

# Uma visão moderna do fenômeno da inflação \*

Arnold C. Harberger \*\*

1. Introdução; 2. O que é a inflação?; 3. Inflação de custos versus inflação de demanda; 4. Dois cenários do processo inflacionário; 5. A inflação importada; 6. Inflação de origem nacional com taxas de câmbio fixas; 7. **Overshooting** com taxas de câmbio fixas e variáveis.

## Resumo

Este ensaio tenta resumir o estado atual do pensamento econômico sobre a inflação. Não pretende ser original, mas ao mesmo tempo procura realçar aspectos do problema que serão novos para leitores que não tenham seguido de perto recentes desenvolvimentos teóricos.

## 1. Introdução

Embora a história da inflação provavelmente seja tão antiga quanto a invenção da moeda, nossas idéias sobre esse processo têm evoluído com o tempo. Parte dessa evolução consistiu de genuínos avanços no conhecimento e na compreensão mais profunda do assunto, mas certamente ela também refletiu mudanças no foco do estudo do processo.

Creio que ambos esses aspectos caracterizam as mudanças ocorridas em nossa maneira de pensar sobre a inflação na última década. Por um lado, novos progressos teóricos ajudaram a elucidar nossas opiniões sobre o tema; por outro, alguns eventos (em particular o desencadeamento da *inflação mundial*) trouxeram para o primeiro plano certas características do problema que (apesar de conhecidos) tinham sido em geral deixados de lado ou ignorados pela literatura especializada dos anos 50 e 60.

\* Este ensaio foi escrito a pedido do Banco Nacional do México S/A. Deixo aqui meu reconhecimento pelos proveitosos comentários feitos sobre uma versão preliminar por Adolfo C. Diz, Jacob Frenkel e Milton Friedman.

\*\* Da Universidade de Chicago.

Este ensaio tenta resumir o estado atual do pensamento econômico sobre a inflação. Não pretende ser original, mas ao mesmo tempo procura realçar aspectos do problema que serão novos para leitores que não tenham seguido de perto recentes desenvolvimentos teóricos.

## 2. O que é a inflação?

Se pedirmos a alguém que defina inflação, acredito que quase todo mundo dirá que se trata de um movimento geral de elevação no nível de preços. Pressionado, provavelmente acrescentará: um movimento ascendente de que participam, em princípio, todos os componentes do nível de preços. A própria palavra *inflação* sugere a idéia de uma *inchação* dos preços, como quando se enche de ar um balão, o que certamente abarca a noção de que todos os preços se movem de maneira igual. Quando os economistas ou contadores tentam corrigir algumas cifras por causa da inflação, isso é feito deflacionando-as — dividindo os valores nominais por um índice geral de preços de maneira a convertê-los em unidades de poder geral de compra constante, o que também se coaduna com a idéia de que a inflação *em si* faz todos os preços se moverem na mesma proporção.

Tudo isso está tão intimamente de acordo com o bom senso que poderá parecer redundante que eu o expresse. Decerto não parece particularmente profundo.

O primeiro ponto sobre o qual desejo chamar atenção, todavia, é precisamente a noção de que a inflação como movimento geral de elevação do nível de preços, de que participam, em princípio, todos os seus componentes, é muito profunda e rica de implicações. Seja-me permitido tão-somente relacionar e discutir algumas delas.

1. A idéia de inflação como uma *inchação* geral de preços torna muito claro que o que vemos ao nosso redor, em qualquer economia inflacionária, não é apenas o processo da inflação, mas o resultado líquido da inflação e mais uma porção de outras forças. São essas outras forças as responsáveis pelo crescimento real da economia, pela tendência ascendente dos salários reais, pelas mudanças na composição do produto e pela distribuição setorial da produção, e, em geral, pelos movimentos nos preços *relativos* de mercadorias e serviços. Essa combinação do que chamamos fatores *reais* com as forças da inflação *em si* torna às vezes

difícil perceber em nossos dados aquilo que gostaríamos de saber sobre o processo inflacionário.

2. Compreende-se facilmente que se precisa de algo como ar, hélio ou hidrogênio para encher um balão. A contrapartida no caso da inflação é moeda. Não se trata de uma declaração doutrinária, nem mesmo controversa. Nenhuma economia jamais experimentou uma inflação significativa sem um aumento em sua quantidade de moeda, e nenhuma teoria da inflação que mereça este nome sustentaria que uma inflação significativa de preço possa ocorrer sem um aumento correspondente na quantidade de moeda.

3. Isso tudo *não* significa que a expansão monetária seja a causa final de todas as inflações — mas apenas que é um ingrediente básico. Se outras forças forem a causa final — movimentos salariais, por exemplo, ou movimentos nos preços internacionais, então o aumento na quantidade de moeda é uma parte essencial da reação da economia a essas causas. Quando a expansão monetária é a causa final, então os aumentos dos salários e nos preços internacionais (em geral mediante desvalorização da taxa de câmbio) são elementos fundamentais da reação da economia.

4. Consideremos agora o que foi dito à luz de uma inflação *pura*, na qual todos os preços se movem juntos a um mesmo ritmo, e na qual haja uma expansão excessiva da moeda (muito além do necessário para financiar o crescimento real normal da economia a preços estáveis), no mesmo ritmo. Não há, na verdade, maneira de determinar, pela simples *observação* dessa inflação *pura*, qual de todas as variáveis possíveis — moeda, estrutura salarial, preços internacionais ou alguma outra — foi a causa final. Qualquer uma poderia sê-lo, levando, nessa puríssima forma de inflação, ao mesmo conjunto de movimentos observados de variáveis econômicas.

Esta é uma observação muito importante, pois significa que no mundo da inflação pura as principais teorias alternativas que tentam explicar a inflação aparentemente são impossíveis de distinguir umas das outras. A esse nível, nenhuma das hipóteses concorrentes pode ser rejeitada, e, em decorrência, nenhuma pode ser provada à exclusão das outras. Talvez se explique assim a duração dos debates sobre a inflação, sem uma solução aparente.

### 3. Inflação de custo versus inflação de demanda<sup>1</sup>

Acabamos de mostrar que se todas as inflações fossem puras, não poderíamos distinguir uma inflação de *custo* de uma inflação de *demanda* — por exemplo, não poderíamos separar uma que fosse impulsionada por movimentos exógenos de salários de outra que o fosse por aumentos exógenos nos estoques de dinheiro. Isso nos leva, naturalmente, a perguntar como poderemos então estabelecer tal distinção — como alterar o contexto de maneira que faça sentido perguntar se uma inflação é impulsionada pelo *custo* ou pela *demanda*?

Sem tentar aprofundar o assunto, parece-me que se quisermos que a pergunta tenha sentido, teremos obviamente de falar de inflações *impuras* ou então *menos puras*. É preciso cuidar, todavia, para não ir longe demais e violar a idéia básica pela qual iniciamos, da inflação como um movimento geral de elevação de todos os preços. A questão será, então, como fazê-lo?

A resposta me parece muito fácil: considerando a inflação como um processo que ocorre ao longo do tempo. Mais precisamente, seja o ponto inicial do processo um momento em que a taxa de inflação (tanto a real como a esperada) é zero, e o ponto final um momento quando a taxa de inflação (outra vez, tanto a real quanto a esperada) é também zero. A simplificação por certo é exagerada, mas as conclusões principais a serem extraídas dessa análise permanecerão válidas para um processo definido como tendo início num ponto onde a inflação real (e esperada) se encontrava numa dada percentagem, e fim num ponto qualquer onde alcançou de novo a mesma taxa percentual. Ou seja, as principais conclusões dessa análise, baseada em pontos iniciais e finais de estabilidade de preço, também valerão quando esses pontos se caracterizarem por uma inflação real ou esperada de 20% ou 5%, ou qualquer outra percentagem dada, contanto que o mesmo número se aplique ao começo e ao fim do processo.

Se definirmos nestes termos nosso processo, ou talvez, *episódio* inflacionário, teremos que, ao longo de todo o processo, como antes, todos os preços devem mover-se proporcionalmente (admitindo-se que os fatores reais sejam constantes, ou que seus efeitos sejam corrigidos, antes de iniciarmos essa análise). Todavia, no processo ou episódio os preços podem mover-se diferentemente. Certas forças podem predominar no começo

<sup>1</sup> A análise feita neste item apoiou-se grandemente no trabalho de Ruben D. Almonacid.

do processo, e outras mais no final; as taxas de ajuste dos diferentes preços podem ser diferentes em vários estágios, etc. Este pequeno “truque” nos permite falar com lógica e proveito sobre inflação de custo e de demanda, como passarei a mostrar.

Vamos introduzir os conceitos de oferta agregada e demanda agregada, as quais podem ser representadas no espaço de preço-produto como curvas de oferta e demanda de aparência tradicional. Se apenas atuam fatores de custo, temos a curva de oferta deslocando-se verticalmente, enquanto a curva da demanda permanece constante (figura 1a); se apenas fatores de demanda estão atuando, temos a curva da demanda deslocando-se verticalmente enquanto permanece constante a curva da oferta (figura 1b). Não há problema em distinguir nesses casos inflação de custo e inflação de demanda.

Mesmo quando ambos os fatores estão atuando simultaneamente, é possível definir a situação mediante a força que predomina. Assim, quando as forças subjacentes provocam um deslocamento vertical maior da oferta agregada do que da demanda agregada (como na figura 2a), creio que podemos falar de uma inflação de custo ou predominantemente de custo. No caso oposto (ilustrado na figura 2b), teríamos uma inflação de demanda ou predominantemente de demanda.

Os exercícios ilustrados nas figuras 1 e 2 são adequados de certo modo por justificarem o uso de termos que, de tão empregados, já fazem parte do vocabulário geral. Devemos reconhecer, contudo, que são algo insatisfatórios — se qualquer um desses exercícios fosse capaz de contar toda a história, seria então verdade que a inflação tem um efeito permanente ou contínuo sobre o produto real. Além disso, pode-se inferir que diferentes componentes do nível geral de preços se movem em proporções distintas conforme se vai de *A* a *B* na figura 1a. Os componentes de custo implícitos na curva de oferta estão subindo de preço na percentagem dada pelo deslocamento vertical total da curva de oferta (*AH*), enquanto os preços dos produtos aumentam numa percentagem inferior dada pela distância vertical de *B* acima de *A*. Do mesmo modo, na figura 1b, os preços de fatores ou condições de oferta que estão por detrás da curva de oferta agregada não se estão modificando, mas os preços do produto sobem pela distância vertical de *B* acima de *A*.

Figura 1a

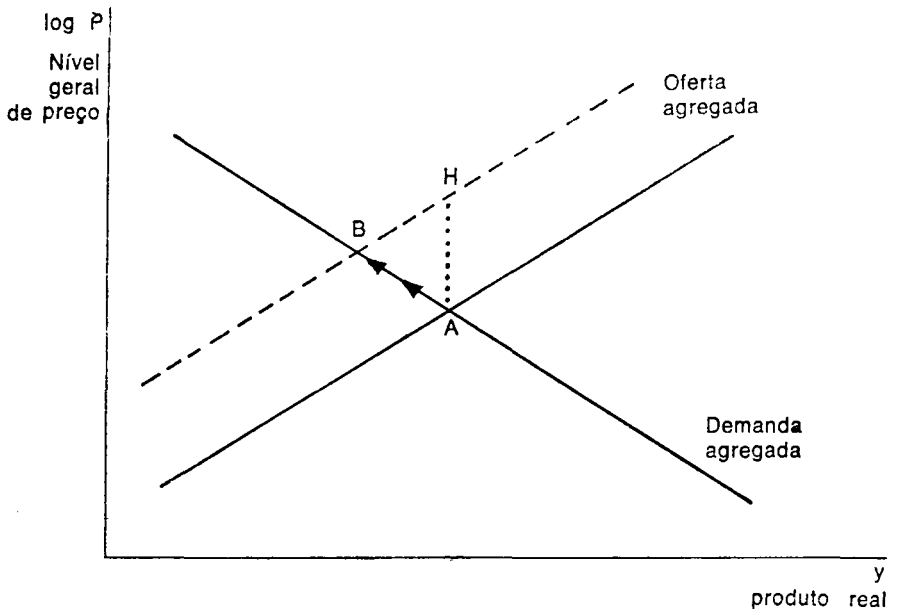


Figura 1b

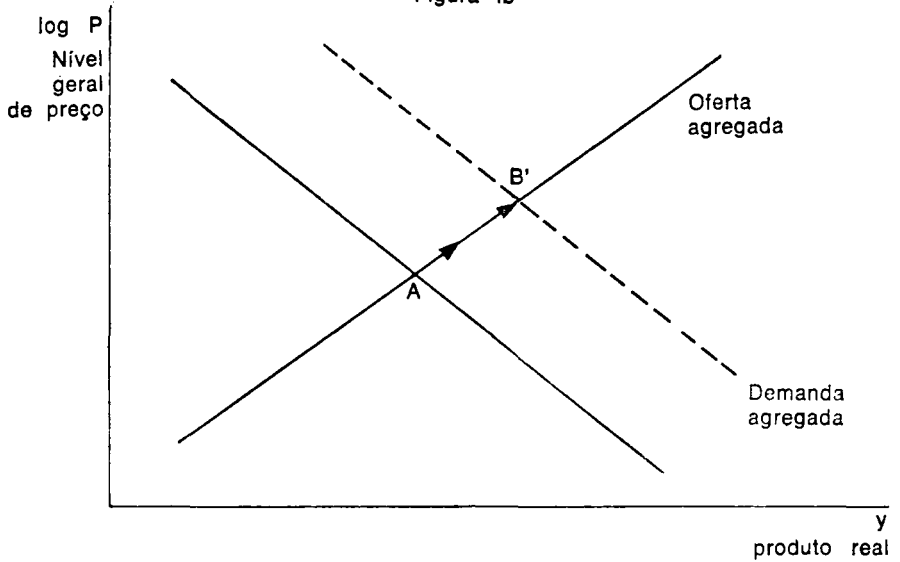


Figura 2a

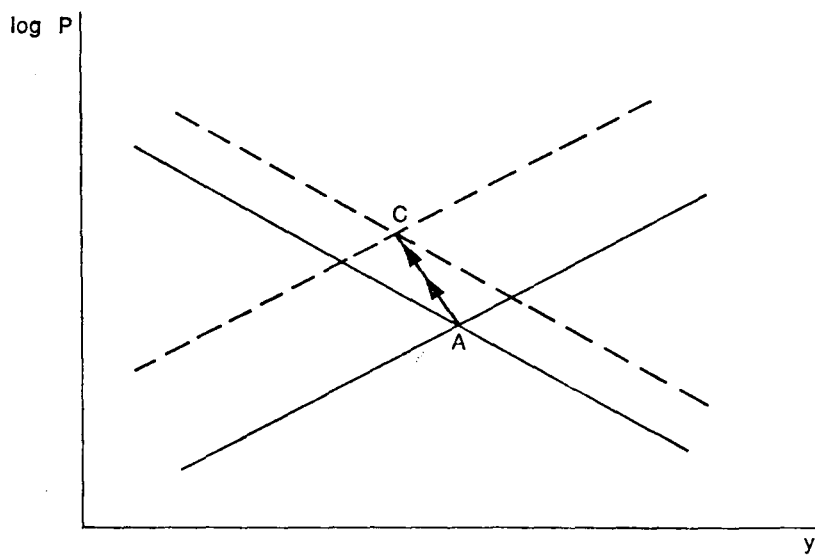
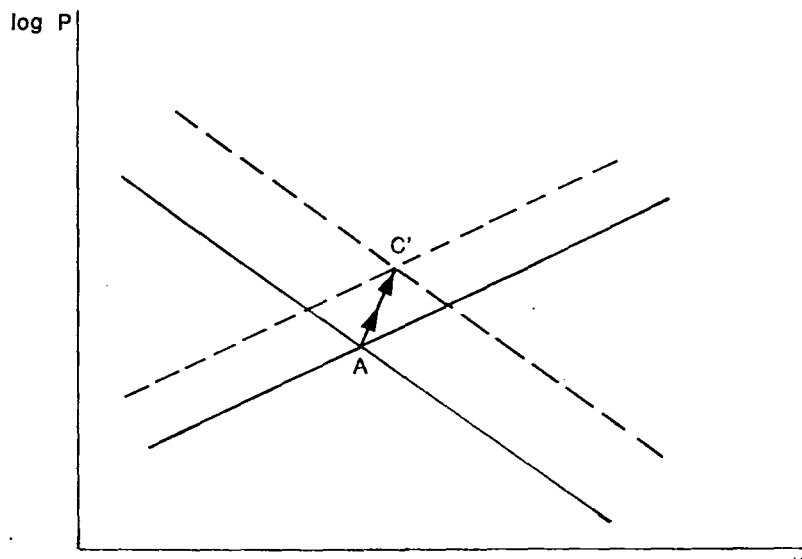


Figura 2b



Não quer dizer que esses aspectos das figuras 1a e 1b, e os aspectos correspondentes das figuras 2a e 2b são ilógicos ou inadequados como representações de *partes* de um processo de inflação. Mas dizer que eles contam toda a história do processo inflacionário seria desprezar tanto a boa teoria quanto toda a nossa experiência. De acordo com as figuras 1a e 2a, a inflação nunca deixa de reduzir a produção a um nível inferior ao que alcançaria de outro modo. De acordo com as figuras 1b e 2b, a inflação nunca deixa de aumentar a produção a um nível superior ao que atingiria de outro modo. Ora, só isto não conta a história toda. Cada país latino-americano com uma significativa experiência inflacionária teve durante a mesma surtos de progresso e de recesso no produto real. A *estagflação* não é absolutamente um fenômeno novo — na verdade, só representa novidade para os que nunca se preocuparam em estudar a história das inflações.

Não é este o momento para tentar apresentar todas as provas em apoio desta afirmativa, ou expressar as pequenas ressalvas que uma abordagem mais demorada iria permitir. Basta dizer que o peso das provas mais contundentes das inflações conhecidas permite afirmar que é impossível *comprar* prosperidade com inflação. Talvez se possa *alugar* um pouco de prosperidade com ela, mas, mesmo assim, será apenas por curto prazo. A prazo mais longo, parece seguro afirmar que inflações na faixa de, digamos, zero a 50% ao ano, têm pequeno ou passageiro efeito sobre a produção (e se existe algum efeito permanente, ele será moderadamente negativo).

Baseado, portanto, em considerações teóricas e na observação de ocorrências passadas, concluo que a história não é como aparece nas figuras 1 e 2. É neste ponto que entram as figuras 3a e 3b, construídas de maneira coerente com a nossa própria *definição* inicial de inflação, e com as teorias mais abalizadas sobre o assunto, bem como o peso da evidência já descrito. As figuras expressam processos inflacionários que *não* afetam permanentemente o nível do produto real e que se caracterizam *de fato* por um movimento igual (ao longo do processo inteiro) de todos os preços e custos. O processo, porém, divide-se em estágios ou fases. Na figura 3a, vemos primeiro um deslocamento da oferta agregada maior do que o da demanda agregada (deslocamento da curva em negrito para a interrompida). Assim, vamos de *A* para *D*, o que implica uma queda do produto real. Mas agora temos desequilíbrio nos preços relativos, e o produto real a um nível inferior ao de pleno emprego. Eles desa-



Figura 3a

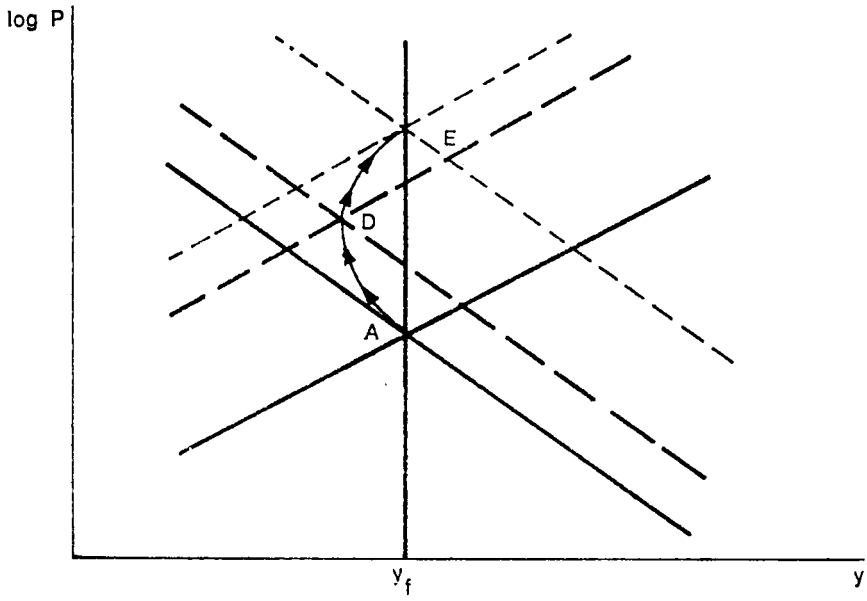
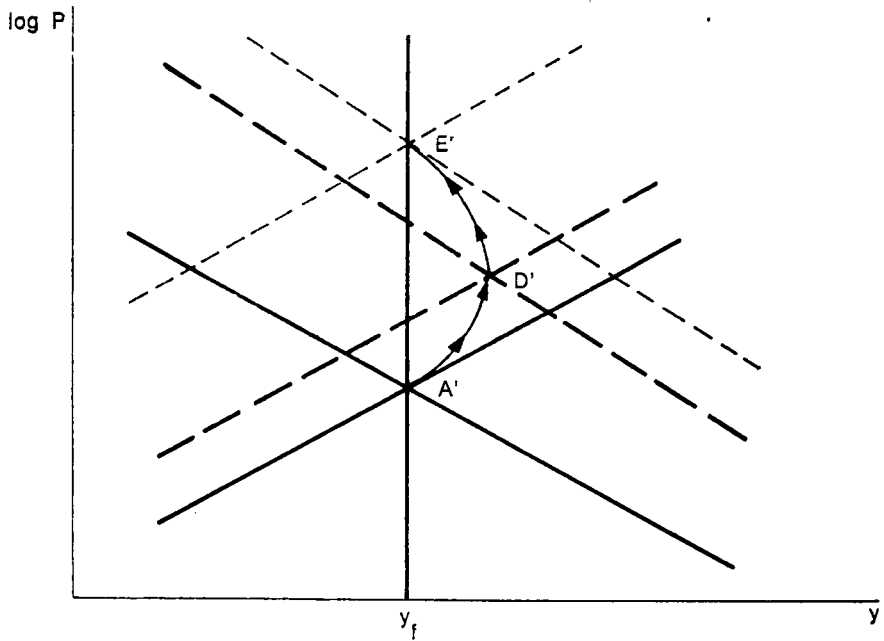


Figura 3b



parecem no segundo estágio do processo, quando nos movemos de *D* para *E*. A restauração do equilíbrio pleno em *E* necessariamente implica, na passagem de *D* para *E*, um deslocamento vertical da demanda maior do que o da oferta (deslocamento da curva tracejada para a curva pontilhada em negrito) e a subida do produto real. Assim o processo inteiro descrito na figura 3a implica uma fase de inflação de custo (movimento de *A* para *D*) seguida de uma fase de inflação de demanda (movimento de *D* para *E*).

De maneira semelhante, o processo descrito na figura 3b implica uma fase inicial de inflação de demanda (movimento de *A'* para *D'*) seguida de uma fase de inflação de custo (movimento de *D'* para *E'*).

Ora, as figuras 3a e 3b são representações muito mais realistas de um processo inflacionário integral do que as figuras 1a, 2a, 1b e 2b. Elas não geram incertezas óbvias, não contrariam as linhas teóricas principais nem as inferências amplas que se podem derivar da observação de inflações no mundo real. Dado seu nível de simplicidade, parecem reflexões bastante adequadas e aceitáveis da realidade.

Porém — e é este o ponto importante — se considerarmos que a inflação de custo é como do tipo representado na figura 1a ou 2a, e a inflação de demanda como do representado na figura 1b ou 2b, *então* teremos de concluir que mesmo sem levar em conta se um verdadeiro e integral processo inflacionário se parece com a figura 3a ou 3b, ainda assim seria, num sentido real, uma inflação metade de custo e metade de demanda.

É preciso, então, parar e pensar. De algum modo a compreensão desse ponto faz parecer ingênuos (ao ponto da irrelevância) os antigos debates acerca de inflação de custo *versus* inflação de demanda. Quantos dos protagonistas desses debates tinham a noção de que todas as inflações na verdade têm de ser híbridas, de que o argumento de custo *versus* demanda só se pode aplicar racionalmente a uma fase, e não ao fenômeno ou processo da inflação em si? Quantos dos que pensavam que os salários são a verdadeira força motriz da inflação contavam com uma teoria que mostrasse como o aumento de salários gera a fase da inflação de demanda (p. ex., o movimento de *D* para *E* na figura 3a)? Quantos dos que pensavam que a expansão da moeda fosse a mola mestra do processo tinham uma explicação a respeito da maneira como ela gera a fase da

inflação de custo (p. ex., o movimento de  $D'$  para  $E'$  na figura 3b)? Ou quantos, insistindo que inflações de custo eram principalmente inflações de salários e que inflações de demanda eram particularmente de natureza monetária, tiveram o discernimento de perceber que, segundo essa interpretação, qualquer inflação plena teria de ser metade de salário, metade de moeda?

Assim chegamos bastante longe neste breve exame do processo inflacionário. Talvez não tenhamos aumentado em muito o nosso conhecimento, mas nos desfizemos de um número considerável de equívocos suficientemente graves para impedir a correta compreensão do processo.

#### **4. Dois cenários do processo inflacionário**

Depois de mostrar como a maioria dos debates sobre o processo inflacionário simplesmente não resiste a um exame mais acurado, o que desejo nesta seção é construir dois cenários que se coadunem com a análise até agora apresentada. O primeiro gera o padrão de movimento que aparece na figura 3a; o segundo, o da figura 3b. Por motivos que depois se evidenciarão, é conveniente imaginar que esses cenários têm lugar num país com uma política de taxa cambial flexível.

*Cenário 1:* Os sindicatos trabalhistas são muito poderosos e ativos, abrangendo a vasta maioria da mão-de-obra empregada. Eles pressionam fortemente e conseguem aumentos salariais que não podem sustentar o pleno emprego ao nível de preços anterior. As autoridades monetárias cedem um pouco às pressões no sentido de mais crédito interno, geradas por essas circunstâncias, mas basicamente se inclinam para a restrição. A economia segue assim uma trajetória como a de  $A$  até  $D$  na figura 3a. O resultado é desemprego junto com inflação. Aumentam as pressões de ordem política. O Ministro da Fazenda e o presidente do Banco Central são substituídos por pessoas menos identificadas com a linha dura. Conforme se acentuam as pressões, toma-se a decisão de restaurar o pleno emprego a qualquer preço. Embora os salários continuem a subir, as autoridades monetárias atuam agora com suficiente liberdade para fazer subir (verticalmente) a demanda total mais do que a oferta total, de maneira que resulta uma trajetória como a de  $D$  para  $E$ . Com o tempo, alcança-se o pleno emprego em  $E$ .

*Cenário 2:* Os sindicatos trabalhistas não são muito poderosos e não abrangem senão uma minoria da mão-de-obra do país. Por outro lado, as pressões fiscais governamentais são fortes. O governo parece sempre incapaz de atender suas despesas com as rendas tributárias, e se considera forçado a apelar para empréstimos externos e internos para cobrir seus déficits fiscais. Embora o empréstimo externo não seja inflacionário, é caro, e a disponibilidade de crédito é limitada. No plano doméstico, o empréstimo no mercado de títulos também é possível mas igualmente caro, pois é preciso competir com outras aplicações de fundos altamente produtivas. Em decorrência, o governo tende a recorrer ao sistema bancário para financiar seus déficits. Basicamente, o governo pode forçar os bancos (e em particular o Banco Central) a absorver suas obrigações, mesmo quando tenham rendimentos nominais baixos. A inflação é posta em marcha quando esse tipo de absorção combinado com uma relutância compreensível por parte das autoridades bancárias em fazer cortes drásticos no montante do crédito bancário real para o setor privado produzem uma expansão monetária maior do que seria condizente com preços estáveis. O dispêndio dessa *expansão excessiva* pelo governo fomenta diretamente a demanda total, e o esforço do setor privado para se livrar dos excedentes dos estoques monetários reais, uma vez que a moeda se encaminha para os bancos particulares, adiciona um empuxo indireto à demanda. Sobem a produção e o emprego, mas também os preços, à medida que a economia segue uma trajetória como a de  $A'$  para  $D'$  na figura 3b.

Em  $D'$ , todavia, os salários reais caíram abaixo de seu nível de equilíbrio. Surge a escassez de mão-de-obra, e os empregadores são forçados a aumentar os salários. Mesmo a remuneração dos empregados domésticos — o menos organizado de todos os segmentos do mercado de trabalho — sobe diante da pressão da procura excessiva. À medida que essas pressões no sentido de equilibrar o mercado de trabalho se acomodam, a economia segue uma trajetória como a de  $D'$  para  $E'$  na figura 3b.

Se considerarmos os cenários 1 e 2 à luz da experiência latino-americana com a inflação, não haverá a menor dúvida de que o segundo fornece uma reprodução mais fiel dessa experiência. De fato, é quase incrível sua fidelidade aos fatos básicos das inflações na América Latina. Quase toda inflação latino-americana importante tem tido suas raízes nos déficits fiscais financiados pelo Banco Central (as únicas exceções relevantes são o Brasil depois de 1967 e o Uruguai antes dessa data).

A sindicalização, além disso, nunca abrangeu nem 50% da força de trabalho em qualquer país inflacionado (exceto, talvez, o Chile sob Allende), e os sindicatos porventura existentes eram antes fracos do que fortes. Além disso, se os processos inflacionários forem divididos em etapas iniciais e finais (um jogo reconhecidamente perigoso, especialmente onde a inflação acaba por ser endêmica e, portanto, contínua), será bastante claro que a tendência tem sido de os primeiros estágios serem eufóricos, caracterizados por alto emprego e uma aura de progresso, enquanto nos últimos é que a atividade econômica se entorpece e emerge a *estagflação*. Esta observação é inteiramente compatível com o cenário 2, mas não com o cenário 1.

Outra evidência na mesma direção é fornecida pelos estudos de Joseph Ramos, atualmente na Organização Internacional do Trabalho. Ele acha que, ao começarem (ou se acelerarem) as inflações, os salários reais tendem a baixar acentuadamente, tendendo a subir — também bastante marcadamente — quando as inflações diminuem (ou desaceleram). Um ou outro desses movimentos pode afastar os salários de seu nível de equilíbrio por algum tempo, mas não permanentemente. Ramos também considera que existe uma forte tendência no sentido de os salários reais — quando empurrados para longe de seu nível de equilíbrio em uma ou outra direção — voltarem para esse equilíbrio, embora com algum atraso, mas segura e inelutavelmente. As conclusões de Ramos, baseadas em muitos anos de estudo do comportamento do mercado de trabalho na América Latina, também se encaixam perfeitamente no cenário 2. Nele, os salários reais caem no começo do processo (como Ramos comprovou), enquanto no cenário 1 os salários reais se elevam inicialmente. A pressão do mercado ou a forte tendência dos salários reais à volta ao equilíbrio — a outra comprovação importante de Ramos — se reflete na segunda fase do cenário 2, o movimento de  $D'$  para  $E'$ . (Observe-se que no cenário 2 essa segunda fase, embora sendo um caso genuíno de inflação de custo no que se refere ao mercado de produtos, é estritamente um caso de inflação de demanda quanto ao mercado de trabalho.)

Talvez seja este o momento adequado para um comentário sobre um fenômeno que à primeira vista parece inacreditável. Como é possível a existência de uma tão poderosa corrente de opinião de que as inflações — na América Latina e em outros lugares — são devidas aos salários, quando todas as provas apontam o contrário? A resposta me parece ser dada pela observação daqueles que mais acirradamente sustentam essa opinião. Segundo tenho podido comprovar por muitos anos, são o homem

de negócios, o administrador, o empresário ou os que trabalham para eles, ou são tão ligados a eles que tendem a compartilhar sua visão do mundo, que defendem com maior vigor a noção da inflação de salário. Quando se percebe este ponto, o resto fica fácil de explicar. Para o homem de negócios, *todas* as inflações parecem inflações de custo. Recordemos que numa inflação *pura* todos os custos e preços sobem *pari passu* em todos os pontos no tempo, e que mesmo em nosso processo inflacionário *impuro*, no processo inteiro, o movimento inflacionário total de todos os custos e preços é o mesmo. Estamos, então, falando sobre deslocamentos inflacionários ascendentes tanto das funções de demanda como de custo em percentagens iguais. Porém, recordemos agora — e é este o ponto crucial — que todo homem de negócios está sempre tentando aumentar a demanda de seu produto (por meio de publicidade, agressividade de vendas, planos de serviços ao cliente, promoções especiais, etc.). Quando a procura aumenta, é muito natural que ele o considere, em larga medida, como resultado dos próprios esforços. “Finalmente”, diz para si mesmo, “todo aquele trabalho está começando a dar frutos”. Isso, porém, não se aplica aos custos — nenhum homem de negócios gosta de enfrentar aumentos nos custos, que ele vê como barreiras colocadas no seu caminho por um destino hostil. Ele sabe que esses aumentos de custos não são obra sua, e portanto os atribui ao fenômeno da inflação. Ao fazê-lo, está certo — o erro está em considerar os aumentos de custo não como uma *parte* do processo inflacionário, mas como sua *fonte* ou *causa* fundamental. O homem de negócios chega a essa conclusão mediante um processo de eliminação — como o aumento da demanda que ele observa se deve principalmente aos seus próprios esforços, mas não ao aumento dos custos, somente os custos poderiam fazer os preços subir. Além disso, tendo em vista que ele justifica sua própria *necessidade* de aumentar os próprios preços como decorrência do aumento nos custos que ele comprova, é muito fácil projetar essa experiência para o restante da economia e explicar o aumento do nível geral de preços também com base nos custos. Os custos do trabalho passam a desempenhar um papel central nesse esquema, pois o homem de negócios considera seu fornecedor de materiais como estando no mesmo barco. Novamente por eliminação os salários se tornam culpados.

Vimos, porém, que esse quadro da inflação — na realidade, nosso cenário 1 — simplesmente não se harmoniza com os fatos. O desemprego e a desaceleração da atividade não aparecem no começo dos processos inflacionários observados na vida real, como seria previsto pelo cenário 1.

Nem os salários aumentam mais rapidamente do que os preços nos estágios iniciais do processo, também uma parte importante do cenário 1. Ao contrário, os fatos correspondem muitíssimo de perto ao cenário 2, no qual a inflação de salário não desempenha nenhum papel semelhante ao imaginado popularmente.

## 5. A inflação importada

Como vimos, existe uma grande confusão no espírito de muita gente, bem como no debate público, a respeito de questões de inflação de custo *versus* inflação de demanda. Porém, a situação ainda piora quando consideramos o problema da inflação num quadro de taxas de câmbio fixas (lembremos que os cenários 1 e 2 postulavam taxas de câmbio flexíveis). Nesse ponto, a confusão alcança os mais altos degraus da escala acadêmica, as publicações eruditas mais esotéricas e os livros-texto mais fundamentais.

Talvez o melhor seja começar pela observação de que praticamente todos — especialistas ou não — considerariam que a análise dos itens 2, 3 e 4 deste ensaio se aplicam muito bem, e sem qualquer alteração importante, a um país que opere com taxas de câmbio fixas. Na verdade, não é assim!

Outra opinião bastante corrente em países de taxa de câmbio fixa é que existem, de fato, duas espécies de inflação — a importada e a nacional — e que as inflações que se vêem no mundo real são misturas das duas, e que o interessante é saber de uma dada inflação qual a fração importada e qual a nacional — ou, diferentemente, e de maneira um pouco mais sutil, se é de origem *predominantemente* importada ou nacional.

Ora, o fato é que, operando estritamente no esquema de um sistema de taxa de câmbio fixa, existe apenas um tipo de inflação — a internacional — ou seja, inflação do sistema como um todo. Para um país grande, isso talvez signifique que as forças inflacionárias geradas internamente *transbordam* para o resto do mundo. Mas para todos os outros que não sejam os países maiores, significa que as forças inflacionárias originadas externamente *infiltraram-se* na economia interna. O restante deste debate se ocupará desse contexto (e do país pequeno). Nesse caso, o correto é dizer apenas que a taxa de câmbio (para um dado sistema de impostos, restrições comerciais, etc.) determina o nível de preço interno mais ou menos da mesma maneira como a água encontra seu próprio nível em diferentes partes de um sistema hidráulico. Se um país, de início, não

participa inteiramente de uma inflação mundial em pleno vigor, será apenas questão de tempo começar a fazê-lo, enquanto mantiver fixa a sua taxa de câmbio.

Deve-se observar ainda que esta asserção é verdadeira, quer o país se ligue estreitamente ou não ao restante da economia mundial. Aplicando de novo a analogia do sistema hidráulico, não importa se a tubulação que liga as diferentes partes do sistema está um pouco entupida ou completamente livre. Se houver infiltração de uma parte do sistema para outra, a água chegará ao seu nível, e apenas se um ponto estiver hermeticamente isolado ele manterá um nível de água diferente do restante.

O mesmo se passa com o nível de preços de um país com um sistema de taxa de câmbio fixa. Temos uma conexão estreita com o sistema mundial quando bens importados contribuem com larga parcela dos produtos e serviços da economia; a conexão será reduzida quando a fração de bens importados é pequena em relação à economia total (geralmente devida a proibições ou restrições quantitativas similares relativas a importação) .

Se a inflação começa no resto do mundo, a primeira coisa que acontece é o aumento dos preços das mercadorias comercializadas internacionalmente. Esse impacto será tanto mais forte quanto mais relevantes forem os produtos importados para a economia, daí que o efeito inicial da inflação internacional sobre o nível de preços internos será mais sensível numa economia de conexão estreita. Esse efeito inicial produzirá um desequilíbrio nos preços relativos entre os bens importados e os outros, e ao mesmo tempo uma *escassez* de dinheiro, pois o meio circulante será momentaneamente constante em termos nominais, enquanto um importante componente do nível de preço subiu.

Três efeitos agora têm lugar, todos devidos à situação de desequilíbrio recém-descrita:

a) as pessoas tentarão compensar o déficit em seus estoques monetários reais simplesmente gastando menos do que o normal, por uns tempos. Parte dessa redução no gasto recairá sobre bens inteiramente nacionais, mas parte será em produtos importados, induzindo assim uma tendência ao superávit no balanço de pagamentos e uma conseqüente *importação de dinheiro*;



b) as pessoas também tentarão compensar seu déficit de numerário real por meio de empréstimo, o que poderá ser conseguido ou mediante a expansão do crédito (e do meio circulante) permitida pelas autoridades monetárias nacionais, ou por meio de empréstimos no exterior. Se a expansão interna ocorrer com suficiente rapidez, poderá prevenir todos os outros mecanismos de ajuste, *financiando* ela própria um aumento nos preços dos produtos nacionais ao nível dos importados. Mas, na medida em que ocorrerem empréstimos do exterior, essa segunda via de ajuste também implica uma *importação de dinheiro*;

c) finalmente, se nem (a) nem (b) conseguirem alinhar rapidamente os preços internos com os mundiais, haverá um efeito de substituição que levará a população a abandonar suas compras de produtos importados em favor de bens e serviços inteiramente nacionais, suscitando novamente uma melhoria no balanço de pagamentos e uma *importação de dinheiro*.

Desses três mecanismos, a teoria tradicional do comércio internacional tendia a enfatizar o terceiro, enquanto a literatura sobre finanças internacionais ressaltava o segundo. Evoluções recentes no nosso modo de pensar sobre o assunto, talvez injustamente confundidas com outras idéias sob o rótulo geral de *teoria monetária do balanço de pagamentos*, tendem a destacar o primeiro. É verdade que o primeiro mecanismo é o único capaz de explicar casos em que o processo de transmissão das pressões inflacionárias internacionais para uma nova economia é tão rápido que praticamente se completa em poucos meses. O mecanismo (b) também pode agir com rapidez, mas no fundo substitui um desequilíbrio por outro, no sentido de que o país endividou-se para adquirir o novo numerário. Com o mecanismo (a), ao contrário, o país *compra* o novo dinheiro com os excedentes do comércio internacional (tal como ocorre com o terceiro mecanismo). Este, porém, só faz sentido como mecanismo de reação lenta, no qual a população tem tempo de se dar conta das disparidades de preço e conseqüentemente alterar seu padrão de aquisição e de produção. O mecanismo (a) pode atuar com muito maior rapidez, segundo as pessoas simplesmente percebem que seus saldos de caixa se esgotaram e procuram restaurá-los. Portanto, convém identificar (a) com um sistema hidráulico de condutos livres, e (c) com outro em que a tubulação esteja um pouco obstruída. O resultado final é o mesmo, mas pode variar muito o espaço de tempo necessário para restaurar o equilíbrio, bem como o padrão de movimento das variáveis-chave do processo, ao longo do tempo.

## 6. Inflação de origem nacional com taxas de câmbio fixas

No item anterior concluímos que, num sistema de taxas de câmbio fixas, um país pequeno não teria praticamente controle a longo prazo, mediante sua própria política monetária, sobre o nível de preços internos. O nível de preços, mesmo de bens e serviços produzidos e comercializados internamente, é determinado — a longo prazo, senão a curto — por acontecimentos no resto do mundo e, é lógico, pela taxa de câmbio fixa.

O que acontece, então, quando um país com taxa de câmbio fixa segue uma política creditícia e monetária excessivamente frouxa? A resposta está implícita nos mecanismos (a), (b) e (c). A excessiva liquidez que uma política monetária frouxa coloca ao alcance do público pode transbordar facilmente para o exterior à medida que as pessoas gastam seus fundos extras em bens, serviços e haveres (mecanismo [a]). Uma parte talvez se reflita no pagamento da dívida externa e (via taxas de juros locais mais baixas) numa diminuição da disposição de investidores estrangeiros em conceder empréstimos ao mercado de crédito deste país. Trata-se, naturalmente, do segundo mecanismo. Finalmente, sob certas circunstâncias, a liquidez excessiva nas mãos do público talvez se reflita na real elevação dos preços dos bens e serviços nacionais em relação aos importados, e num conseqüente deslocamento (mediante o terceiro mecanismo) dos padrões de dispêndio do primeiro para o segundo grupo de bens.

Note-se que apenas o terceiro mecanismo implica um aumento específico do nível de preços locais acima do que, a longo prazo, corresponderia ao internacional na taxa de câmbio vigente. Mas *todos os três* implicam a deterioração do balanço de pagamentos, e portanto questionam a viabilidade da taxa de câmbio vigente. Esta é (mais do que a inflação em si) a conseqüência mais importante da política monetária excessivamente frouxa num contexto de taxa de câmbio fixa. Se a situação do balanço de pagamentos não for corrigida, as reservas diminuirão até um ponto em que não se poderá fugir da desvalorização, o que em troca elevará o nível de equilíbrio dos preços. Todavia, enquanto se mantiver a disciplina da taxa de câmbio, enquanto as autoridades monetárias agirem no sentido de refrear qualquer dreno incipiente das reservas internacionais antes que uma desvalorização se torne inevitável, não haverá efeito permanente da política monetária interna sobre os preços.

Figura 4a

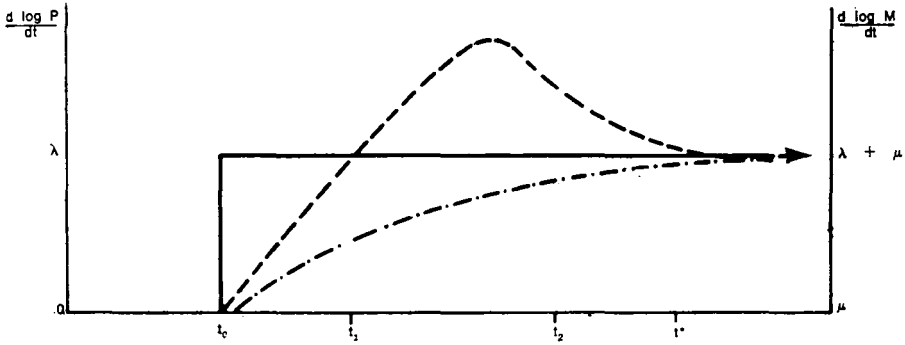


Figura 4b

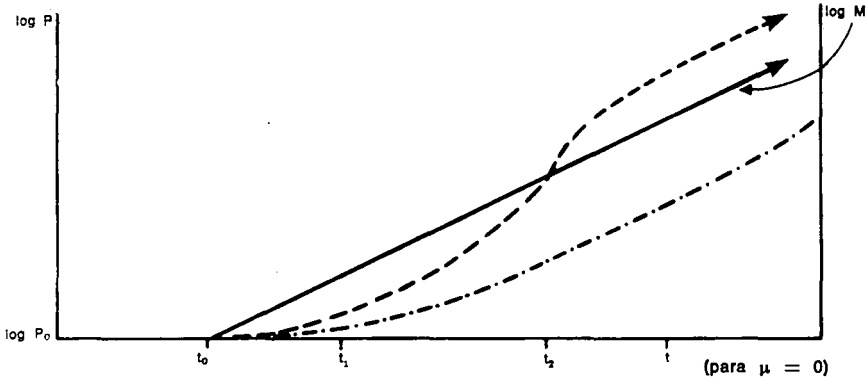
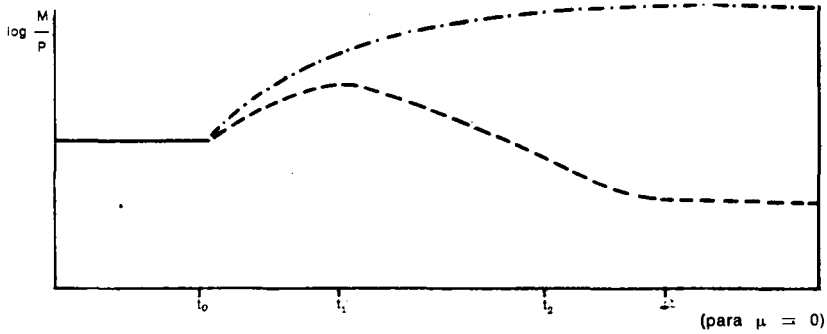


Figura 4c



## 7. Overshooting com taxas de câmbio fixas e variáveis

Um dos fenômenos que se têm destacado na análise da inflação nesta década tem sido o *overshooting* — quando a taxa de aumento de preços excede por um certo tempo a taxa de aumento de qualquer variável exógena considerada como pelo menos a causa aproximada ou força motriz do processo inflacionário. No caso de taxas de câmbio flexíveis, geralmente se considera como variável causal a quantidade de moeda.

A melhor maneira de apreciar a natureza do *overshooting* é admitir que a economia inicialmente se encontrava num equilíbrio de não-inflação e que num determinado ponto no tempo ( $t_0$ ) a política monetária se alterou de maneira que o meio circulante aumentou de  $\lambda$  por cento mais do que a taxa de aumento  $\mu$  consoante com o equilíbrio dinâmico a preços estáveis. É o que se observa na figura 4a, onde a taxa de inflação de preços aparece na escala da esquerda, e a taxa da expansão monetária na da direita. A linha contínua mostra a trajetória no tempo admitida para a taxa de aumento do meio circulante. As linhas pontilhadas e interrompidas mostram duas trajetórias no tempo concebíveis para a taxa de aumento de preços. O ponto principal a ser considerado no *overshooting* é que uma trajetória temporal de  $d \log P / dt$  como a linha pontilhada da figura 4a *não é possível*, isto é, não se coaduna nem com a teoria econômica básica aplicada a esse caso, nem com o peso da evidência empírica acumulada. A razão é que uma trajetória temporal como a da linha pontilhada implica que mesmo depois de um *ajuste total* (por exemplo, em  $t^*$  ou mais tarde) os estoques monetários reais são maiores na presença da inflação do que seriam em sua ausência. Isso não faz sentido, além de contrariar provas de que os estoques monetários reais são uma função decrescente da taxa esperada de inflação.

A reação da taxa de inflação de preços, para ser coerente com a teoria e com a evidência empírica, deve parecer-se com a curva interrompida da figura 4a. Temos aqui uma reação inicial da inflação de preços defasada em relação à taxa de expansão monetária, o que significa que os estoques monetários reais inicialmente aumentam em resposta à mudança na taxa da inflação. Todavia, não podem terminar sendo maiores do que antes (depois do ajuste devido aos efeitos de quaisquer fatores reais), portanto em algum ponto ( $t_1$  no diagrama) devem começar a diminuir. Em consequência, a taxa da inflação de preços sobe acima da taxa de aumento do meio circulante (isto é, *overshooting*) como vemos na figura 4a.

As implicações da reação da *linha pontilhada*, no que concerne às trajetórias da oferta monetária, do nível de preços e dos estoques monetários reais, são indicadas pelas curvas pontilhadas das figuras 4b e 4c. Essas curvas são traçadas, para fins expositivos, na suposição de que  $\mu = 0$ . Como se pode ver nas figuras, a trajetória da reação da linha pontilhada exigiria que os estoques monetários reais subissem continuamente a partir de  $t_0$ , alcançando uma nova assíntota significativamente acima (ao invés de abaixo) do nível inicial.

As curvas interrompidas contam uma história mais plausível, em que os estoques monetários sobem inicialmente, depois caem para um novo nível de equilíbrio abaixo de seu ponto inicial. Certas relações devem prevalecer entre as curvas interrompidas. 1. A curva interrompida na figura 4c atinge seu máximo em  $t_1$ , ponto onde a curva interrompida corta a curva contínua na figura 4a, e onde a curva interrompida é paralela à curva contínua na figura 4b. 2. A curva interrompida na figura 4c corta seu nível inicial em  $t_2$ ; nesse ponto a curva interrompida da figura 4b está cortando a curva contínua e a área acumulada entre  $t_0$  e  $t_2$  sob a curva interrompida da figura 4a é igual à que fica sob a curva contínua entre os mesmos dois pontos no tempo. 3. No final (isto é, no novo equilíbrio que começa em  $t^*$ ), a curva interrompida coincide com a curva contínua na figura 4a, é paralela mas superior à curva contínua na figura 4b, e horizontal mas inferior à linha horizontal inicial na figura 4c.

Quando a taxa de câmbio é fixa, a natureza do *overshooting* é um pouco diferente. Nesse caso a oferta monetária é, ao menos de médio a longo prazo, endógena, ao passo que o nível de preços no exterior é que constitui a força motriz da inflação. Na figura 5a admite-se essa ocorrência, com a taxa de mudança dos preços no exterior ( $d \log P_f / dt$ ) seguindo uma trajetória semelhante à de  $d \log M / dt$  na figura 4a.

Como antes, uma trajetória temporal como a pontilhada para a taxa de mudança dos preços domésticos não é admissível, pois implica um ajuste menos que total dos preços internos à inflação mundial. Admitindo-se, como é plausível, que a reação dos preços internos ao início da inflação mundial não seja instantânea, a trajetória do ajuste até o equilíbrio total deve ser parecida com a pontilhada na figura 5a — isto é, o *overshooting* da taxa de aumento dos preços dos bens internacionais. Nesse caso, a integral sob a curva contínua, de  $t_0$  para  $t^*$ , deve ser igual

Figura 5a

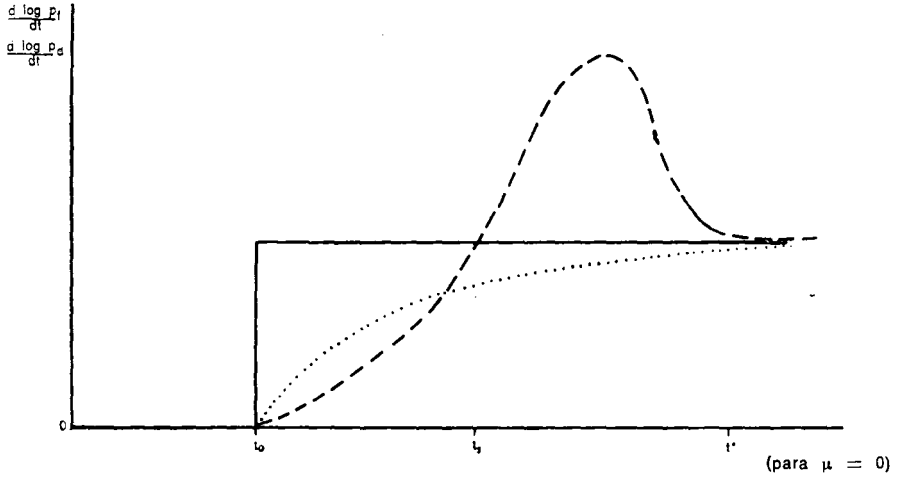
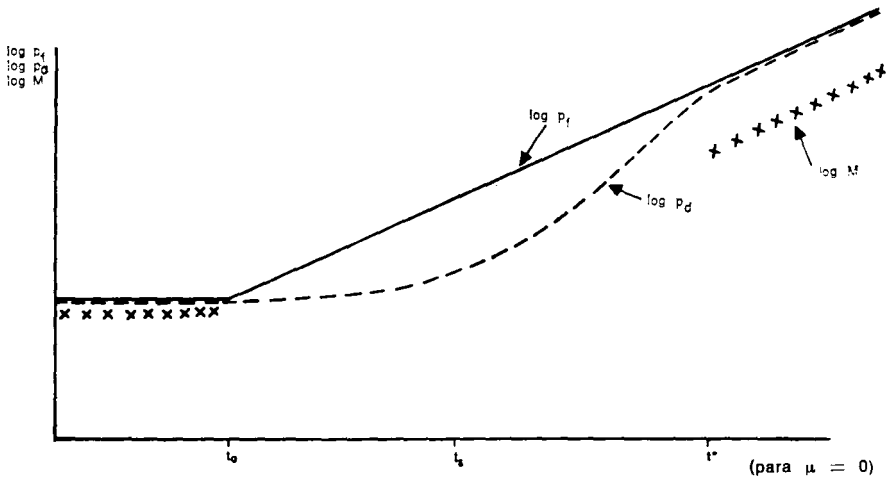


Figura 5b



àquela sob a curva interrompida, de modo que a relação de equilíbrio entre  $P_f$  e  $P_d$  seja restaurada quando se alcançar  $t^*$ .

A natureza dos movimentos da oferta monetária não é tão fácil de caracterizar — a trajetória temporal, da qual a oferta monetária deve, no longo prazo, se aproximar é perfeitamente determinada, mas não o caminho pelo qual ela a atingirá. Um caminho possível seria a adoção,

por parte do país, das regras implícitas no sistema padrão-ouro — ou seja, a expansão do meio circulante quando surgem superávits comerciais, e sua diminuição quando ocorrem déficits. Se as únicas forças a perturbarem o equilíbrio da balança comercial fossem as associadas com o processo inflacionário que estamos analisando, essa regra do padrão-ouro significaria aumentos no meio circulante sempre que a razão  $P_f/P_d$  fosse superior ao nível de equilíbrio. Como é isso que ocorre de  $t_0$  a  $t^*$ , nessa hipótese teríamos um aumento contínuo no estoque monetário *comprado* com os superávits provocados pela razão vigente em cada momento dado. Uma vez que a discrepância dos preços relativos é maior no momento  $t_1$ , esse seria o ponto da taxa máxima de aumento da oferta monetária. Desse modo, a trajetória temporal de  $\log M$  (não desenhada) entre  $t_0$  e  $t^*$  teria a forma de S, com seu ponto de inflexão em  $t_1$ . Aproximar-se-ia de uma trajetória de equilíbrio abaixo da de  $P_f$  e  $P_d$ , pois os estoques monetários reais teriam de ser inferiores no equilíbrio final, com a inflação a  $\lambda$  por cento ao ano, ao que eram no contexto inicial de preços estáveis.

A conclusão interessante a que chegamos é que num país de taxa de câmbio fixa, seguidas as regras do jogo do padrão-ouro, a taxa de inflação dos preços internos por certo período excederá necessariamente a dos preços internacionais, *mesmo que a inflação seja de origem exclusivamente internacional!* É por isso que no México e nos outros países centro-americanos é possível sustentar minha afirmativa inicial de que com taxas de câmbio fixas as inflações são exclusivamente da variedade importada, mesmo que, durante períodos consideráveis, a taxa de aumento de preço dos bens domésticos seja superior à dos importados.

### Abstract

This paper attempts to summarize the current state of economic thinking about inflation. It is not meant to be original, but at the same time is intended to bring out aspects of the problem that will be novel to readers who have not closely followed recent theoretical developments.