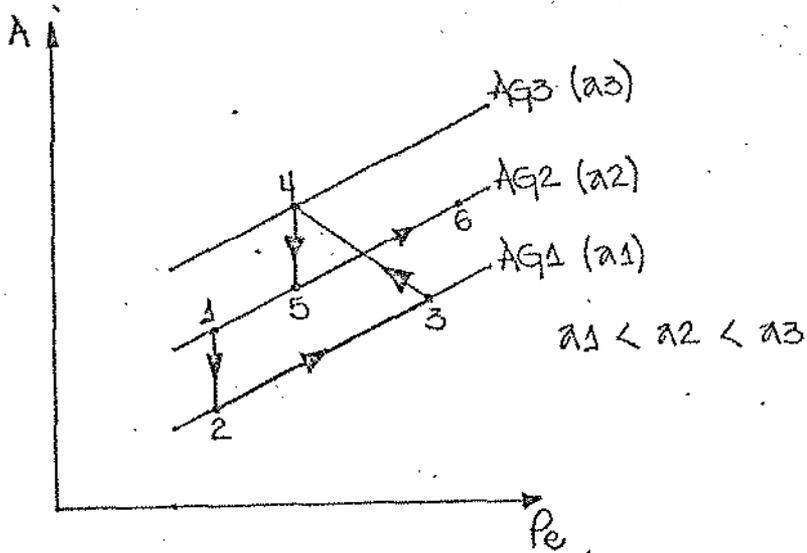
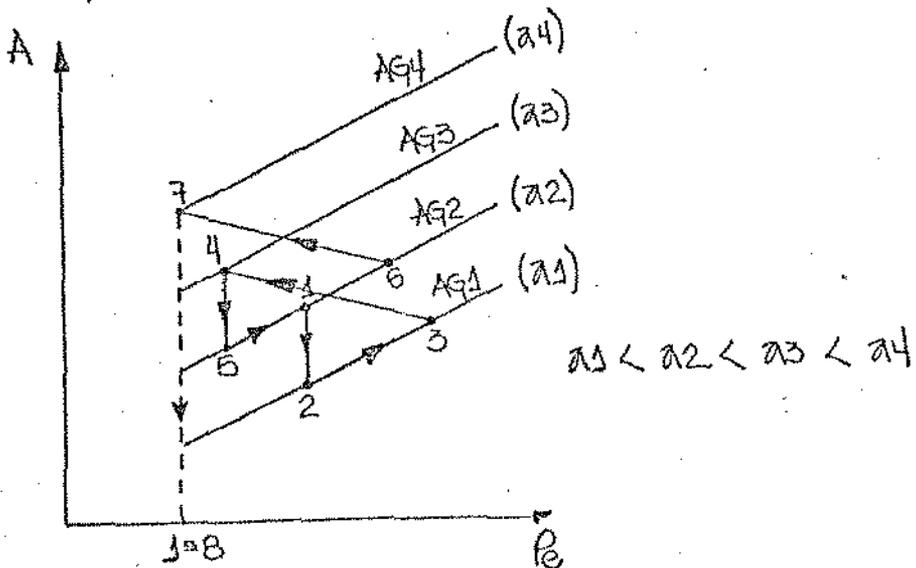


GRAFICO 3.



Quando a inflação é elevada, o governo tende a fazer recorrentes concessões financeiras com o objetivo de tentar manter a inflação sob controle. Este fato tende a vir acompanhado de um aumento no índice de custo de uso de bens público-fiscais, conforme será mostrado mais à frente, o que, por sua vez, tende a acelerar a inflação num momento posterior. Isto pode ser representado nos gráficos 2 e 3 por movimentos ascendentes ao longo de uma curva AB. Além disto, a piora recorrente da situação financeira do setor público tende a encontrar um limite na capacidade do sistema econômico de absorver os crescentes volumes de operações de crédito junto ao setor privado que aquelas políticas acabam implicando. Mais cedo ou mais tarde o governo é obrigado a buscar um "ajuste fiscal", que tende a representar um impacto direto sobre os preços (aumento de tarifas ou dos impostos e/ou redução de subsídios e transferências). Ou seja, depois de um aumento persistente de E_1 , tende a ocorrer sua diminuição às custas de uma elevação na aceleração inflacionária provocada por um "choque fiscal", isto é, por uma variação no valor de a .

Em termos dos gráficos 2 e 3, o que se observa é um deslocamento para cima da curva AB, o qual será tão maior quanto maior for o "choque fiscal" promovido pelo governo. Este processo de "ajuste fiscal" e aceleração inflacionária pode ser divergente (gráfico 2) ou convergente (gráfico 3), dependendo do nível do desajuste financeiro do setor público, dos demais determinantes da inflação e das condições políticas para a implementação dos

"ajustes fiscais" necessários. Esta é uma das análises que serão feitas ao final deste capítulo.

4 Os determinantes do índice de custo de uso de bens público-fiscais

Como foi afirmado antes, uma situação de "desajuste" pode ser traduzida por valores maiores do que 1 para os índices de custo de uso de bens cambiais e de bens público-fiscais, ou seja, $C_c > 1$ e $C_f > 1$. Nos casos em que a situação financeira do setor público fosse suficientemente robusta para absorver a aceleração inflacionária provocada por tais valores dos índices de custo de uso através de concessões financeiras, sem que isto venha a tornar frágil a situação financeira do governo, os ajustes poderiam ser feitos e os valores de C_c e C_f voltariam a ficar iguais a 1. No entanto, como foi comentado no capítulo 5, os processos de ajustamento tendem a transformar significativamente a situação financeira do setor público, levando à constituição de dívidas públicas extremamente elevadas, geradoras de compromissos financeiros de tal ordem que acabam recolocando recorrentemente a expectativa de "ajustes fiscais", tendo em vista as precárias condições de expansão "não custosa" do seu financiamento nas condições de instabilidade que caracterizam os períodos de ajustamento. Em outras palavras, quando os processos de ajustamento levam a uma situação de fragilidade financeira do setor público, os índices de custo de uso de bens público-fiscais passam a ser sistematicamente superiores a 1 como reflexo de tal situação de fragilidade. Nessas condições o governo não disporia de alternativas de financiamento que lhe permitissem cumprir seus compromissos financeiros futuros sem

que isto levasse a uma situação de elevação apreciável dos custos financeiros. A identificação desta situação com um índice de custo de uso de bens público-fiscais maior que 1 representa o reconhecimento da necessidade de um "ajuste fiscal" que deverá ser tão maior quanto mais frágil for considerada a situação financeira do setor público.

O meu interesse nesta seção é apresentar uma expressão analítica para os determinantes da variação da fragilidade financeira do setor público e, portanto, de \mathcal{C}_1 , de maneira a possibilitar o estudo da dinâmica deste último. A hipótese assumida aqui é que o índice de custo de uso de bens público-fiscais cresce na medida em que aumenta o coeficiente de fragilidade financeira do governo (F_g)⁷, podendo também haver variações autônomas provocadas pela percepção de que o governo possa vir a fazer ajustes superiores aos necessários à estabilização deste coeficiente. A idéia básica é que, em condições de ajustamento,

7. Abaixo apresento uma definição do coeficiente de fragilidade financeira do setor público bastante próxima daquela que foi proposta por Dreizzen (1985). Ainda que a idéia seja basicamente a mesma, há duas diferenças com relação à formulação daquele autor. A primeira e mais importante, é que Dreizzen coloca este índice como um índice geral, sem considerar as diferentes condições de financiamento de cada economia. Isto me parece equivocado, pois setores públicos de dois países podem ter o mesmo coeficiente de fragilidade financeira e situações completamente distintas, tais como o italiano e o brasileiro, onde o primeiro apresenta um coeficiente maior do que o do Brasil, apesar deste estar numa situação muito mais frágil. Como foi visto no capítulo 5, o que define a fragilidade é a percepção de que há uma relação entre despesas financeiras e rendimentos líquidos insustentável, o que sinaliza uma elevação dos juros. A segunda diferença é que incluímos os lucros operacionais das empresas públicas entre os rendimentos líquidos do governo.

uma crescente fragilidade financeira do setor público representa a necessidade de um maior "ajuste fiscal" e, portanto, uma maior aceleração inflacionária potencial. Ao contrário, caso não houvesse a realidade objetiva da necessidade de ajustamento, poder-se-ia pensar numa relação crescente entre compromissos financeiros e geração de recursos financeiros por parte do governo sem que isto se traduzisse numa pressão inflacionária crescente^B. Assim, supondo uma economia com um setor público frágil do ponto de vista financeiro, o índice de custo de uso de bens público-fiscais e o coeficiente de fragilidade financeira do governo poderiam ser definidos de acordo com as seguintes expressões:

$$C_1 = b.Fg + d \quad (4)$$

sendo

C_1 maior ou igual a 1;

d maior ou igual a zero;

b maior que zero;

$$Fg = (J.D) / (c.X) \quad (5)$$

B. Este talvez seja o caso de outras economias, tais como a americana e a italiana, que têm uma relação dívida/superávit operacional alta e não enfrentam os problemas mencionados.

onde:

Fg é o coeficiente de fragilidade financeira do setor público;

j é o custo médio da dívida global do setor público;

D é a dívida global do setor público ;

b é um parâmetro que depende das condições de financiamento do setor público e que varia de acordo com as condições particulares de cada economia e de cada conjuntura;

d é um termo de expectativas que assume valores maiores do que zero quando, não obstante a situação de estabilidade do coeficiente de fragilidade financeira do setor público, espera-se um "reforço fiscal" ;

9. Tal parâmetro depende fundamentalmente de três condições: a) da oferta de financiamento do setor privado ao setor público; b) da oferta de crédito do setor externo e c) do prazo médio do endividamento do setor público. As economias em ajustamento e cronicamente inflacionárias se caracterizam pela escassez de crédito externo e por prazos médios de endividamento curtos. Tais condições estabelecem um valor alto para o parâmetro b, o que faz com que mesmo uma relação $(j.D)/(c.X)$ relativamente baixa possa vir a traduzir-se em índices de custo de uso de bens público-fiscais maiores do que 1. Ao contrário, em economias onde a oferta de crédito interno e externo ao setor público é elevada e/ou o prazo médio do endividamento público é grande, mesmo uma alta relação $(j.D)/(c.X)$ pode ser compatível com um índice de custo de uso de bens público-fiscais igual a um, dado que em tais condições o parâmetro b seria bastante pequeno.

X é o produto da economia;

c é o rendimento líquido médio do setor público por unidade de produto, aqui definido como uma soma da carga fiscal líquida por produto (impostos menos subsídios e transferências) ao lucro das empresas públicas por produto.

A hipótese que se está assumindo aqui é de que o índice de custo de uso de bens público-fiscais é tanto maior quanto maior for a fragilidade financeira do setor público. Tal fragilidade pode ser medida através de um coeficiente que relaciona o custo financeiro da dívida global do setor público ($j.D$) com o rendimento líquido global do setor público ($c.X$). Isto significa dizer, por exemplo, que se a carga tributária líquida por unidade de produto e/ou os preços dos bens públicos decrescerem em termos reais ocorrerá uma diminuição do valor de c , o que por sua vez, mantido tudo o mais constante, aumenta os valores de F_g e \mathcal{E}_1 . Para facilitar o estudo dos determinantes dinâmicos de \mathcal{E}_1 , vamos dividir a expressão de F_g em duas partes:

$$\mathcal{E}_1 = (b.j/c).(D/X) + d \quad (6)$$

A expressão (6) nos diz que \mathcal{E}_1 depende:

a) da relação entre o custo médio da dívida global do setor pú-

blico e o rendimento, líquido médio do setor público por unidade de produto (j/c);

b) da dívida global do setor público por unidade de produto (D/X);

c) do parâmetro b , que reflete as condições de financiamento do setor público; e

d) de um termo autônomo d , cujos movimentos são episódicos e relevantes, do ponto de vista da análise, apenas em situações de estabilidade do coeficiente de fragilidade financeira do setor público.

Para efeito da discussão que será feita mais à frente é útil representarmos estas relações num gráfico. O gráfico 4 mostra que o índice de custo de uso de bens público-fiscais (θ_1) apresenta uma relação linear com D/X , tendo como coeficiente angular o parâmetro b multiplicado pela relação j/c . Para uma dada relação j/c , quanto maior a dívida global do setor público por unidade de produto, maior será θ_1 ¹⁰. Por outro lado, quanto maior for a relação j/c , ou seja, quanto maior for o custo médio da dívida global do setor público em relação ao seu rendimento

10. A não ser que b e/ou D/X sejam muito baixos fazendo com que $b.(j/c).(D/X) < 1$, caso em que θ_1 seria igual a 1.

líquido médio por unidade de produto, maior será θ_1 para um mesmo nível de D/X .

Antes de passar a discutir os determinantes de D/X e j/c é oportuno realizar uma breve digressão, a título de introdução à análise dinâmica que faremos mais à frente, sobre uma das trajetórias comuns na relação entre θ_1 e D/X em condições de ajustamento.

O gráfico 5 apresenta uma situação que tem sido típica nas economias submetidas a ajustamento. Como já foi comentado acima, o agravamento nas condições de reciclagem da dívida externa leva a um forte endividamento do setor público. Desta forma, as economias em ajustamento em geral iniciaram sua *vía crucis* com uma elevada relação entre dívida global do setor público e seu superávit operacional¹¹. Como será demonstrado na próxima seção, quando o superávit operacional do setor público por unidade de produto estiver abaixo de um determinado nível crítico, a dívida pública global por unidade de produto (D/X) tenderá a ser ascendente, o que do ponto de vista do gráfico 5 representa um deslocamento ascendente de θ_1 ao longo da curva GD .

Com o crescimento da relação D/X , tende a haver uma pressão no sentido da elevação dos juros pagos pelo setor público. Caso não

11. No mais das vezes tais economias apresentavam déficits operacionais.

haja um "ajuste fiscal" correspondente, haverá um crescimento na relação j/c que fará com que a cada aumento de D/X haja um aumento mais intenso de θ_1 em relação à situação anterior, o que, por sua vez, tenderá a incrementar ainda mais rapidamente a taxa de inflação. Caso o governo reaja a esta aceleração contendo os preços dos bens públicos teríamos um aumento ainda maior da relação j/c , o que voltaria a potencializar a aceleração inflacionária.

Feita esta breve digressão, em seguida será realizado o estudo dos determinantes da evolução de θ_1 , examinando-se separadamente os seus dois componentes.

GRÁFICO 4.

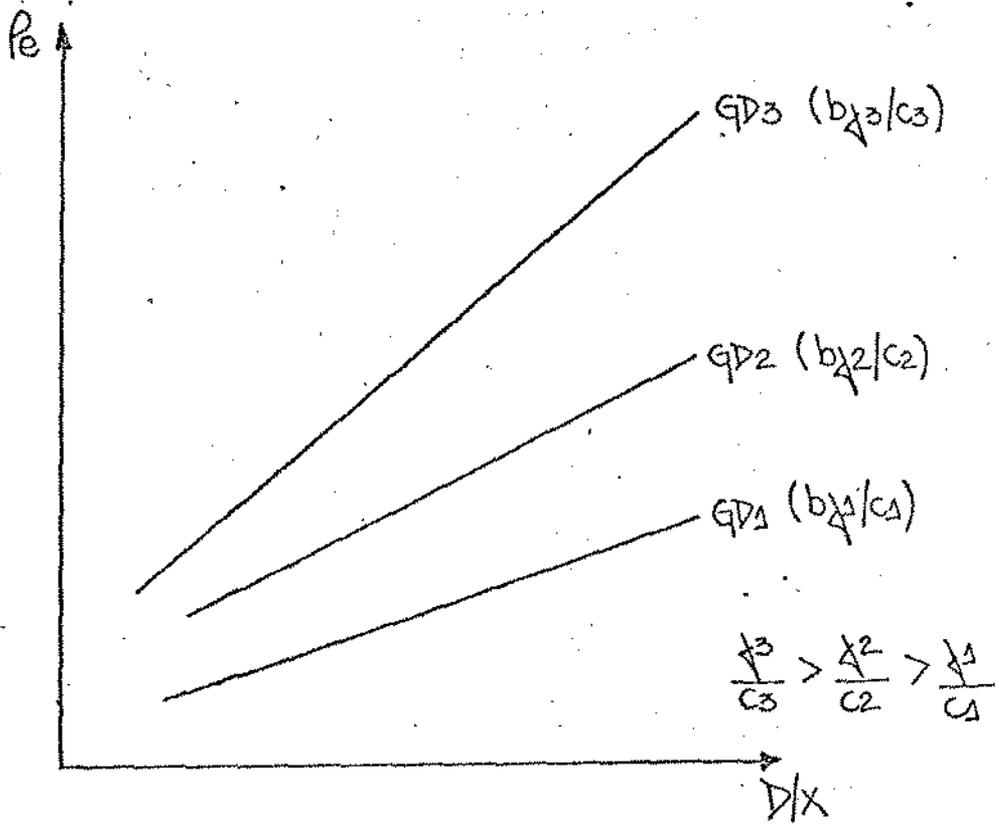
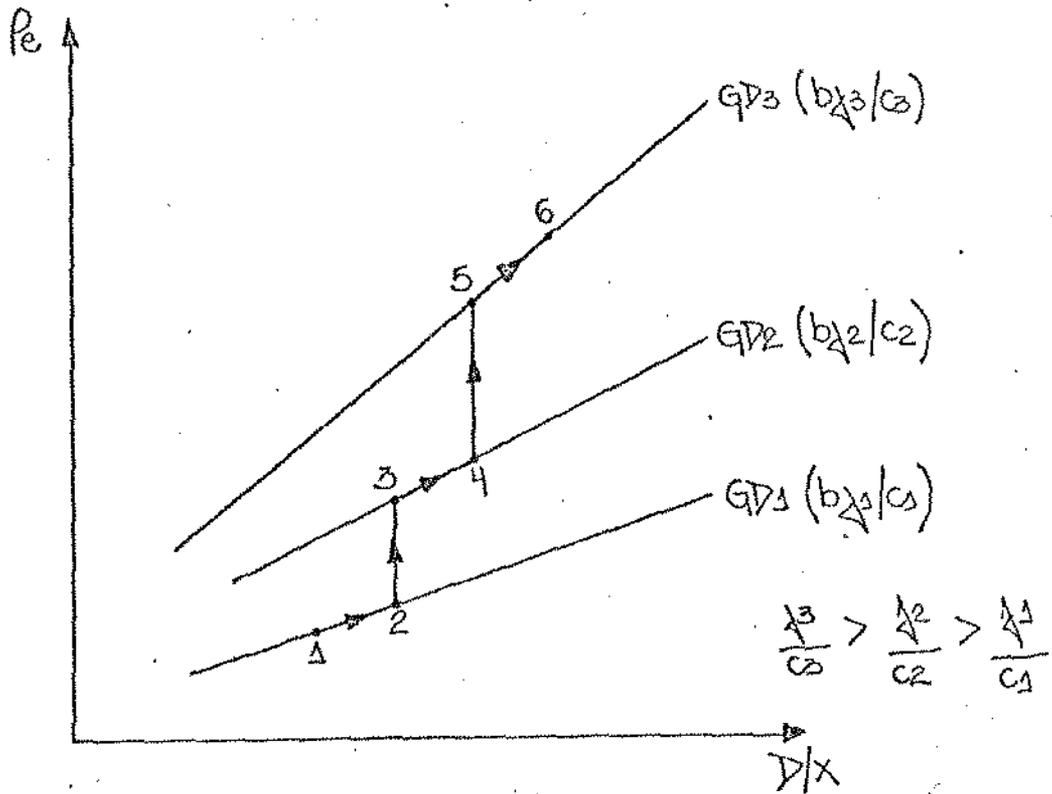


GRÁFICO 5.



6.5 Os determinantes da dívida global do
unidade de produto (D/X)

Para proceder ao estudo dos determinantes da dív. setor público por unidade de produto vamos parti. identidade representativa da restrição orçamentária do s visto de forma consolidada, incluindo as autoridades monetár.

$$j - s = d - d^{-1} \cdot (i+p) + m - m^{-1} \quad (1)$$

onde:

j são juros líquidos pagos pelo setor público referentes às suas dívidas;

s é o superávit operacional ou não financeiro do setor público;

d é a dívida global do setor público (externa e interna);

m é o estoque de moeda;

p é a taxa de inflação.

Admitindo que os juros líquidos pagos pelo governo dependam somente da dívida global do setor público do período anterior

e que o

- S

(6)

que:

s expressos em

$$m = m^{-1}$$

onde:

e D/X , vamos

duto) e fazer

r é o custo real médio

q é a taxa de crescimento do

X (7)

Substituindo (2) e (3) em (1) temos:

am a

$$r(i+p)d^{-1} - s = d - d^{-1}(i+p) + m^{-1}E(i+p) \dots$$

(7)

que rearranjando algebricamente assume a forma:

$$d = d^{-1}[(i+p).(i+r)] - m^{-1}E(i+p).(i+q) - i] - s$$

(8)

Assumindo que o nível geral de preços de um período é igual ao nível geral de preços do período anterior multiplicado por $(i+p)$, e dividindo todos os termos pelo nível geral de preços, temos:

$$D = D^{-1}(1+r) - M^{-1}[(1+q) - 1/(1+p)] - S \quad (6)$$

onde:

D, M, S correspondem aos valores de d, m, s expressos em termos reais.

Como o objetivo é estudar os determinantes de D/X, vamos dividir todos os termos de (6) por X (nível de produto) e fazer $X = X^{-1} \cdot (1+q)$. Desta forma temos:

$$D/X = (D^{-1}/X^{-1})[(1+r)/(1+q)] - M^{-1}/X^{-1}\{[1 - 1/[(1+p)(1+q)]]\} - S/X \quad (7)$$

Para facilitar a compreensão a respeito dos fatores que afetam a evolução de D/X, dividimos todos os membros da expressão (7) por D^{-1}/X^{-1} :

$$\begin{aligned} (D/X)/(D^{-1}/X^{-1}) &= (1+r)/(1+q) - M^{-1}/D^{-1}\{[1 - 1/[(1+p)(1+q)]]\} - \\ &- (S/X)/(D^{-1}/X^{-1}) \end{aligned} \quad (8)$$

Esta expressão nos sugere que a evolução de D/X depende de três fatores:

a) a relação entre as taxas de crescimento do produto e do custo

real médio da dívida global do setor público¹²;

b) o imposto inflacionário; e

c) a relação entre o superávit operacional do setor público e a sua dívida global por unidade de produto do período anterior.

Admitindo-se que num contexto de ajustamento a relação entre as taxas de juros e de crescimento da economia tende a ficar relativamente rígida, pode-se afirmar que em tal contexto a evolução de D/X dependerá fundamentalmente da evolução da taxa de inflação e da relação entre o superávit operacional do setor público e o seu estoque pretérito de dívida global.

A inflação, como se sabe, é uma das formas de financiamento do setor público, através do chamado "imposto inflacionário", que é tanto maior quanto maiores forem a demanda de moeda na economia e a taxa de inflação. Contudo, a demanda de moeda varia inversamente com a taxa de inflação, o que faz com que o imposto inflacionário dependa de duas forças contraditórias. Para taxas de inflação ascendentes o imposto inflacionário cresce desde que a sua redução correspondente ao menor desejo de retenção de

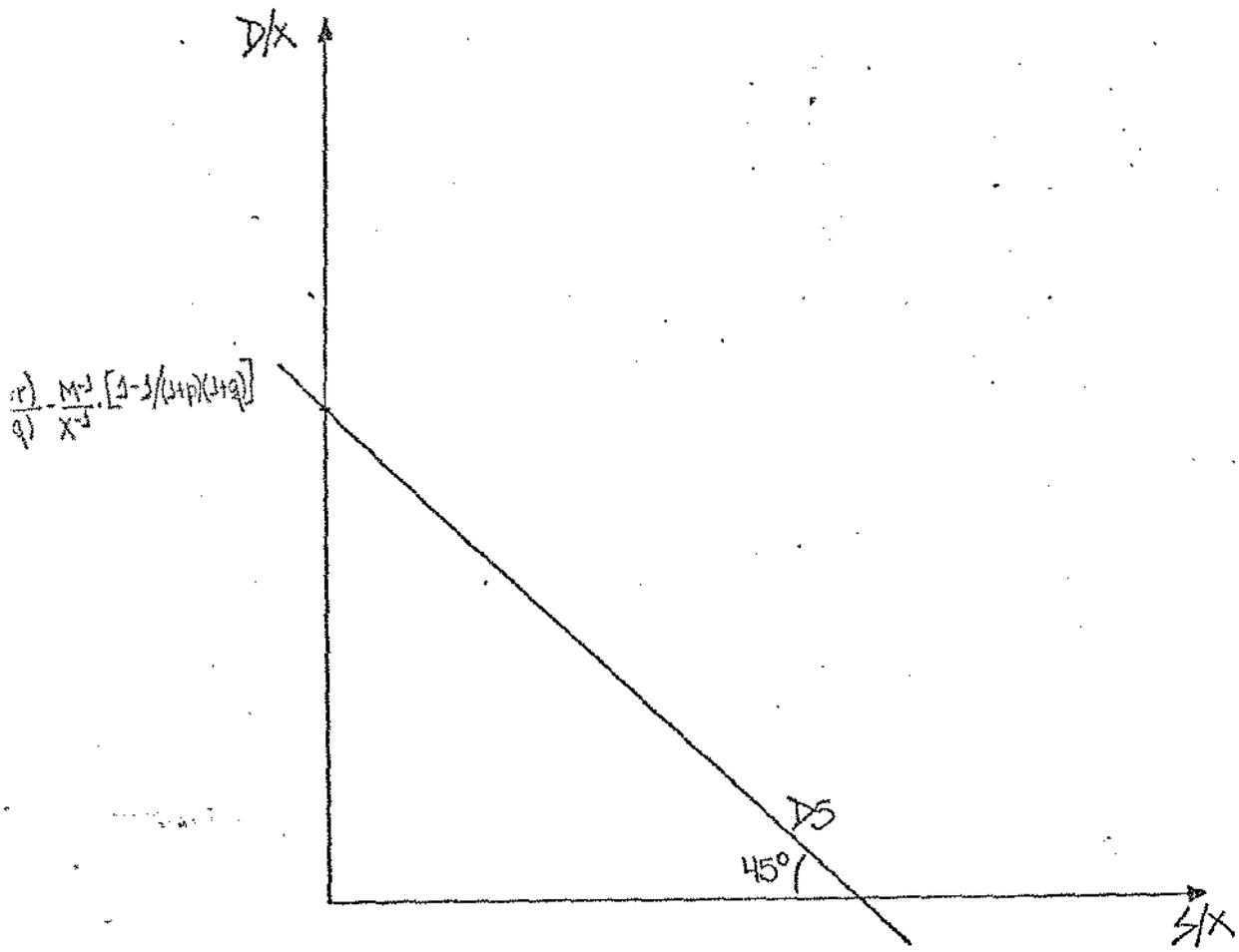
11. Em geral os estudos sobre evolução da dívida pública por unidade de produto se restringem a esta relação admitindo hipóteses restritivas para o comportamento do superávit operacional do setor público e para a taxa de inflação. Veja por exemplo Lerda (1987); Rossi (1987); e Braga, Welch e de André (1987).

moeda não anule o efeito do aumento na taxa de inflação. A partir deste ponto o imposto inflacionário passa a decrescer com o aumento da inflação: "Alternativamente, uma elevação na taxa de inflação não necessariamente beneficia o governo - em termos do imposto inflacionário - já que pode haver um efeito mais que compensador na redução da demanda de dinheiro."¹³ (Marfán, 1984, p. - tradução própria). No caso das economias aqui tratadas, cronicamente inflacionárias e sob ajustamento (com elevado endividamento do setor público), o papel da inflação em conter a evolução de D/X não só tende a ser pequeno como também decrescente com a aceleração da inflação.

Vejamos agora o efeito da relação entre o superávit operacional do setor público por unidade de produto (S/X) e a dívida global do setor público por unidade de produto do período anterior (D^{-1}/X^{-1}) sobre a evolução de D/X . Para tanto tomemos a expressão (7). Ela pode ser entendida como uma relação inversa entre D/X e S/X , que pode ser expressa graficamente por uma reta, representada no gráfico 6, cujo coeficiente angular é igual a -1 e cujo ponto de intercepto é igual a:

13. "Isso é conhecido como efeito Laffer, o qual também pode ser estendido a outros impostos. A curva de Laffer surge de um raciocínio muito simples: sendo a alíquota de um imposto zero ou cem, a arrecadação será zero (no segundo caso porque a base do imposto torna-se nula). Portanto, existe uma taxa entre zero e cem por cento que maximiza a arrecadação. Se a taxa efetiva é superior, a base tributária diminui mais que proporcionalmente."

GRÁFICO 6.



$$(D^{-1}/X^{-1})[(1+r)/(1+q)] - M^{-1}/X^{-1}\{1-1/[1+p)(1+q)]\}$$

Isto nos informa que este ponto intercepto é tanto maior quanto maior for a dívida global do setor público por unidade de produto do período anterior. Além disto esta expressão nos diz que, conforme o valor S/X , D/X será maior, menor ou igual a D^{-1}/X^{-1} . Para sabermos que valor de S/X acarreta uma relação D/X ascendente basta examinar em que condições:

$$D/X - D^{-1}/X^{-1} > 0 \quad (9)$$

Para conhecermos os condicionantes para uma dívida líquida do setor público por unidade de produto ascendente basta subtrair D^{-1}/X^{-1} do segundo membro da expressão (7) e impor a condição relativa à inequação (9). Assim, D/X superará D^{-1}/X^{-1} desde que:

$$(D^{-1}/X^{-1})[(1+r)/(1+q)] - M^{-1}/X^{-1}\{1-1/[1+p)(1+q)]\} - S/X - D^{-1}/X^{-1} > 0 \quad (10)$$

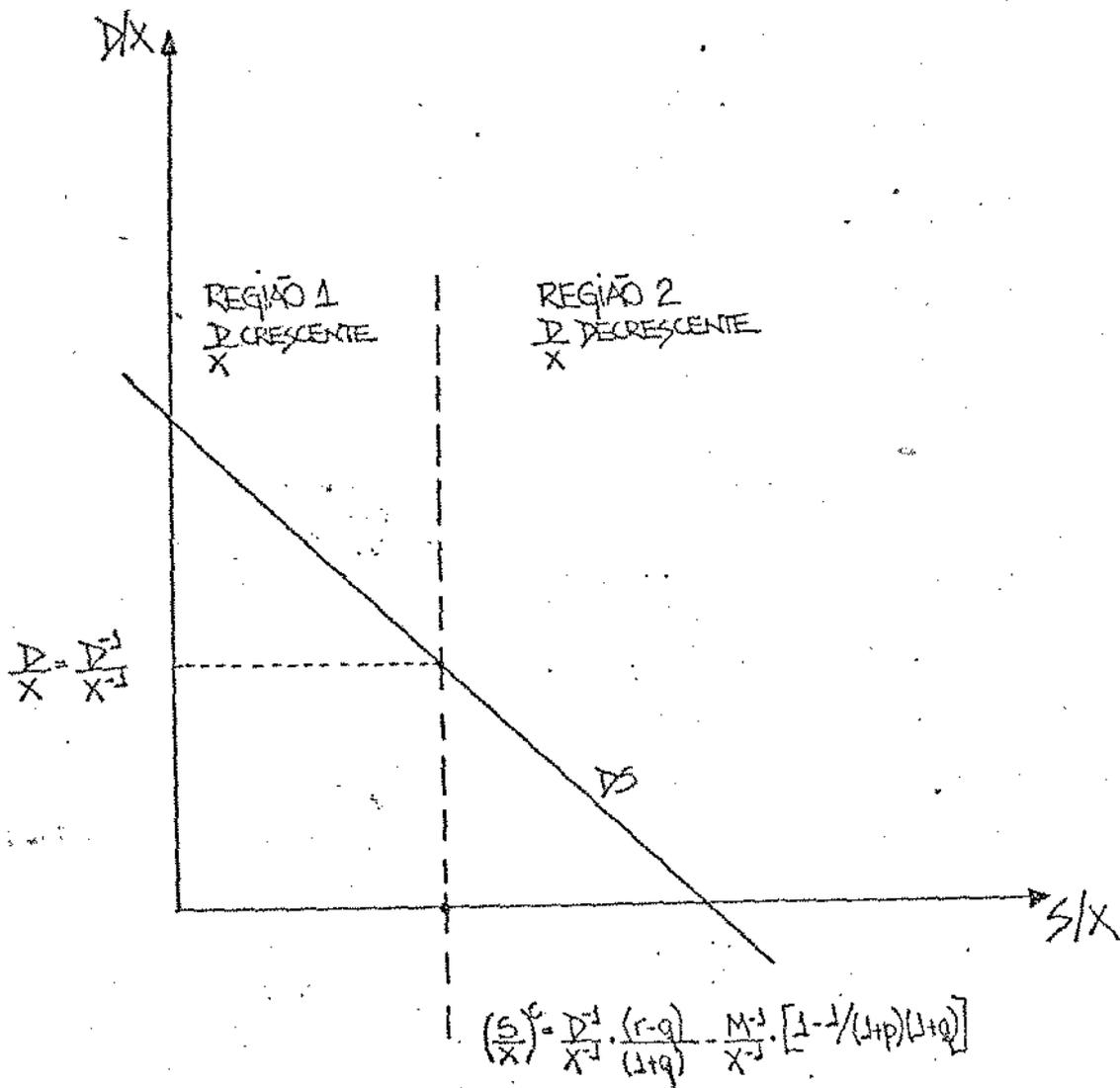
que com algumas transformações algébricas pode ser expressa como:

$$(D^{-1}/X^{-1})[(r-q)/(1+q)] - M^{-1}/X^{-1}\{1-1/[1+p)(1+q)]\} > S/X \quad (11)$$

Assim, se o superávit operacional por unidade de produto for menor que o valor crítico correspondente ao primeiro membro da inequação 11, teremos uma situação em que D/X é ascendente.

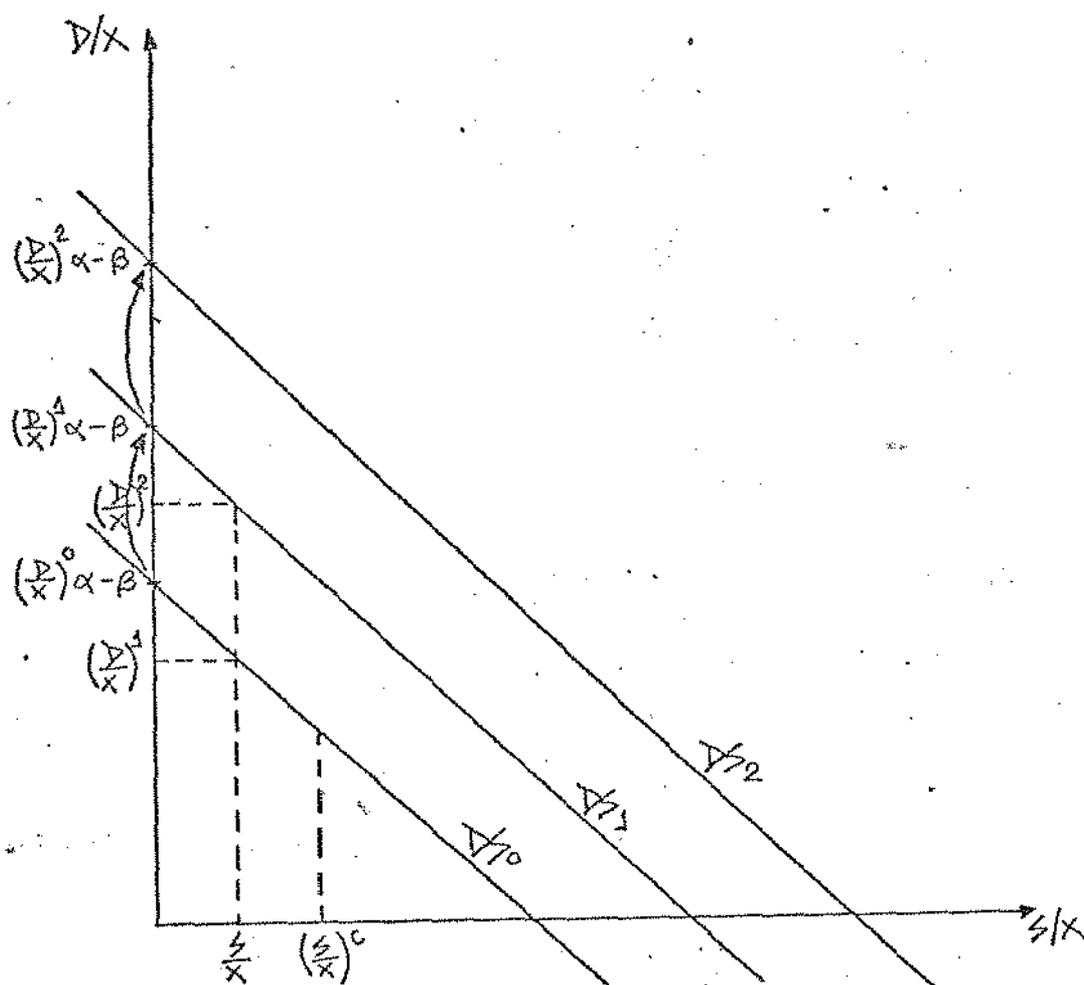
Em termos do gráfico anterior, a evolução da dívida global do setor público pode ser sintetizada pelos gráficos 7 e 8. Caso uma economia esteja na região 1 do gráfico 7, ou seja, apresente S/X inferior ao seu valor crítico (correspondente ao lado esquerdo da inequação 11), haverá um deslocamento progressivo da curva de acordo com o ritmo de expansão do valor de D/X , como mostra o gráfico 8. Esta constatação nos será útil quando tratarmos da dinâmica inflacionária em condições de fragilidade financeira do setor público, que para nós corresponde a um superávit operacional do setor público inferior ao seu valor crítico num contexto em que não há condições adequadas de financiamento, o que é típico nas economias em ajustamento.

GRÁFICO 7.



ONDE $\left(\frac{S}{X}\right)^c$ É O VALOR CRÍTICO DE $\frac{S}{X}$

GRÁFICO 8.



ONDE

$$q = \frac{\Delta + r}{\Delta + q}$$

$$\beta = \frac{M-1}{X-1} \cdot \left[1 - \frac{1}{(1+p)(1+q)} \right]$$

6 Os determinantes da relação entre custo médio da dívida global do setor público e rendimentos líquidos do setor público (j/c)

Como já foi destacado, minha preocupação é estudar a dinâmica inflacionária em economias cronicamente inflacionárias, em condições de fragilidade financeira do setor público e sob ajustamento econômico. A meu juízo, em tais condições as taxas de juros tendem a ser razoavelmente inflexíveis à baixa¹⁴. Vejamos porque.

Como foi mostrado no capítulo 5, num contexto de ajustamento a incerteza sobre os valores futuros dos bens cambiais e público-fiscais tende a acelerar a inflação devido à variação dos *mark-ups* desejados. Tal aceleração inflacionária, por sua vez, tende a trazer inúmeros problemas para o sistema financeiro, em maioria multikorrelacionados¹⁵. Entre estes pode-se destacar:

- a) aumento da incerteza inflacionária;
- b) diminuição dos prazos implícitos nos contratos de crédito e

14. Aqui estou me referindo especificamente às taxas de juros internas.

15. Sobre este ponto, veja Dreizzen (1985).

aplicações¹⁶;

c) aumento dos prêmios de risco exigidos por parte dos aplicadores;

d) aumento da fragilidade do sistema financeiro¹⁷;

16. Segundo vimos, a inflação elevada em geral corresponde a uma alta variabilidade na taxa inflacionária, com fortes oscilações nos preços relativos. Isso tem dois efeitos. Primeiro, para a empresa resulta mais arriscado assumir compromissos de longo prazo na medida em que uma queda imprevista no nível de inflação (ou em sua relação preço-custo) pode significar a impossibilidade de fazer frente aos serviços financeiros pactuados no passado. Segundo, a entidade que concede o crédito encontra-se, ante essa variabilidade de preços absolutos e relativos, com sérias dificuldades para avaliar os riscos de não cumprimento por parte do devedor. Isso conduz, ante uma atitude adversa ao risco tanto por parte da firma quanto do banco, a um encurtamento dos prazos com o objetivo de se poder renegociar em curtos lapsos de tempo as condições estipuladas nos contratos de crédito. Por outro lado, sabemos que a arbitragem de prazos constitui função essencial dos bancos; o sistema financeiro deve ser capaz de transformar depósitos de curto prazo em empréstimos de longo prazo, correndo o denominado 'risco de liquidez'. Mas as frequentes e amplas flutuações nas taxas de juros introduzem também um significativo 'risco de taxas' para as entidades financeiras. Desse modo, os intermediários vão preferir efetuar empréstimos de menor prazo para evitar a necessidade de imobilizar seus ativos por longos períodos a taxas preestabelecidas, financiando-os com fundos de curto prazo que devem recolher continuamente do mercado a taxas desconhecidas. Dadas as flutuações das taxas de captação e a incerteza geral sobre os preços e rendimentos relativos, os depositantes, por sua vez, mostrarão marcada preferência por efetuar aplicações de curto prazo para disporem da maior liquidez possível e evitarem perdas de capital." (Dreizen, 1985, pp.47-48).

17. Mas a isso devemos adicionar que tais fenômenos não apenas reduzem os prazos, mas também provocam por si mesmos maior instabilidade nas condições vigentes no mercado financeiro, com relação às quais o sistema é mais vulnerável. Assim, por exemplo, com uma inflação crônica, o sistema é mais frágil ante aumentos nas taxas de juros (por causa do predomínio de posições especulativas e *Ponzi*); mas, por sua vez, essas flutuações nas taxas são mais frequentes em consequência da instabilidade." (Dreizen, 1985, p.49).

e) maior tendência à desintermediação financeira;

f) maior tendência à "fuga de capitais".

A conjunção dos itens b e c tende a provocar um desbalanceamento entre as estruturas ativa e passiva das instituições financeiras o que, por sua vez, tende a tornar ainda mais grave todo esse processo. Ao longo dessa trajetória instabilizante a quebra de uma ou outra instituição não só é um fato provável, como também torna mais fortes todas essas tendências.

Alternativamente ao quadro desenhado, poder-se-ia pensar na hipótese de o governo vir a tentar controlar esse processo através de regulamentações sobre os prazos e as taxas das operações financeiras, de maneira a evitar o desbalanceamento das instituições. Ainda que ele possa fazer isto em certa medida, o seu raio de manobra para tanto é relativamente pequeno, dados os riscos de desintermediação financeira e/ou de fuga de capitais. Com o objetivo de evitar tais resultados, ou melhor, na tentativa de minimizá-los, já que de certa forma eles são praticamente incontornáveis, o governo é obrigado a restringir suas intervenções em termos de regulamentações quanto a prazos e taxas das operações financeiras e, com isto, assistir ao enfraquecimento das instituições financeiras quando ocorre uma aceleração inflacionária.

Para que esse enfraquecimento não se transforme numa crise financeira, ou melhor, com o objetivo de adiar ao máximo tal crise, os governos não só acabam tendo que permitir a sustentação das taxas de juros em níveis elevados, como forma de manter os aplicadores no sistema, como também, paralelamente, são forçados a socorrer as instituições financeiras através de inúmeros expedientes que, do ponto de vista do nosso esquema analítico, significam reduções no valor de c^{10} . O governo é obrigado a fazer isto pois, caso contrário, estaria correndo dois riscos :

a) em situações normais, a deterioração das instituições financeiras tenderia a uma desintermediação financeira com consequências graves tanto do ponto de vista da estabilidade econômica imediata, decorrente de uma corrida contra os bancos, como em termos de uma aceleração inflacionária ainda maior;

b) em condições de ajustamento, quando as taxas internacionais de juros estão altas, há o risco adicional de fuga de capitais, que tem como efeitos negativos adicionais a instabilidade do mercado paralelo de divisas e, por este intermédio, a instabilidade cambial devido aos efeitos nefastos de diferenças

18. Sobre a tendência às intervenções governamentais em situações de instabilidade financeira veja a análise de Minsky (1985) a respeito do papel dos Bancos Centrais como *Lenders of Last Resort*.

significativas entre as taxas oficiais e informais, de câmbio sobre as contas comerciais.

Para evitar tanto a desintermediação financeira como a fuga de capitais, como afirmei acima, os governos tendem a adotar dois tipos de comportamento:

a) evitar a crise financeira fazendo inúmeras concessões aos intermediários financeiros e/ou devedores finais em condições financeiras precárias, fortalecendo-os, o que prejudica enormemente o rendimento líquido médio do setor público (c); e

b) permitir a sustentação ou a elevação das taxas de juros, o que tenderia a afetar o custo médio da dívida global do setor público (j).

Se os governos não desejarem ou não puderem, por razões financeiras ou políticas, aumentar as concessões financeiras em favor do sistema financeiro ou das empresas fortemente endividadas que poderiam vir a afetar o sistema financeiro, seriam obrigados a arcar com os custos de uma elevação de j. Se, ao contrário, as taxas de juros não puderem se manter elevadas, quer por razões políticas, quer por prejudicarem seriamente empresas importantes e em situação financeira

delicada, os governos serão obrigados a prejudicar fortemente o seu rendimento líquido por unidade de produto (c).

Com isto a que conclusão chegamos? A de que uma aceleração da inflação num sistema financeiro frágil, ao aumentar a probabilidade de ocorrência de uma crise financeira, acaba fazendo com que os governos, ao procurarem evitá-la, tomem um conjunto de medidas defensivas que, seja qual for a sua composição, acabam tendo como resultante uma elevação na relação entre o custo médio da dívida global do setor público e o rendimento líquido do setor público (j/c).

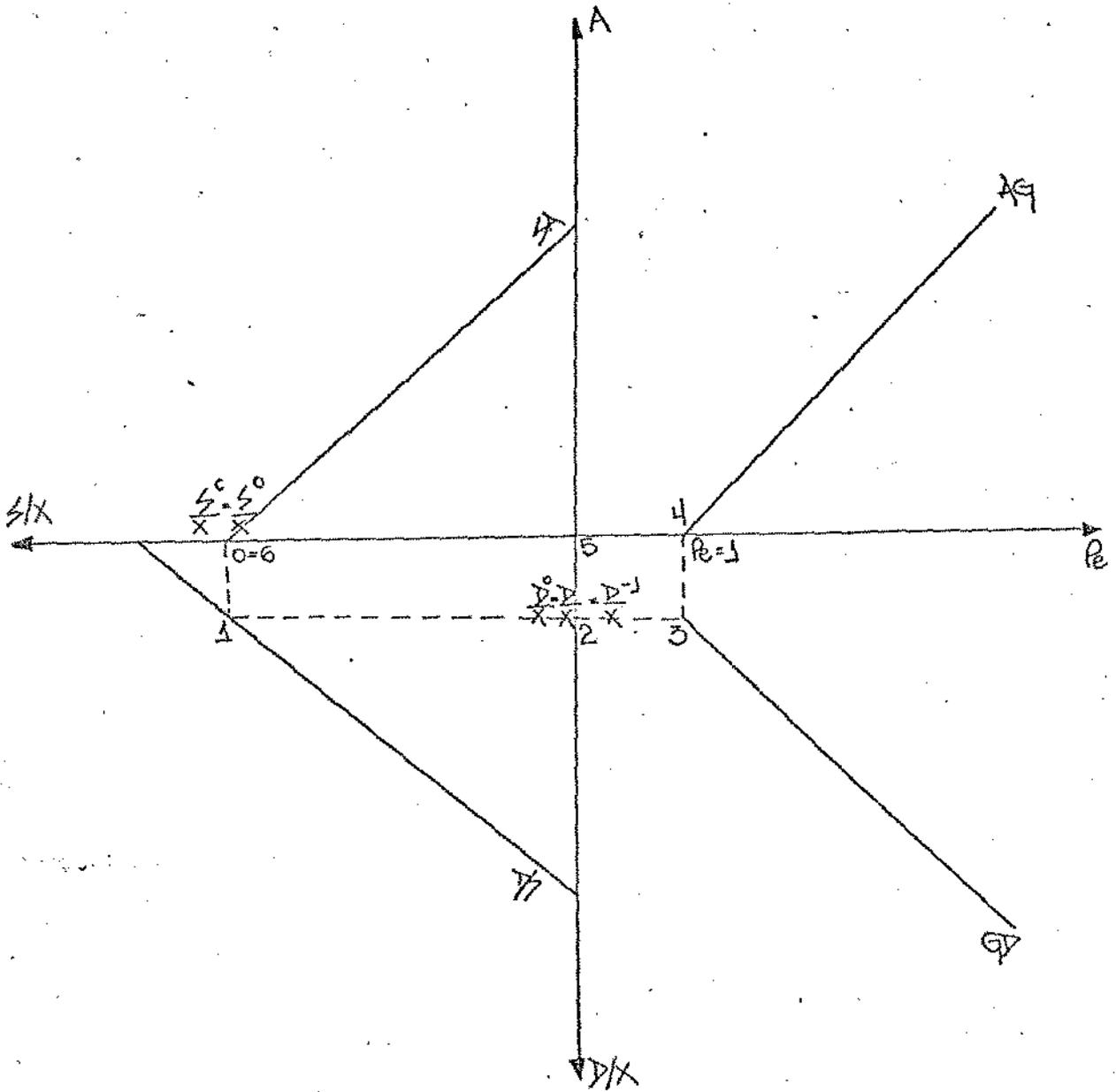
6.7 O modelo representativo das interações básicas da aceleração inflacionária.

Para realizar uma análise das interações básicas da aceleração inflacionária, vale dizer, das interações entre o custo de uso de bens público-fiscais, a aceleração da inflação e os determinantes da fragilidade financeira do setor público, será promovida uma integração analítica das três relações discutidas anteriormente a uma quarta relação que será comentada a seguir, através de um modelo cuja representação em termos estáticos corresponde ao gráfico 9¹⁹.

Como se pode notar, foram reunidas neste modelo analítico as relações representadas por três curvas já discutidas: AG, DS e GD. Além destas curvas está sendo incluída a curva SA. O que esta informa é que sempre que houver uma aceleração inflacionária o superávit operacional do setor público se

19. Desde logo é preciso destacar que as relações que serão estabelecidas aqui dizem respeito a movimentos tendenciais cuja "concretização" depende de outras variáveis, conforme será destacado no final desta exposição. Em outras palavras, o movimento real da inflação dependerá também de forças compensatórias que poderão advir tanto de choques inesperados e extraordinariamente fortes de deflação como também de movimentos de política econômica, ou ainda, da imposição de perdas setoriais de renda.

GRÁFICO 9.



reduzirá, sendo que tal redução será tanto maior quanto maior for a aceleração inflacionária²⁰.

Além de apresentar as quatro curvas, o gráfico 9 dá destaque para o fato de que, se o superávit operacional por unidade de produto (S/X) for igual à sua relação crítica (conforme a

20. Este argumento se baseia na hipótese básica dos trabalhos de Aghevaeli e Kahn (1977, 1978) de que as receitas públicas tendem ajustar-se mais lentamente do que os gastos diante de uma aceleração inflacionária. Esta hipótese tem como referência, em primeiro lugar, os trabalhos de Oliveira (1967) e Tanzi (1977, 1978). Estes autores procuraram destacar que a existência de defasagens temporais entre os momentos de geração e de arrecadação dos impostos fazem com que as receitas em termos reais tendam a reduzir-se diante de uma aceleração da inflação, sendo que tal depreciação das receitas públicas seria tanto maior quanto maior fosse a aceleração inflacionária. Em segundo lugar, Aghevaeli e Kahn sustentam que as políticas de gastos públicos dos governos de países em desenvolvimento tendem a procurar manter os gastos reais planejados mesmo num contexto de inflação ascendente. Heller (1980) critica a hipótese de Aghevaeli e Kahn alertando para o fato de que, entre outras coisas, os diferentes componentes das receitas e das despesas públicas apresentam comportamentos distintos no que diz respeito às velocidades de ajuste com relação à inflação. Em função disto, as implicações de uma aceleração da inflação sobre o déficit público podem diferenciar-se em função das diferentes estruturas das receitas e dos gastos públicos. Sendo assim, é difícil estabelecer uma proposição de caráter universal no que respeita ao comportamento do déficit operacional do setor público diante da aceleração da inflação. Contudo, a meu juízo, isto não nos impede de aceitar um *insight* destes autores e que não foi explorado por eles, de que, no mais das vezes, os gastos por parte do setor público, uma vez planejados, tendem a se tornar relativamente rígidos em termos reais. O meu argumento para sustentar esta hipótese de Aghevaeli e Kahn seria de que os gastos públicos tendem a sustentar-se em termos reais porque, uma vez planejados, eles acabam por constituir blocos de interesse que exercem uma pressão política suficientemente forte e eficaz para que tais gastos não venham a ser reduzidos significativamente em termos reais, o que, obviamente, não ocorre com as receitas, que, ademais, não podem ajustar-se tão facilmente, dadas as restrições institucionais à introdução de novos impostos e/ou novas sistemáticas de cálculo e arrecadação dos impostos a curto prazo.

definição na seção correspondente aos determinantes da evolução da dívida global do setor público por produto), D/X fica estável, mantendo-se também estável o valor de θ_1 . Caso o valor inicial deste for igual a 1, S/X se manterá igual à sua relação crítica, o que, por sua vez, tenderá a manter a estabilidade de D/X e θ_1 .

No entanto esta não é a situação de uma economia complexa, submetida a ajustamento e com um setor público frágil do ponto de vista financeiro. Como já foi salientado diversas vezes, o processo de ajustamento externo tende a levar a uma situação de endividamento excessivo do setor público e, por conseguinte, a uma relação S/X se não abaixo, pelo menos próxima de seu nível crítico. Associada a este fato, a própria necessidade de ajustamento externo e as incertezas com relação às contas externas tendem a acelerar a taxa de inflação devido à incerteza com relação ao custo de uso de bens cambiais. Esta aceleração da inflação tende a diminuir o valor de S/X^{21} , o que, associado ao elevado endividamento inicial, torna ainda maior a diferença entre a relação S/X e o seu nível crítico. Adicionalmente, a aceleração da inflação tende a elevar a relação j/c , o que amplifica os efeitos negativos de uma relação dívida/produto ascendente sobre a aceleração inflacionária. Este conjunto de processos tende a manter a inflação acelerada, tornando cada vez

21. Como já foi visto a curva SA sintetiza este fato, vale dizer, sempre que há aceleração da inflação há uma redução no valor de S/X .

mais difícil o manejo da política econômica. Vejamos isto com mais detalhes.

A dinâmica da aceleração da inflação numa economia com as características assinaladas, supondo por ora uma atitude passiva do governo, poderia ser representada pelos gráficos 13 e 14. Eles sintetizam as consequências das relações dinâmicas implícitas nas curvas SA, DS e GD para uma situação em que S/X está abaixo de seu nível crítico. Para esclarecer melhor os diversos aspectos desta dinâmica, será demonstrado inicialmente, através dos gráficos 10, 11 e 12, o papel que cada uma destas relações desempenharia numa situação hipotética em que os mecanismos dinâmicos das outras duas relações estivessem esterilizados.

O gráfico 10 apresenta os efeitos dinâmicos da relação SD numa situação em que S/X é menor que o seu valor crítico. Para tanto, como já foi dito, serão feitas as suposições, somente para fins expositivos, de que a curva SA é vertical e o coeficiente angular correspondente à curva GD é estável. Em outras palavras, será suposto que as relações S/X e j/c são insensíveis à aceleração da inflação. Nestas condições, uma relação inicial S/X abaixo do nível crítico $[\theta]^{22}$ determinaria através do

22. Para facilitar a exposição e o acompanhamento gráfico da mesma, serão colocados entre colchetes os números correspondentes aos pontos e movimentos nos gráficos relativos a cada resultado e interação argumentados.

GRÁFICO 10.

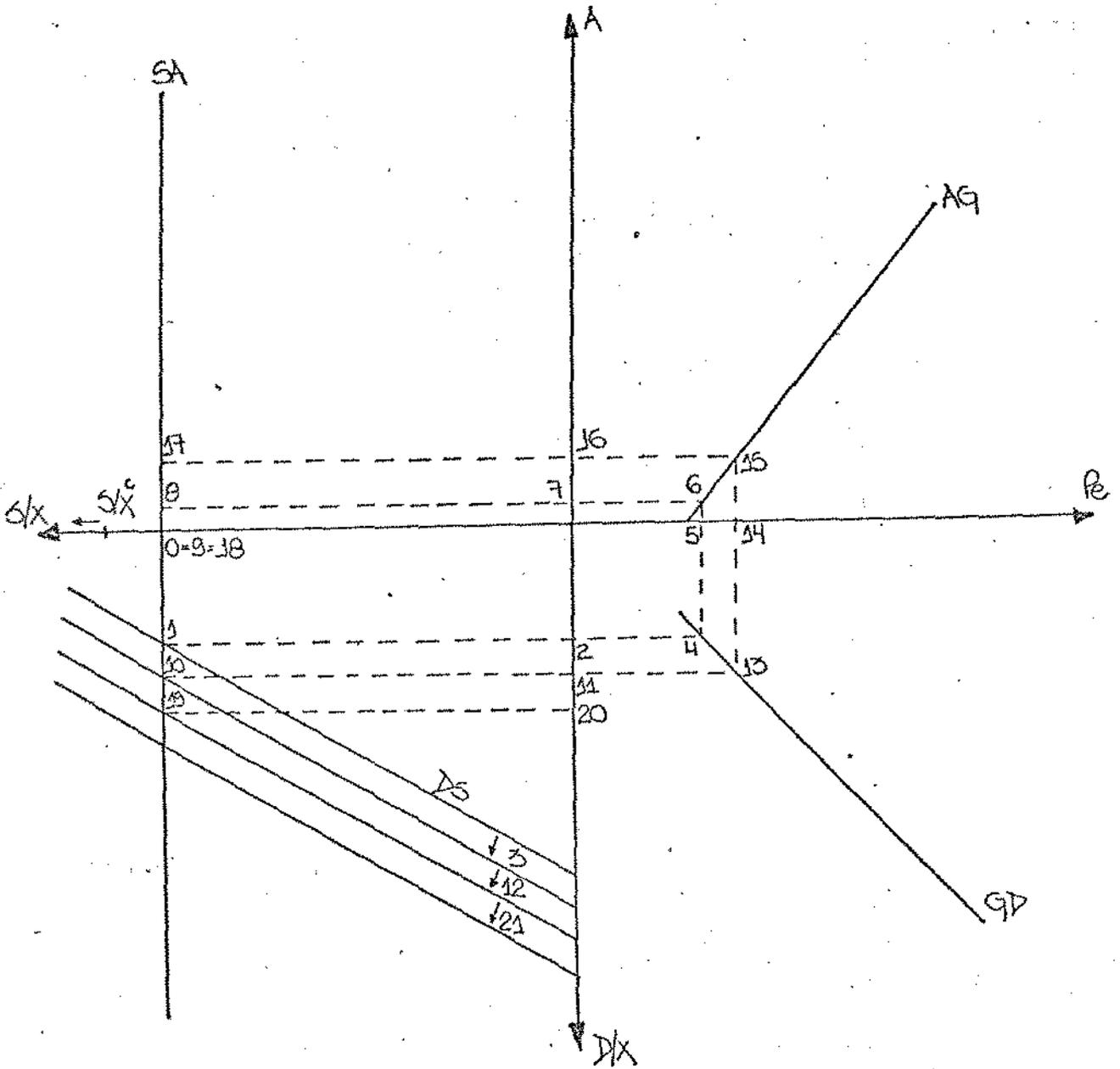


gráfico DS uma dívida por unidade de produto maior do que a do período precedente [1, 2]. Este fato teria duas consequências. Em primeiro lugar ocorreria uma elevação de θ , [2, 4, e 5] que, através do gráfico AG, acabaria levando a uma aceleração da inflação [6, 7]. Em segundo lugar, e este é um dos aspectos dinâmicos que interessa destacar, a elevação de D/X implicaria num deslocamento da curva DS [3], dado que, como foi visto na seção em que foram estudados os determinantes da evolução da dívida global do setor público por unidade de produto, o ponto de intercepto desta curva depende do valor de D/X do último período.

Assim, mesmo numa situação hipotética em que S/X e j/c fossem constantes, a existência de S/X abaixo de seu nível crítico faria com que houvesse um progressivo aumento na dívida global do setor público por unidade de produto e, portanto, mantidos todos os demais fatores constantes, um índice de custo de uso de bens público-fiscais crescente.

Em outras palavras, numa economia em que se observassem as condições antes indicadas bastaria que houvesse uma situação inicial de um S/X abaixo de seu nível crítico para que se tivesse, em consequência, um aumento progressivo de D/X , que se concretizaria através do deslocamento progressivo da curva DS. Este movimento de D/X levaria a um também progressivo aumento do índice de custo de uso de bens público-fiscais que, por sua vez,

representaria uma pressão aceleradora ascendente sobre a taxa de inflação. Este seria um dos processos básicos daquilo que estou chamando de componente endógeno da aceleração inflacionária²³.

Contudo, para se ter uma visão mais complexa e concreta da dinâmica inflacionária é preciso ter em vista seus outros aspectos. Em primeiro lugar, trata-se de examinar as principais consequências da aceleração inflacionária do ponto de vista da análise que está sendo feita. Em seguida será necessário discutir as medidas de política econômica que os governos tendem a desencadear tanto com o objetivo de melhorar a situação financeira do governo como no sentido de amortecer os surtos de aceleração inflacionária e suas implicações, tarefa esta que será feita na próxima seção.

23. Cabe ser observado que além dos desdobramentos assinalados acima, relativos à situação descrita pelo gráfico 10, há um fato adicional e agravante que diz respeito à evolução do nível crítico da relação S/X . Como indica a inequação 11 da seção 6.5, tal nível crítico depende fundamentalmente da dívida pública por unidade de produto e do imposto inflacionário. A influência do primeiro elemento é trivial. A influência do segundo depende do comportamento de M^{-1}/X^{-1} frente à aceleração inflacionária. Tratando-se de economias cronicamente inflacionárias, pode-se admitir que as reduções de M^{-1}/X^{-1} tendem a reduzir apreciavelmente o segundo termo correspondente ao valor crítico de S/X , podendo até mais do que compensar a aceleração da inflação. Sendo assim, nestas economias as variações de S/X crítico tendem a seguir de perto o comportamento da dívida global do setor público por unidade de produto. Em outras palavras, S/X crítico tenderá a ser ascendente quando D/X for crescente, tornando cada vez mais problemático o esforço de estabilização. Esta observação também é válida para todas as outras situações descritas pelos demais gráficos desta seção.

Quanto aos impactos provocados pela aceleração inflacionária, podem ser observados dois tipos de consequências: externas e internas ao modelo que aqui está sendo apresentado. Quanto às primeiras estou me referindo ao fato de que uma aceleração inflacionária tende a provocar inúmeras reações que tendem a multiplicar a aceleração inicial, tais como as tentativas de encurtamento dos prazos de reajuste de preços e rendimentos²⁴ e toda a sorte de reações indicadas acima, que chamei de elementos coadjuvantes do processo de aceleração inflacionária. Deixando de lado estes últimos - cujo efeito imediato é de "multiplicar" ou de dar um novo *start* aos processos básicos aqui descritos - passarei a comentar as consequências de uma aceleração inflacionária ao nível do modelo acima.

Uma aceleração inflacionária, do ponto de vista do modelo, tende a ter duas consequências importantes: a redução do superávit operacional do setor público por unidade de produto S/X e o aumento na relação entre o custo médio da dívida global do setor público e o rendimento médio do setor público por unidade de

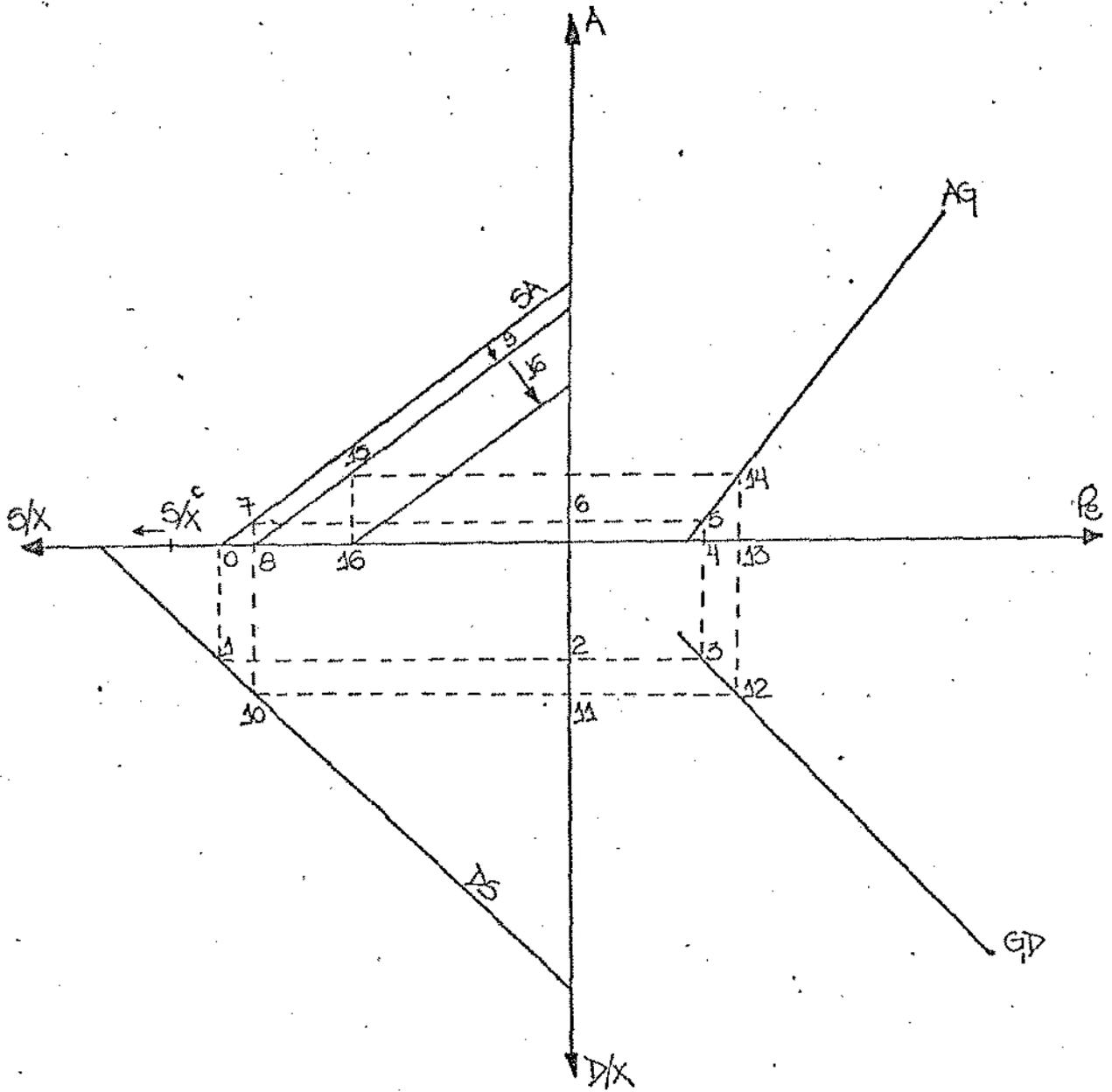
24. "À medida que a taxa de inflação aproxima-se do limite de tolerância, um número crescente de sindicatos passa a demandar aumentos salariais antes que seus contratos tenham terminado. Os empresários acabam concedendo os aumentos. Estes, no entanto, darão um novo impulso à inflação e trarão nova redução no período de reajustes. Provavelmente, o intervalo será reduzido para seis meses, e depois, sucessivamente, para três meses, um mês, uma semana e um dia. No princípio, o reajuste será baseado no índice de custo de vida; mas, desde que existe um atraso na publicação deste índice de um, dois ou mais meses, ele será brevemente substituído por algum outro. O mais conhecido e atualizado dentre todos os indicadores da América Latina é a cotação de alguma moeda estrangeira, geralmente o dólar americano." (Felipe Pazos, 1978, citado em Dornbusch, 1986).

produto j/c . Vejamos suas implicações dinâmicas através dos gráficos 11 e 12.

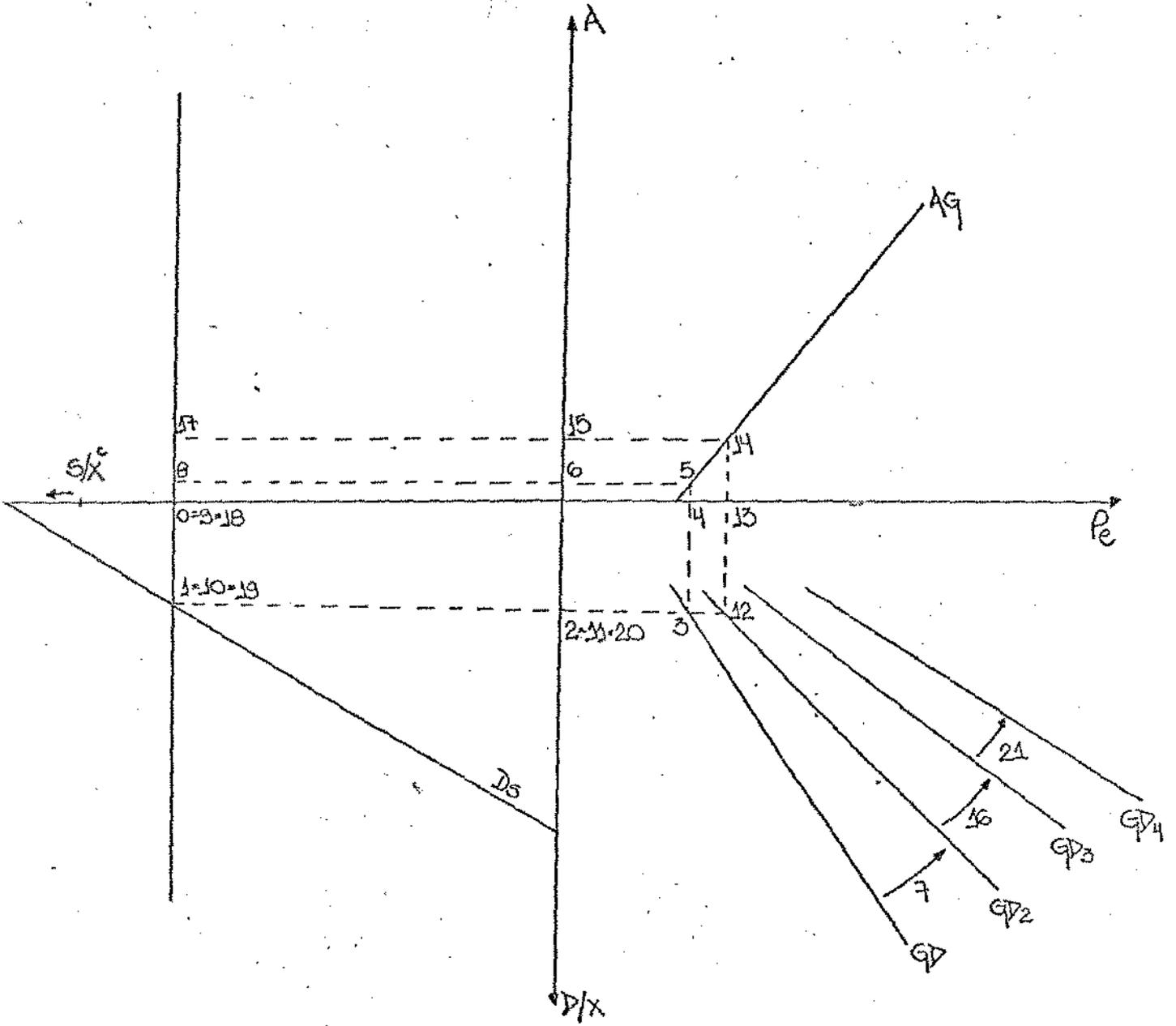
O gráfico 11 apresenta os efeitos dinâmicos de uma baixa relação S/X numa situação em que a curva SA não é mais vertical. Em outras palavras, o gráfico 11 permite examinar os efeitos dinâmicos da interação entre taxas de aceleração inflacionária e S/X . Como o meu objetivo agora é dar destaque para esta última relação, vou desta vez admitir por hipótese que as relações implícitas nas curvas DS e GD sejam estáveis. Nestas condições, uma relação S/X abaixo do seu nível crítico $[0]$ leva a um aumento na relação D/X $[1, 2]$. Em consequência tenderia a ocorrer uma aceleração da inflação $[3, 4, 5 e 6]$ que, dada a relação implícita na curva SA , levaria a um nível inferior de S/X $[8]$ em relação à situação inicial $[0]$. Do ponto de vista da dinâmica da aceleração da inflação basta notar que a existência de uma curva SA garante a sustentação dos movimentos expostos anteriormente e que levam a uma pressão aceleracionista crescente. Contudo, há um elemento adicional que corresponde ao deslocamento da curva SA , pois as reduções em S/X significam deslocamentos para a direita da curva, os quais amplificam as reduções de S/X .

Vejamos agora as implicações dinâmicas das interações entre a aceleração inflacionária e a relação j/c . Para tanto apresentamos o gráfico 12, onde se assume como supostos uma

GRÁFICO 11.



FICO 12.



curva SA vertical e uma curva DS estável. Uma relação S/X abaixo do nível crítico $[0]$ levaria a uma aceleração da inflação, como foi exposto anteriormente [1 ... 6]. Tal aceleração da inflação, como foi mostrado na seção em que se tratou dos determinantes da relação j/c, tende a vir associada a um incremento desta relação. Do ponto de vista do modelo isto representaria um aumento no coeficiente angular da curva GD [7]. Tal variação do coeficiente angular resultaria numa aceleração ainda maior da inflação [15], mesmo supondo-se estabilidade nas relações S/X e D/X [6, 8 ... 15].

Assim, mesmo que se possa manter a dívida global do setor público por unidade de produto constante através de combinações apropriadas de medidas de política econômica, a inflação pode não ser estável. Basta que haja algum tipo de aceleração inflacionária numa economia com as características indicadas para que tal aceleração tenda a desdobrar-se em elevações persistentes na relação j/c, que, por sua vez, tenderão a sustentar a aceleração inflacionária²⁵.

Vistas as implicações dinâmicas de cada uma das relações implícitas nas curvas SA, DS e GD, podemos voltar aos gráficos

25. Isto só não ocorreria caso a relação S/X fosse grande o bastante para permitir que o governo pudesse absorver os efeitos de uma aceleração inflacionária, evitando assim uma expectativa de elevação de θ_1 . Caso contrário, se S/X estiver próximo de seu nível crítico, qualquer elevação de j/c tende a levar a um aumento de θ_1 .

13 e 14 e verificar a interação de tais relações. Partindo de uma relação S/X abaixo de seu nível crítico [0] o gráfico 13 mostra inicialmente que isto leva a uma dívida global do setor público por unidade de produto maior do que a preexistente [0, 1, 2]. Tal aumento de um lado desloca a curva DS para baixo [3] e, de outro, tende a elevar a aceleração da inflação [2, 4, 5, 6, 7]. Tal aceleração, por sua vez, tende a reduzir a relação S/X [7, 9, 10], deslocando a curva SA para a direita [11], e a elevar a relação j/c , aumentando assim o coeficiente angular da curva GD [8]. A redução do valor de S/X associada aos deslocamentos de S/X e de j/c tornarão ainda mais forte a tendência à aceleração inflacionária que, combinada por sua vez com o deslocamento da curva SA, levarão a uma redução expressiva da relação S/X . Este processo tende a ser progressivo, como mostram os gráficos 13 e 14, tornando cada vez mais fortes as tendências aceleracionistas da inflação e a piora das finanças públicas.

Em resumo, pode-se dizer que um processo de ajustamento tende a acarretar um forte endividamento do setor público que, se não for adequadamente acompanhado por uma elevação no seu superávit operacional por unidade de produto²⁶, acaba levando a uma dívida por unidade de produto crescente. Dada a situação de ajustamento e a impossibilidade de reduzir significativamente a relação j/c , o aumento do endividamento do setor público tende a transformar-

26. O que do ponto de vista do modelo que está sendo apresentado significa um S/X superior ao seu nível crítico.

se numa aceleração inflacionária que se mantém devido tanto ao progressivo aumento de D/X quanto às repercussões dinâmicas da aceleração inflacionária sobre j/c e S/X , diretamente, e D/X , indiretamente.

GRÁFICO 13.

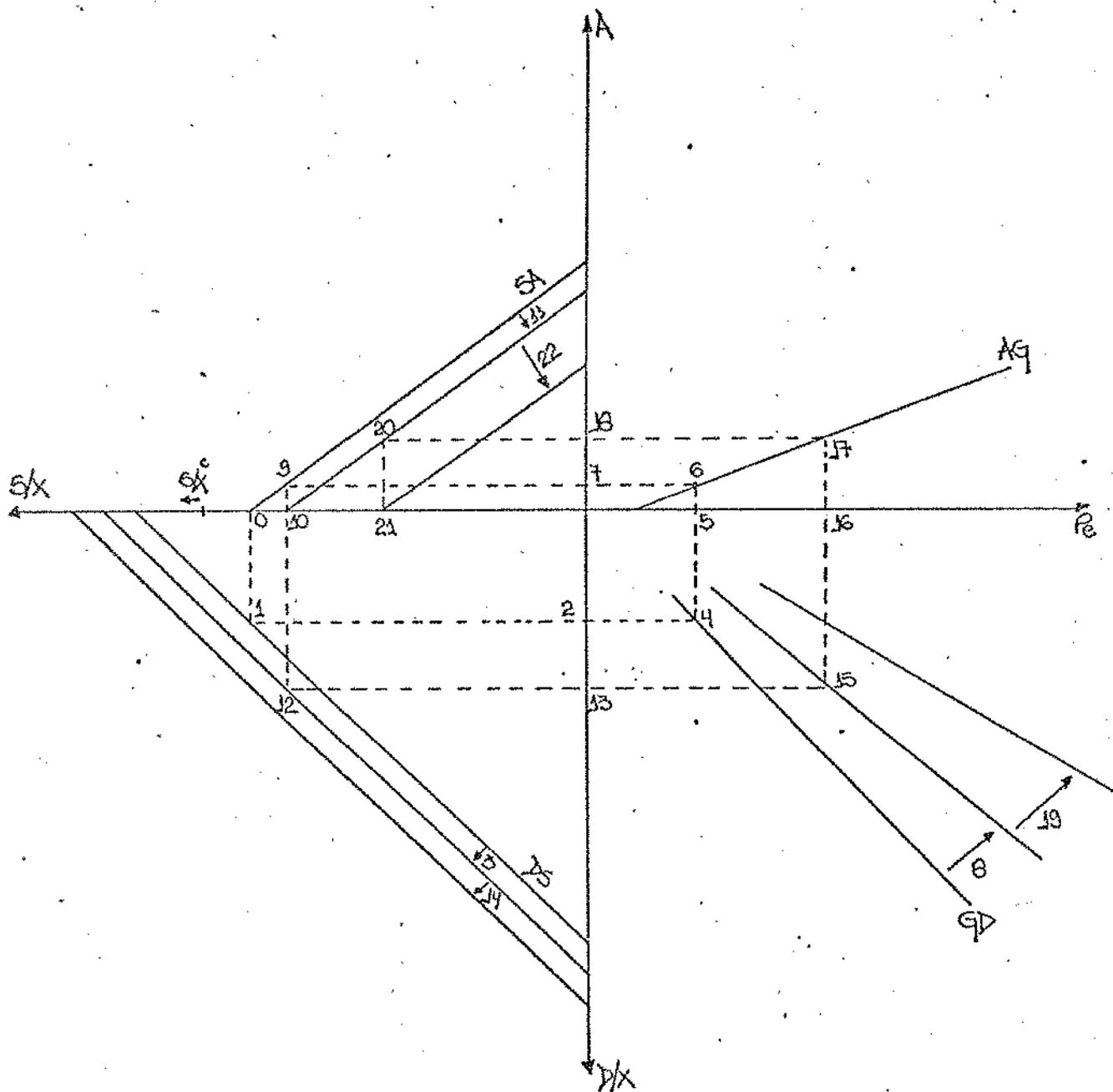
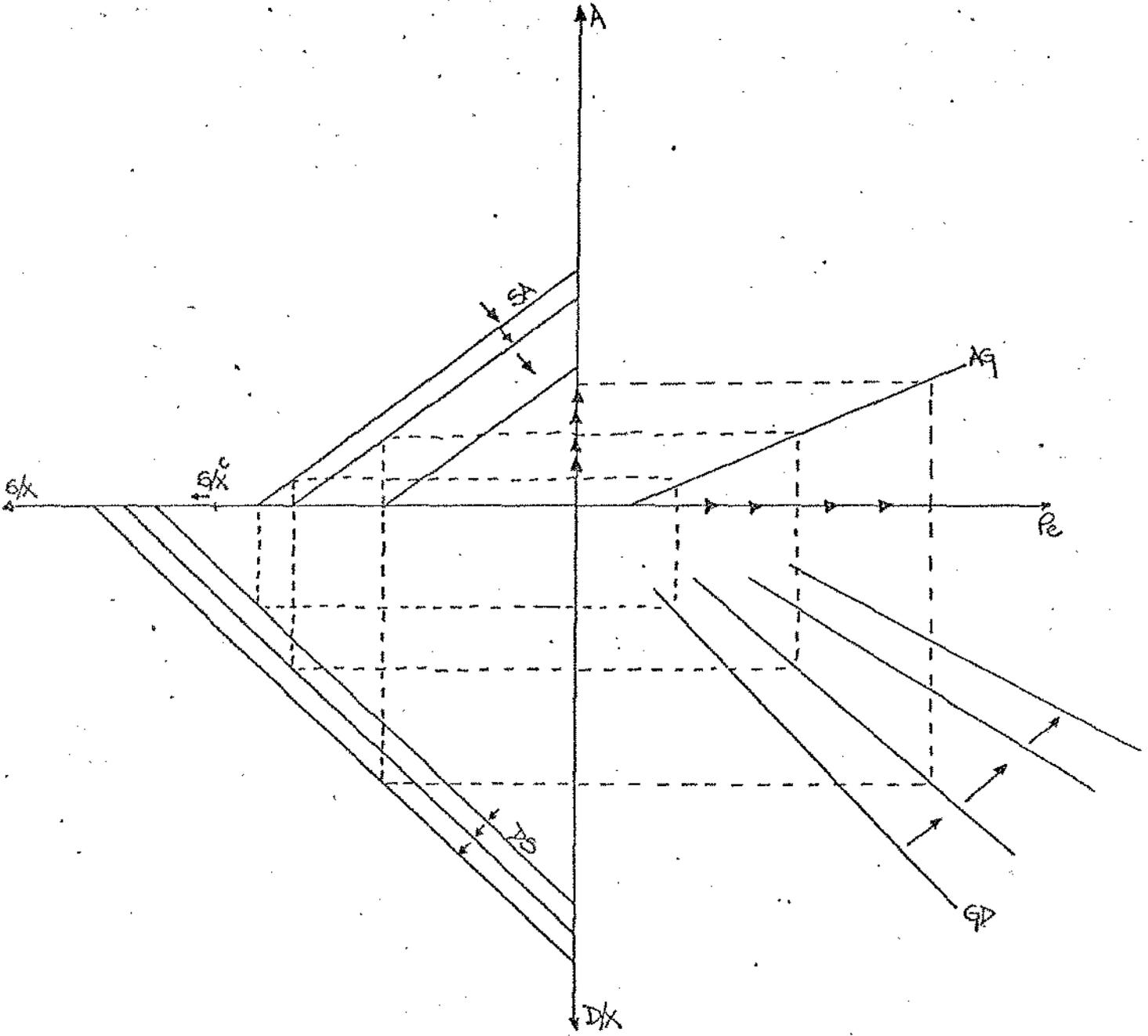


GRAFICO 14.



6.8 O modelo representativo das interações básicas da aceleração inflacionária e as tentativas de reduzir a inflação

Os governos, por razões óbvias, procuram neutralizar, ou pelo menos amortecer, os processos de aceleração da inflação através de medidas de política econômica explícitas ou implícitas²⁷. Tais políticas podem ter como objetivo imediato o combate à aceleração inflacionária ou o controle e/ou saneamento financeiro do setor público.

Quanto às primeiras, quando baseadas em depreciação real de preços e tarifas do setor público ou em alguma forma explícita ou implícita de subsídio, os seus efeitos serão, num primeiro momento, de amortecer a aceleração inflacionária para, em seguida, provocar uma aceleração ainda maior face aos efeitos negativos de tais políticas sobre a situação financeira do setor público.

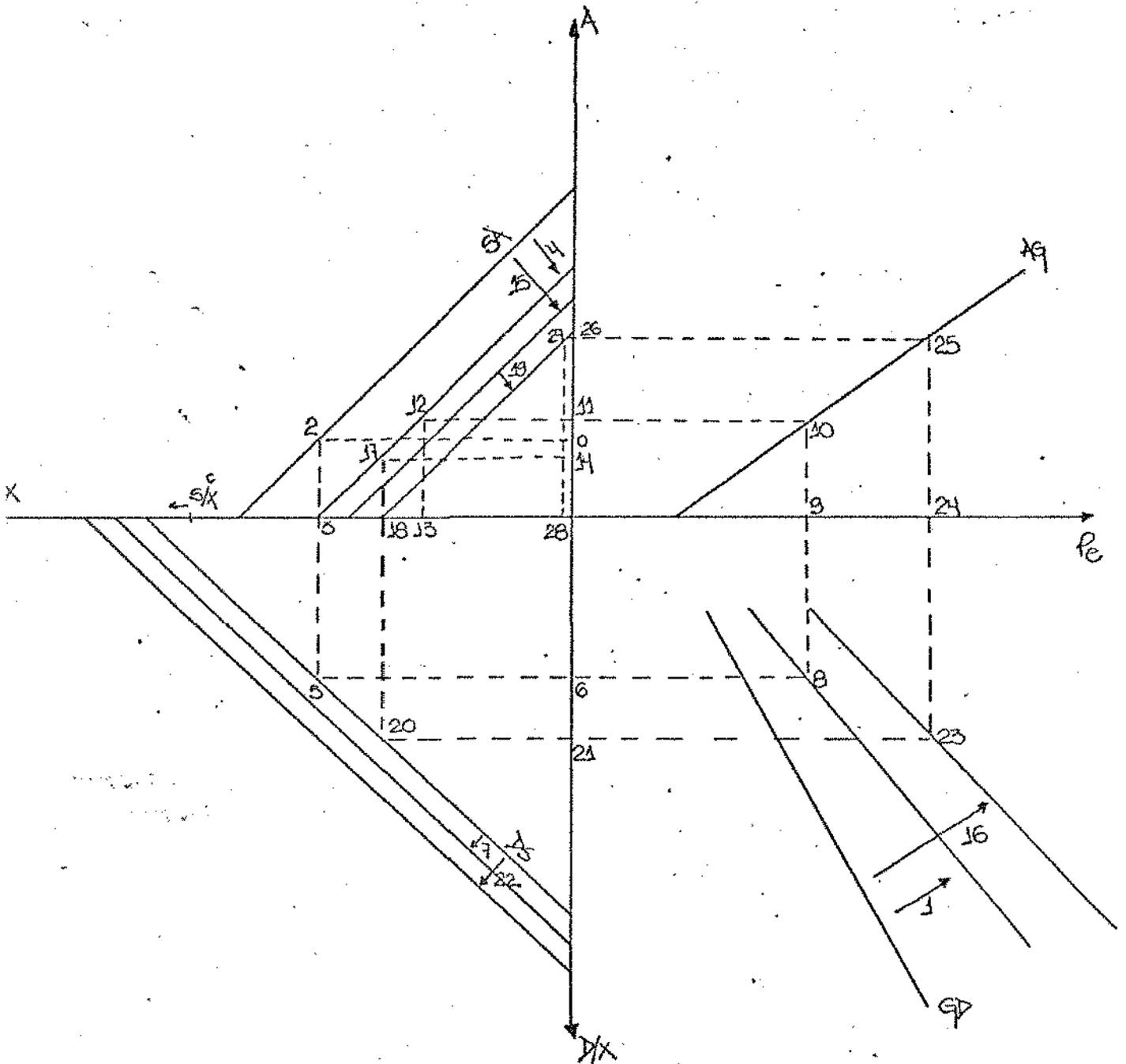
Em outras palavras, os governos, ao perceberem que a inflação vem apresentando sinais de aceleração, podem vir a promover 'políticas' de 'amortecimento' da aceleração inflacionária através da contenção dos preços e tarifas públicas, ou da

27. Quando me refiro a medidas implícitas estou levando em conta o fato de que o não-reajustamento de alguma tarifa, por exemplo, pode representar um tipo de política econômica antiinflacionária de curtíssimo prazo, não obstante o fato de ela não ter sido objeto de decisão explícita de política econômica.

concessão de subsídios especiais. Apesar de, a curto prazo, tais políticas conterem os surtos inflacionários, acabam levando a uma redução de S/X e a um aumento na relação j/c , que fazem com que a aceleração volte com maior vigor. Isto pode ser constatado pela comparação dos circuitos [0 ... 13] e [14 ... 28] do gráfico 15. O primeiro circuito expõe a dinâmica de uma situação idêntica à apresentada no gráfico 13, que retrata um quadro em que a política econômica fica passiva. O segundo circuito exhibe os resultados dinâmicos de uma política de contenção da aceleração da inflação através da depreciação dos rendimentos do setor público. Como se pode observar, o segundo circuito parte de um nível de aceleração inflacionária inferior [14] ao correspondente a uma política econômica passiva [0].

Contudo, isto só é conseguido acompanhado de um deslocamento da curva SA [15] e de um aumento no coeficiente angular de GD [16] que acabam levando a uma maior dívida por unidade de produto ([21] ao invés de [6]), cujos efeitos são amplificados por uma maior relação j/c . Em consequência, depois do processo iniciar-se com uma taxa de aceleração da inflação inicial menor do que a que ocorreria caso a política econômica se mantivesse passiva, acabar-se-ia chegando a uma situação em que não só a taxa de aceleração da inflação [26] seria maior que a que corresponderia a uma situação de política econômica passiva [11] como também a relação S/X [28] seria bem inferior à que resultaria da alternativa de não-intervenção governamental [13]. É evidente que o governo poderia tentar reduzir novamente a aceleração

GRÁFICO 15.



inflacionária valendo-se mais uma vez dos expedientes de contenção de seus rendimentos. Contudo, tal atitude, apesar de poder produzir resultados a curto prazo, levaria a uma pressão inflacionária ainda maior no futuro.

Um outro tipo de política, esta com maiores chances de sucesso a médio prazo, mas extremamente dependente de condições políticas especiais e de um nível de desajuste financeiro não muito elevado, seria o fortalecimento da situação financeira do setor público²⁸.

Serão examinados os efeitos de duas alternativas deste tipo de política:

a) uma política de reforço financeiro relativamente fraco do setor público, ou seja, claramente insuficiente para elevar a

28. Aqui estou considerando que as mudanças de caráter patrimonial que seriam necessárias para, por si só, resolverem a situação financeira do setor público esbarrariam na inexistência de agentes econômicos com disposição de realizarem investimentos de vulto numa situação de alta instabilidade e altas incertezas que caracterizam os processos de ajustamento em economias com as características assinaladas. Além disto, estou supondo também uma grande dificuldade na realização de uma taxaçoão patrimonial suficientemente forte a ponto de resolver o problema financeiro do setor público. Tal dificuldade decorreria em parte dos riscos de uma expressiva fuga de capitais do país.

relação S/X ao ponto de superar o seu valor crítico (política do tipo 1)²⁹; e

b) uma política de forte reforço financeiro do setor público cujo efeito imediato seria a obtenção de um S/X maior do que seu valor crítico (política do tipo 2).

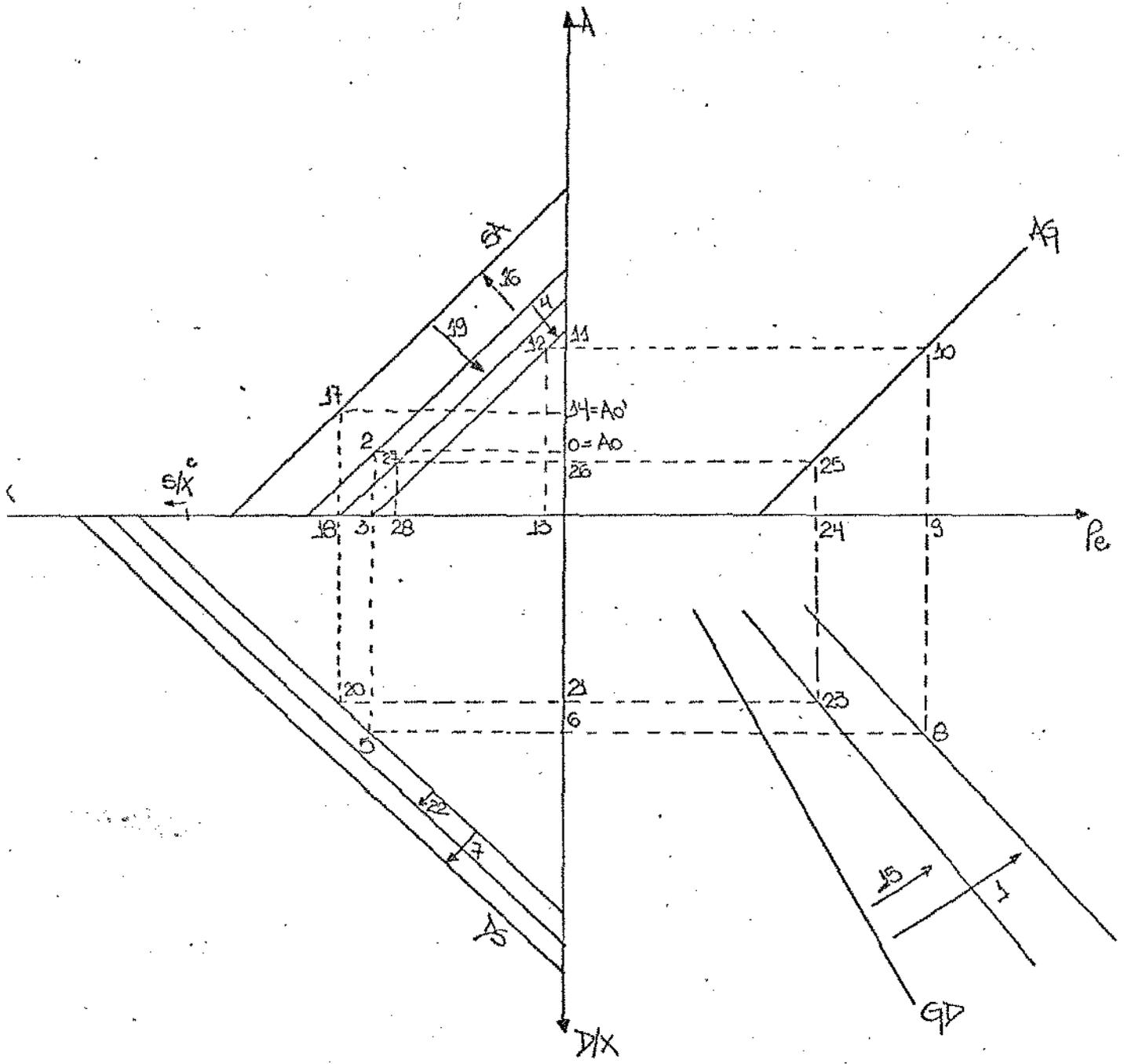
O gráfico 16 apresenta uma comparação dos efeitos de uma política do tipo 1 com os de uma política econômica passiva. O circuito [0' ... 13] corresponde a esta situação enquanto que o circuito [14 ... 20] exhibe os efeitos da política do tipo 1. Esta comparação mostra que tal tipo de política, seja ela de reforço financeiro forte ou fraco, tem como resultado inicial uma aceleração inflacionária maior do que a que ocorreria caso a política econômica fosse mantida passiva.

Contudo, a expansão da relação S/X [16] e o menor crescimento da relação J/c [15] em comparação com a situação de política econômica passiva [1] tenderiam a levar a aceleração da inflação a um nível [26] menor que o da situação inicial [14]³⁰. Adicionalmente, em termos diametralmente opostos ao de uma

29. A noção de "fraqueza" do pacote estaria também associada ao fato de que a curto prazo ele não seria capaz de levar a uma situação em que os elementos coadjuvantes reagissem.

30. Como foi dito, neste raciocínio está suposto que o pacote fiscal é suficientemente fraco para não ativar os mecanismos correspondentes aos elementos coadjuvantes.

GRÁFICO 16.



política de concessões fiscais como forma de desaceleração da inflação a curto prazo, caso fosse implementada uma política do tipo 1 a relação S/X tenderia a ficar maior [28] do que a que se mostraria na hipótese de passividade da política econômica [13].

No entanto, uma política de reforço financeiro fraco, cuja vantagem fundamental é evitar o *start* dos elementos coadjuvantes que poderiam tornar imprevisíveis os seus resultados, proporcionaria uma relação S/X [28] inferior a seu nível crítico. Por conseguinte, a aceleração da inflação acabaria mantendo a tendência resultante dos processos básicos sintetizados no gráfico 13.

Alternativamente à política do tipo 1, poder-se-ia implementar uma política de forte reforço financeiro do setor público. Com o objetivo de analisar melhor seus efeitos dinâmicos, esta alternativa será desdobrada em duas outras:

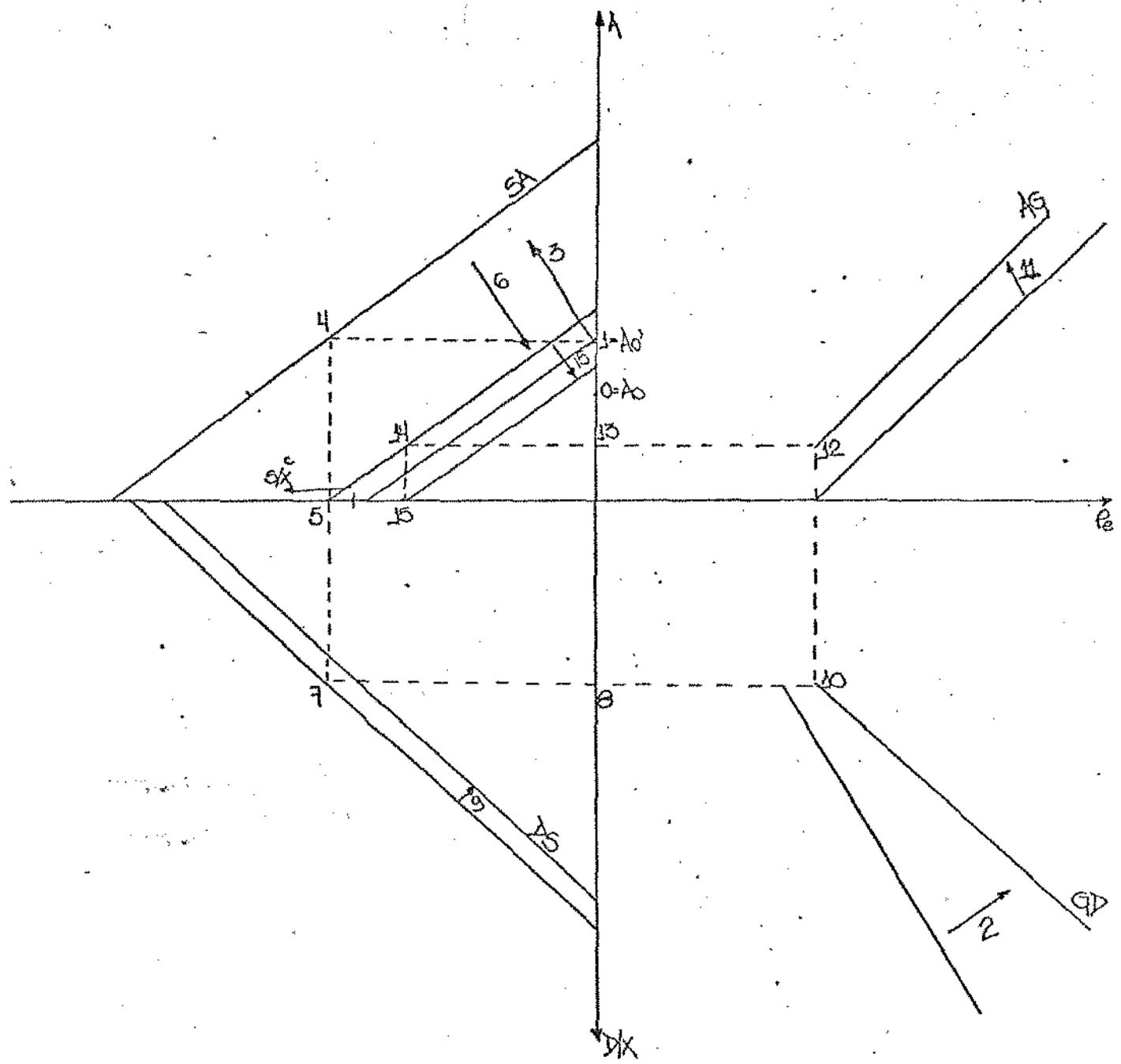
- a) uma política de forte reforço fiscal "mal calculado" (política do tipo 2a); e
- b) uma política de forte reforço fiscal "com chances de sucesso" (política do tipo 2b).

O gráfico 17 apresenta no circuito [0 ... 16] os resultados de uma política do tipo 2a. Inicialmente, e por definição, o reforço fiscal elevaria a relação S/X acima do nível crítico [3] e a manteria superior a tal nível não obstante a aceleração inicial da inflação que esta política provocaria [1, 4, 5].

Como este nível de S/X pós-aceleração inicial da inflação [5] ainda seria superior ao nível crítico, θ_1 poderia vir a diminuir dependendo dos comportamentos de j/c e d . Contudo, dada a extrema intensidade da aceleração inflacionária inicial relativa aos efeitos imediatos do choque, tenderia a ocorrer uma reação dos elementos coadjuvantes e portanto um incremento da aceleração inflacionária [11, 12, 13] independente de θ_1 estar reduzindo-se, ou até mesmo atingindo o valor unitário.

A aceleração inflacionária associada a um nível de S/X pouco superior ao crítico poderia levar a uma redução adicional de S/X que o recolocaria abaixo de seu nível crítico [13, 14, 15]. A partir daí se reintroduziria a dinâmica correspondente ao gráfico 13. Assim, o gráfico 17 mostra que a implementação de uma política de reforço financeiro do setor público, ainda que suficientemente forte para produzir um nível inicial de S/X compatível com a estabilidade inflacionária, tem efeitos inflacionários imediatos associados à reação dos elementos coadjuvantes que poderiam vir a prejudicar a plena eficácia de uma política deste tipo. Tratar-se-ia, portanto, de um problema

FIG. 17.



decorrente de uma "má previsão" dos efeitos inflacionários de uma política de forte reforço fiscal³¹.

Finalmente, poder-se-ia pensar em uma política com "chances de sucesso". Tal política corresponderia a uma situação em que os seus efeitos dinâmicos em termos da aceleração inflacionária e de suas conseqüências levariam a reduções no valor de S/X insuficientes para reintroduzir um nível de S/X inferior a seu nível crítico. A ampliação do superávit operacional do setor público seria forte o bastante para que as suas reduções posteriores, provocadas tanto pela aceleração inicial, associada à implementação das medidas de política fiscal, quanto pela aceleração decorrente da ação dos elementos coadjuvantes, levassem a um nível de S/X ainda superior a seu nível crítico³².

Assim, teoricamente, não se pode descartar a hipótese de um "ajuste fiscal" capaz de consolidar uma melhor situação

31. Esta afirmação não implica na aceitação da hipótese de que seria plenamente possível calcular tais tipos de conseqüências inflacionárias.

32. Deve ser destacado que caso isto fosse conseguido, ter-se-iam somente garantidas a estabilização do coeficiente de fragilidade financeira do setor público e, por conseguinte, a neutralização de um fator dinâmico importante da aceleração inflacionária. Para que a estabilização dos preços também fosse alcançada, seria necessário que o reforço fiscal imposto conseguisse, além de tal neutralização, estabelecer uma relação tal entre encargos financeiros do governo e seus rendimentos livres que fosse percebida pelos agentes econômicos como estável, vale dizer, não dependente de esforços fiscais adicionais, o que então seria compatível com um índice de custo de uso de bens público-fiscais igual a 1.

financeira do setor público. Contudo, há uma série de problemas implícitos no desenho e na implementação de uma política desta natureza.

Um dos aspectos cruciais deste tipo de política é que seu resultado pode ser decididamente prejudicado pelas fortes "ondas" de aceleração inflacionária que tendem a se formar. Tais ondas, como foi visto, se consubstanciam: 1) nos efeitos imediatos da implementação de tal tipo de política, ou seja, nos impactos inflacionários diretos destas políticas e 2) nas "ondas" inflacionárias decorrentes de sucessivas reações dos elementos coadjuvantes desencadeadas pela forte aceleração implícita num conjunto de medidas desta natureza. Isto faz com que o "ajuste" necessário à estabilização nas circunstâncias indicadas seja muito maior do que pareceria à primeira vista, e se caracterize pela incerteza quanto a seus resultados, dada a impossibilidade de se prever exatamente o quanto a inflação poderá vir a acelerar-se face aos efeitos decorrentes de sua implementação.

Um segundo aspecto importante diz respeito ao seguinte fato: em princípio, teoricamente, é possível imaginar um reforço fiscal capaz de:

a) aumentar sensivelmente o valor de S/X de modo a estabilizar a relação D/X ;

b) estabelecer uma margem de segurança capaz de evitar os problemas relativos às 'ondas' inflacionárias provocadas por uma política como essa; e

c) constituir uma 'reserva' suficiente para garantir a neutralização dos efeitos de futuros choques inflacionários com ponderável probabilidade de ocorrência num prazo curto de tempo.

No entanto, deve ser observado que tal reforço fiscal seria politicamente pouco 'palatável' e de duvidosa eficácia. Vejamos isto melhor.

Como foi afirmado anteriormente, do ponto de vista teórico, não é possível descartar a possibilidade de uma política do tipo 2 bem sucedida. Mas existem alguns problemas importantes. O primeiro deles diz respeito ao fato de que, tratando-se de uma economia do tipo aqui estudado, qualquer aceleração inflacionária tenderia facilmente a recriar uma situação em que S/X ficasse abaixo de seu nível crítico. Por esta razão, faz-se necessário o estabelecimento de uma certa margem de segurança na implementação de uma política do tipo 2. Assim, o reforço fiscal que se impõe tende a ser expressivo não só devido à dimensão apreciável do desajuste corrente nas finanças públicas que tem caracterizado tais economias mas também devido a dois fatores adicionais: a necessidade de uma expansão incremental preventiva de S/X para compensar as perdas que tenderiam a ocorrer devido

aos efeitos dinâmicos de uma política desta natureza, e a necessidade de se estabelecer uma margem de segurança com relação aos efeitos de novos choques inflacionários. Assim, de um ponto de vista formal, a "solução" para uma tentativa de estabilização da taxa de inflação poderia ser obtida através de um sistema de equações representativas das relações básicas do modelo onde se teria como resultado que o esforço fiscal necessário à estabilização teria que ser igual ao desajuste corrente amplificado por fatores correspondentes aos efeitos dinâmicos da aceleração inflacionária sobre a situação financeira do setor público, às respostas esperadas dos elementos coadjuvantes e às expectativas com relação à possibilidade de futuros choques inflacionários.

Portanto, a solução teoricamente possível tenderia a refletir a necessidade de um "choque fiscal" tão maior quanto maiores fossem tais fatores e os desajustes financeiros iniciais. No entanto, existem dois problemas adicionais, tão simples como importantes.

De um lado, como já foi visto, tratar-se-ia de um reforço fiscal expressivo que obviamente dependeria de condições políticas especiais, dados seus problemas redistributivos e suas possíveis consequências recessivas. Adicionalmente, o forte choque inflacionário implícito em tal reforço tenderia a desatar um movimento progressivo de redução de prazos de reajuste de preços

e rendimentos, que só poderia ser interrompido através da imposição de reduções setoriais de renda ou através de uma política de concessões fiscais que poderia reintroduzir a aceleração inflacionária no futuro, conforme visto no gráfico 15.

Por outro lado, deve-se destacar que nada garantiria que a reação de outros elementos coadjuvantes se produzisse de acordo com os parâmetros estabelecidos no sistema de equações, os quais dependeriam da reação dos diversos agentes econômicos em termos de redução de seus prazos de reajuste de rendimentos, padrões de indexação e expectativas. Ou seja, ainda que matematicamente se possa chegar a uma solução para um conjunto de medidas estabilizador, como Keynes advertiu com sua peculiar capacidade de sintetizar elegantemente, "... há uma grande distância entre o cálice e os lábios...".

7. COMENTÁRIOS FINAIS

A amplitude e a complexidade dos temas abordados nesta tese e, sobretudo, a tentativa de tratar de velhos temas e relações de maneira inovadora dificultam a realização de uma síntese de todos os argumentos centrais.

Por esta razão optei por utilizar este espaço tão somente para registrar alguns comentários finais com o objetivo de enfatizar os aspectos de meu argumento que eventualmente tenham tido pouco destaque em virtude da estratégia expositiva escolhida para a redação da tese¹:

1) É razoavelmente consensual entre os economistas que não existe um conhecimento teórico adequado dos processos inflacionários. Do meu ponto de vista isto se deve sobretudo ao fato de que, no mais das vezes, os economistas deixam de lado um aspecto crucial de tais processos: o de serem historicamente determinados.

2) Respeitando este condicionante, procurou-se entender teoricamente a aceleração inflacionária em economias

1. Aqueles que porventura desejarem ter uma visão sumária dos objetivos, constituição básica e conclusões da tese, recomendo a leitura de sua introdução.

cronicamente inflacionárias, com estruturas produtivas significativamente complexas e sob ajustamento.

3) A primeira constatação ao começar a realizar esta tarefa foi a impropriedade dos marcos teóricos existentes, visto estarem baseados em microfundamentos que não respeitam o objeto analisado. Por esta razão nesta tese realizei a tarefa preliminar de construir um marco teórico alternativo que pudesse dar conta do entendimento das variações conjunturais dos preços e dos *mark-ups* desejados, tendo como base microfundamentos que não violentem a natureza de uma economia capitalista. Em especial destacam-se: a) a concepção da estrutura econômica como sendo inerentemente instável; e b) a adoção de um padrão adequado de formação das expectativas e o modo de incorporação destas ao processo de formação dos preços, através de uma utilização alternativa do conceito de custo de uso, inicialmente desenvolvido por Keynes.

4) Com base neste novo marco teórico procurei mostrar que as economias tratadas nesta tese, ao atingirem uma situação de fragilidade financeira do setor público desenvolvem um componente endógeno de aceleração inflacionária, passando a apresentar uma INFLAÇÃO ACELERADA.

5) Para a elaboração do meu argumento desenvolvi uma série de conceitos novos, entre os quais deve ser destacado o de

fragilidade financeira do setor público, que difere do conceito de déficit público. Ele combina de um lado uma situação de elevação do endividamento global do setor público por unidade de produto e, de outro, uma exaustão dos esquemas de financiamento de seu endividamento. Como a tese mostra, este é o conceito relevante para o estudo da aceleração inflacionária, ao contrário do que o pensamento convencional apregoa.

6) Como procurei mostrar nesta tese, a situação financeira do setor público é uma variável importante na determinação da trajetória inflacionária. Contudo - e este ponto é fundamental - é necessário entender o mecanismo de transmissão dos problemas financeiros do setor público aos preços de uma forma compatível com microfundamentos adequados ao estudo das economias capitalistas. Usualmente se considera que os preços são afetados pelo déficit público através da expansão monetária ou através de pressões de custos propiciadas por elevações nas taxas de juros. Nesta tese proponho um argumento inteiramente distinto, onde a dimensão expectacional dos preços exerce um papel fundamental, que passa a ser dominante no processo de aceleração inflacionária em condições de fragilidade financeira do setor público. Utilizando os conceitos de custo de uso, fragilidade financeira do setor público e reconhecendo que as economias têm estrutura, ou seja, que são compostas por diversos setores produtivos que têm diferentes padrões de utilização de insumos, mostro que uma situação de fragilidade financeira do setor público, em virtude de seu impacto sobre o índice de custo de

uso dos bens público fiscais, se desdobra numa aceleração inflacionária, devida à pressão por mudança de preços relativos que passa a se manifestar entre os setores com diferentes padrões de utilização de bens público-fiscais. Tal aceleração da inflação, por seu lado, acaba tendo uma série de efeitos dinâmicos que acentuam a fragilidade financeira do setor público e a própria aceleração inflacionária.

7) Finalmente, quando me refiro a economias com INFLAÇÃO ACELERADA não quero dizer que as economias em tal situação passarão necessariamente a apresentar um comportamento sistematicamente ascendente em suas taxas de inflação. Trata-se de uma tendência que pode ser amortecida por forças compensatórias, tais como a concentração de renda e a absorção por parte do governo de prejuízos financeiros em favor de setores privados, entre outras. Contudo, o que deve ser observado é que tais forças compensatórias tendem a enfraquecer-se progressivamente com a aceleração da inflação, ao passo que o componente endógeno de aceleração inflacionária tende a tornar-se cada vez mais forte com o aumento da fragilidade financeira do setor público.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGHEVAELI, Bijan e KHAN, Mohsin S. (1977) - "Inflationary Finance and the Dynamics of Inflation: Indonesia, 1951-72". AMERICAN ECONOMIC REVIEW, Nashville, American Economic Association, 67(3): 390-403, June.
- (1978) - "Government Deficits, and the Inflationary Process in Developing Countries". STAFF PAPERS, Washington, D.C., IMF, 25(3): 383-416, September.
- ANDREWS, P.W.S. and BRUNNER, Elizabeth (1975) - "Studies in Pricing". London, MacMillan.
- ARIDA, Pérsio (1984) - "Economic Stabilization in Brazil". Rio de Janeiro, PUC (Texto para Discussão, 84).
- BACHÁ, Edmar L. (1982) - "Análise Macroeconômica: Um Texto Intermediário". Rio de Janeiro, IPEA/INPES (Série PNPE, 6).
- BACKHOUSE, Roger (1985) - "A History of Modern Economic Analysis". Oxford, Basil Blackwell.
- BALTAR, Paulo E.A. (1985) - "Salários e Preços: Esboço de uma Abordagem Teórica". Campinas, Universidade de Campinas (Tese de Doutorado).
- BARBOSA, Fernando de Holanda (1983) - "A Inflação Brasileira no Pós-Guerra: Monetarismo versus Estruturalismo". Rio de Janeiro, IPEA/INPES (Série PNPE, 8).
- BAUMOL, William J. (1967) - "Business Behavior, Value and Growth". New York, Harcourt, Brace and World (1a. ed, 1959, New York, MacMillan).
- BENASSY, Jean-Pascal (1986) - "Macroeconomics: An Introduction to the Non-Walrasian Approach". Orlando, Florida, Academic Press, Inc.
- BOUGHTON, James M. (1977) - "Does Monetarism Matter?". Lilley Conference on Recent Developments. ECONOMICS, Indiana University, Elmus Wicker, 21-23, April.
- BRAGA, Carlos Alberto Primo, WELCH, John H. e de ANDRÉ, Paulo de Tarso (1987) - "O Desequilíbrio do Setor Público Brasileiro: Cenários Alternativos". REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA, São Paulo, Brasiliense, 7(3): 5-17, Jul/Set.
- BRUNNER, Karl (1970) - "The 'Monetarist Revolution' in Monetary Theory". WELTWIRTSCHAFTLICHES ARCHIV, Tübingen, 105(1): 1-30.

CADAN, P. (1956) - "The Monetary Dynamics of Hiperinflation" in: FRIEDMAN, M. - STUDIES IN THE QUANTITY THEORY OF MONEY. Chicago, University of Chicago Press, 25-117.

CANAVESE, Alfredo J. (1982) - "The Structuralist Explanation in the Theory of Inflation". WORLD DEVELOPMENT, Great Britain, Pergamon Press, 10(7): 523-529.

CHICK, Victoria (1973) - "The Theory of Monetary Policy". S.L., Graymills Publishing.

CLARK, John (1961) - "Competition as a Dynamic Process". Washington, Brookings Institution.

COBHAM, David (1978) - "The Politics of the Economics of Inflation". LLOYDS BANK REVIEW, London, (128): 19-32, April.

CONGDEN, Timothy (1978) - "Monetarism - An Essay in Definition". London, The Centre for Policy Studies.

CORTÁZAR, René (1987) - "Inflation in Latin America: Old Lessons and New Ideas". South Bend, In., Helen Kellogg Institute (mimeo).

COUTTS, Kenneth, GODLEY, Wynne e NORDHAUS, William (1978) - "Pricing in the United Kingdom". London, Cambridge University Press.

CYERT, Richard M. e MARCH, J.G. (1963) - "A Behavioral Theory of the Firm", Englewood, N.J., Prentice-Hall.

DAVIDSON, Paul (1972) - "Money and the Real World". London, MacMillan Press.

DEVLIN, Robert (1986) - "La Estructura y Comportamiento de la Banca Internacional en los Años Setenta y su Impacto en la Crisis de America Latina". Santiago de Chile, ESTUDIOS CIEPLAN n 19, 5-55, Junho.

DIAZ-ALEJANDRO, C. (1981) - "Southern Cone Stabilization Plans". in CLINE, W. e WEINTRAUB, S. - ECONOMIC STABILIZATION IN DEVELOPING COUNTRIES. Washington, D.C., Brookings Institution.

DORNBUSCH, Rudiger (1982) - "Stabilization Policies in Developing Countries: What have we learned?". WORLD DEVELOPMENT, September.

----- (1986) - "Como Deter a Hiperinflação: Lições da Experiência Inflacionária Alemã da Década de 20". PESQUISA E PLANEJAMENTO ECONÔMICO, Rio de Janeiro, IPEA, 16(1): 61-86, Abril.

DOW, Sheila C. (1985) - "Macroeconomic Thought: A Methodological Approach". Oxford, Basil Blackwell.

DOWNIE, Jack (1958) - "The Competitive Process". London, Duckworth.

DREIZZEN, Jacobo Julio (1985) - "O. Conceito de Fragilidade Financeira num Contexto Inflacionário". Rio de Janeiro, BNDES.

EICHNER, Alfred S. (1973) - "A Theory of Determination of the Mark-up Under Oligopoly". THE ECONOMIC JOURNAL, London, MacMillan Journals, 83(332): 1184-1200, December.

----- (1976) - "The Megacorp and Oligopoly: Micro Foundations of Macro Dynamics". Cambridge, Cambridge University Press.

----- (1985) - "Toward a New Economics: Essays in Post-Keynesian and Institutional Theory". London, McMillan.

FELDERER, Bernhard e HOMBURG, Stefan (1987) - "Macroeconomics and New Macroeconomics". Berlin, Springer-Verlag.

FISCHER, St. (1977) - "Long-Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule". JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, Chicago, The University of Chicago Press, 85(1): 191-205, February.

FOXLEY, Alejandro (1983) - "Latin American Experiments in Neoconservative Economics". Berkeley and Los Angeles, University of California Press.

FRENKEL, Roberto (1979) - "Decisiones de Precio en Alta Inflacion". Buenos Aires, ESTUDIOS CEDES, 2(3).

----- (1986) - "Salários e Inflação na América Latina: Resultados de Pesquisas Recentes na Argentina, Brasil, Chile, Colombia e Costa Rica". PESQUISA E PLANEJAMENTO ECONÔMICO, Rio de Janeiro, IPEA, 15(1): 21-60, Abril.

FRIEDMAN, Milton (1956) - "The Quantity Theory of Money: A Restatement". in FRIEDMAN, M. - STUDIES IN THE QUANTITY THEORY OF MONEY. Chicago, Chicago University Press.

----- (1968) - "The Role of Monetary Policy". THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, Nashville, American Economic Association, 58(2): 1-17, March.

FRISCH, Helmut (1983) - "Theories of Inflation". Cambridge, Cambridge University Press.

HELLER, Peter S. (1980) - "Impact of Inflation on Fiscal Policy in Developing Countries". STAFF PAPERS, Washington, D.C., IMF, 27(4): 712-748, December.

- HENDERSON, Alexander M. (1954) - "The Theory of Duopoly". THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMY, Cambridge, Mass. Harvard University; 68(4): 565-584, November.
- HEYMANN, Daniel (1986) - "Tres Ensayos sobre Inflacion y Políticas de Estabilizacion". Santiago de Chile, CEPAL, (Documento de Trabajo n 18).
- HICKS, John (1946) - "Value and Capital". New York, Oxford University Press.
- (1974) - "The Crisis in Keynesian Economics". New York, Basic Books.
- HIRSCHMAN, Albert O. (1985) - "Reflections on the Latin American Experience". in TINDBERG, Leon N. e MAIER, Charles (eds) - THE POLITICS OF INFLATION AND ECONOMIC STAGNATION. Washington, D.C., The Brookings Institution.
- JOHNSON, Harry (1972) - "Inflation and the Monetarist Controversy". Amsterdam, North-Holland Publishing.
- KALDOR, Nicholas (1970) - "The New Monetarism". LLOYDS BANK REVIEW, London, (97):1-18, July.
- KALECKI, Michel (1954) - "Theory of Economic Dynamics". New York, Rinehart.
- KAPLAN, A.D.H., DIRLAM, Joel B. e LANZILOTTI, Robert F. (1958) - "Pricing in Big Business: A Case Approach". Washington, Brookings Institution.
- KEYNES, John Maynard (1983) - "Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro". São Paulo, Nova Cultural (Os Economistas).
- KLAMER, Arjo (1984) - "Conversations with Economists". Totowa, New Jersey, Rowman & Allanheld, Publishers.
- LACHMANN, Ludwig M. (1956) - "Capital and Its Structure". London, London School of Economics and Political Science.
- (1985) - "The Market and the Markets". Oxford, Basil Blackwell.
- LIDLER, David E.W. (1981) - "Monetarism: An Interpretation and an Assessment". THE ECONOMIC JOURNAL, Great Britain, Cambridge University Press, 91(361): 1-28, March.
- LEIJONHUFVUD, A. (1968) - "On Keynesian Economics and the Economics of Keynes". London, Oxford University Press.
- LERDA, Juan Carlos (1987) - "A Dinâmica da Dívida Pública: de Domar-Lesner a Tobin-Simonsen". PESQUISA E PLANEJAMENTO ECONÔMICO, Rio de Janeiro, IPEA, 17(2): 343-368, Agosto.

LIPSEY, R.G. (1960) - "The Relationship Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the UK, 1862-1957: A Further Analysis". *ECONOMICA*, London, The London School of Economics and Political Science, 27(105): 1-31, February.

LOASBEY, Brian J. (1976) - "Choice, Complexity and Ignorance". London, Cambridge University Press.

LOPES, Francisco L. (1979) - "Teoria e Política da Inflação Brasileira: Uma Revisão Crítica da Literatura". in: *RESENHAS DE ECONOMIA BRASILEIRA*. São Paulo, Saraiva (Série ANPEC).

----- (1985) - "Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas". *REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA*, São Paulo, Brasiliense, 5(2): 135-151, Abr/Jun.

LUCAS JR., Robert E. (1987) - "Models of Business Cycles". New York, Basil Blackwell.

MARFÁN, Manuel (1986) - "La Política Fiscal Macroeconómica". in: CORTÁZAR, René - *POLÍTICAS MACROECONÓMICAS*. Santiago de Chile, CIEPLAN.

MARRIS, Robin (1963) - "A Model of the Managerial Enterprise". *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, Cambridge, Mass., Harvard University, 77(2): 185-209, May.

----- (1964) - "The Economic Theory of Managerial Capitalism". Londres, MacMillan.

MARRIS, Robin e WOOD, Adrian eds. (1971) - "The Corporate Economy". Cambridge, Mass., Harvard University Press.

MÁTYÁS, Antal (1985) - "History of Modern Non-Marxian Economics". Hungria, MacMillan Education.

MAYER, Thomas (1978) - "The Structure of Monetarism". New York, Norton.

MEANS, Gardiner C. (1962) - "The Corporate Revolution in America". New York, Crowell-Collier.

MELLER, Patricio (1986) - "Keynesianismo y Monetarismo: Discrepancias Metodológicas" in: CORTÁZAR, René (org.) - *POLÍTICAS MACROECONÓMICAS*. Santiago de Chile, CIEPLAN.

MINSKY, Hyman P. (1985) - "Money and the Lender of Last Resort". *CHALLENGE: JOURNAL OF ECONOMIC AFFAIRS*, New York, M.E. Sharpe 28(1): 12-18, March-April.

----- (1986) - "Stabilizing an Unstable Economy". New Haven, Yale University Press.

MODIGLIANI, Franco (1977) - "The Monetarist Controversy or Should We Forsake Stabilization Policies?". AMERICAN ECONOMIC REVIEW, Nashville, American Economic Association, 67(2): 1-19, March.

MONSEN, R.J.Jr. e DOWNS, Anthony (1965) - "A Theory of Large Managerial Firms". JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, Chicago, The University of Chicago Press, 73(3): 221-236, June.

MÜTH, John F. (1961) - "Rational Expectations and the Theory of Price Movements". ECONOMETRICA, Amsterdam, North-Holland, 29(3): 315-335, July.

MYRDAL, G. (1953) - "The Political Element in the Development of Economic Theory". London, Routledge and Kegan Paul.

OLIVEIRA, Júlio (1967) - "Money, Prices and Fiscal Lags a Note on the Dynamics of Inflation". BANCA NAZIONALE DEL LAVORO QUARTERLY REVIEW, Roma, n 88, September.

OKUN, Arthur (1981) - "Prices and Quantities: a Macroeconomic Analysis". Washington, D.C., Brookings Institution.

PASINETTI, Luigi L. (1981) - "Structural Change and Economic Growth, A Theoretical Essay on the Dynamics of the Wealth of Nations". London, Cambridge University Press.

PAZOS, Felipe (1978) - "Chronic Inflation in Latin America". Special Studies in International Economics & Development, Irvington.

PEARCE, David W. (1983) - "The Dictionary of Modern Economics". Hong Kong, The MacMillan Press.

PENROSE, Edith I. (1959) - "The Theory of the Growth of the Firm". Oxford, Basil Blackwell.

PHELPS, E.S. e TAYLOR, J.B. (1977) - "Stabilizing Powers of Monetary Policy Under Rational Expectations". JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, Chicago, The University of Chicago Press, 85(1): 163-190, February.

PHILLIPS, Allen W. (1958) - "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957". ECONOMETRICA, Amsterdam, North-Holland, 22(100): 283-299, November.

PHILLIPS, Almarin (1960) - "A Theory of Interfirm Organization". THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, Cambridge, Mass., Harvard University, 74(4): 602-613, November.

----- (1961) - "Policy Implications of the Theory of Interfirm Organization". AMERICAN ECONOMIC REVIEW, Nashville, American Economic Organization, 51(2): 245-254, February.

- (1962) - "Market Structure, Organization and Performance, An Essay on Price Fixing and Combinations in Restraint of Trade". Cambridge, Mass., Harvard University Press.
- PIORE, M. (1979) - "Unemployment and Inflation: Institutional and Structuralist Views". New York, M.E. Sharp Inc.
- POOLE, William (1976) - "Rational Expectations in the Macro Model". BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY, Washington, D.C., The Brookings Institution, (2): 463-505.
- POSSAS, Mario Luiz (1985) - "Estruturas de Mercado em Oligopólio". São Paulo, HUCITEC.
- (1986) - "Para uma Releitura Teórica da Teoria Geral". PESQUISA E PLANEJAMENTO ECONÔMICO, Rio de Janeiro, IPEA, 16(2): 295-308, Agosto.
- PURVIS, Douglas (1980) - "Monetarism - A Review". CANADIAN JOURNAL OF ECONOMICS, Canada, Book Review, 13(1): 96-122, February.
- ROBISON, Joan (1962) - "The Basic Theory of Normal Price". THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMY, Cambridge, Mass., Harvard University, 76(1): 1-19, February.
- ROSSI, José W. (1987) - "A Dívida Pública no Brasil e a Aritmética da Instabilidade". PESQUISA E PLANEJAMENTO ECONÔMICO, Rio de Janeiro, IPEA, 17(2): 369-380, Agosto.
- SANTOMERO, Anthony M. e SEATER, John J. (1978) - "The Inflation-Unemployment Trade-Off: A Critique of the Literature". JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE, Nashville, American Economic Association, 16(2): 499-544, June.
- SARGENT, I. J. (1982) - "The Ends of Four big Inflations" in: HALL, R.- INFLATION: CAUSES AND EFFECTS. Washington, University of Chicago Press.
- SARGENT, I.J. e WALLACE, N. (1975) - "Rational Expectation, the Optimal Money Supply Rule". JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, Chicago, The University of Chicago Press 83(2): 241-54, April.
- SELIGMAN, Ben B. (1962) - "Main Currents in Modern Economics: Economic Thought Since 1870". New York, Free Press.
- SIMON, Hebert A. (1955) - "A Behavioral Model of Rational Choice". THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, Cambridge, Mass., Harvard University, 64(1): 99-118, February.
- SIMONSEN, Mário Henrique (1970) - "Inflação, Gradualismo versus Tratamento de Choque". Rio de Janeiro, APEC.

----- (1983) - "Dinâmica Macroeconômica". São Paulo, Mac Graw-Hill.

----- (1986) - "Rational Expectations, Income Policies and Game Theory". ANAIS DO XIV ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, Sem Local, ANPED.

SRAFFA, Piero (1960) - "Production of Commodities by Means of Commodities". London, Cambridge, University Press.

STEINDL, J. (1952) - "Maturity and Stagnation in American Capitalism". Oxford, Basil Blackwell.

SUNKEL, Osvaldo (1958) - "La Inflación Chilena: Un Enfoque Heterodoxo". EL TRIMESTRE ECONOMICO, Mexico, Fondo de Cultura Económica, 25(4): 576-599, Out/Dez.

SYLOS-LABINI, Paolo (1962) - "Oligopoly and Technical Progress". Cambridge, Mass., Harvard University Press.

----- (1974) - "Trade Unions, Inflation and Productivity". Lexington, Mass., Lexington Books.

SWAELEN, Edward J.A. (1982) - "Desemprego, Salários e Preços: Um Estudo Comparativo de Keynes e do Pensamento Macroeconômico da Década de 70". Rio de Janeiro, BNDES.

TANZI, Vito (1977) - "Inflation, Lags in Collection, and the Real Value of Tax Revenue". STAFF PAPERS, Washington, D.C., IMF, 24(1): 154-167, March.

----- (1978) - "Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina". STAFF PAPERS, Washington, D.C., IMF, 25(3): 417-451, September.

TAVARES, M.C. e BELLUZZO, L.G. de (1986) - "Uma Reflexão sobre a Natureza da Inflação Contemporânea" in: REGO, José Marcio (org.)- INFLAÇÃO INERCIAL, TEORIAS SOBRE INFLAÇÃO E O PLANO CRUZADO. Rio de Janeiro, Paz e Terra.

TAYLOR, Lance (1983) - "Structuralist Macroeconomics - Applicable Models for the Third World". New York, Basic Books, Inc.

THURLOW, Lester C. (1983/1984) - "Dangerous Currents". New York, Random House, Inc.

TOBIN, James (1972) - "Inflation and Unemployment". AMERICAN ECONOMIC REVIEW, Nashville, American Economic Association, 62(1): 1-18, March.

(1981) - "Diagnosing Inflation: a Taxonomy". in: FLANDERS, M. J. e RAZIN, A. (eds).- DEVELOPMENT IN AN INFLATIONARY WORLD. New York, Academic Press.

VANDERKAMP, John (1975) - "Inflation: a Simple Friedman Theory with a Phillips Twist". JOURNAL OF MONETARY ECONOMY, Glasgow, Bell and Bain (North-Holland), 1(1): 117-122, January.

VICKERS, Douglas (1968) - "The Theory of the Firm, Production, Capital and Finance". New York, McGraw-Hill.

MILES, Peter J. (1956) - "Prices, Cost and Output". Oxford, Basil Blackwell.

WILLIAMSON, Oliver E. (1964) - "Economics of Discretionary Behavior". Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall.

WILLIAMSON, John (1966) - "Profit, Growth and Sales Maximization". ECONOMICA, London, The London School of Economic and Political Science, 33(129): 1-16, February.

WILSON, I. e ANDREWS, P.W.S. (1951) - "Oxford Studies in the Price Mechanism". Oxford, Clarendon Press.

WOOD, Adrian (1975) - "A Theory of Profits". Londres, Cambridge University Press.