

S
UFRJ/IEI
1065

043295-4

Universidade Federal do Rio de Janeiro



Instituto de Economia Industrial

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 65
UMA REFLEXÃO SOBRE A NATUREZA
DA INFLAÇÃO CONTEMPORÂNEA

Maria da Conceição Tavares
Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Dezembro, 1984

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL



UMA REFLEXÃO SOBRE A NATUREZA DA INFLAÇÃO
CONTEMPORÂNEA

Maria da Conceição Tavares
Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo
Dezembro, 1984



43 - 016360

anpec

Este trabalho foi impresso
com a colaboração da ANPEC

PROGRAMA NACIONAL DE
PND 3

FEA - UFRJ
BIBLIOTECA
Data: 10 / 10 / 85
N.º Registro: F 437/85
043295-4
MS 97655

5
UFRJ/IEI
TD 65

FICHA CATALOGRÁFICA

Tavares, Maria da Conceição.

Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea/Maria da Conceição Tavares, Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo.--Rio de Janeiro: UFRJ, Instituto de Economia Industrial, 1984. 30 p.--(Texto para discussão; n.65).

Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea

Maria da Conceição Tavares
Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo



INTRODUÇÃO

O fracasso das tentativas de combate à inflação que vem sendo levadas a cabo, o caráter insatisfatório das teorias que se propõem a explicar o processo inflacionário e o recente debate brasileiro sobre as causas atuais da inflação - que, aliás, desembocou em propostas de desindexação, congelamento de preços e salários, reforma monetária - sugeriram uma reflexão sobre a natureza dos desequilíbrios inflacionários contemporâneos.

Decidimos - amparados nos trabalhos de Hicks e Davidson - partir do paradigma keynesiano de determinação dos preços que trabalha com dois mercados distintos, com dinâmicas diferentes na formação de preços: "spot markets" e "forward markets" que corresponderiam aos flex-prices e aos fix-prices. Nossa hipótese é de que os supostos keynesianos originais sobre a interrelação e o comportamento destes mercados foi profundamente alterada, primeiro pela decadência e depois pela ruptura do sistema monetário internacional, cujos fatos maiores foram a substituição das taxas de câmbio fixas por taxas flutuantes, a endogeneização do dinheiro e sua internacionalização sob o signo do capital bancário privado. São estes dois fenômenos que explicam, a nosso ver, a instabilidade observada nos mercados de matérias-primas.

Nesta situação, trabalhar com uma hipótese de salários exógenos e com mark-up fixo, como nos modelos de preços normais, não é melhor do que admitir a "estabilidade do setor real" e uma oferta exógena de moeda movendo a demanda e a renda normais. Não nos parece igualmente promissor, sob o pretexto de que "dinheiro importa" juntar os dois paradigmas e converter o dinheiro num fe

nômeno "real" ou numa mera unidade de conta. Um outro aspecto do debate recente é a pseudo conversão das expectativas keynesianas, fundadas na incerteza para o mundo das expectativas racionais dos modernos monetaristas. Não é surpreendente — dada a história de nossa triste ciência — que isto tenha ocorrido na década de setenta. Neste período, o aprofundamento da incerteza, a crise geral dos valores e a ruptura dos sistema monetário internacional só com ironia poderiam ser interpretados como um desvio temporário e estocástico da trajetória walrasiana de equilíbrio.

Desenvolvemos nossa argumentação em duas partes: a primeira contempla uma breve exposição do modelo keynesiano de preços, seguida da rejeição dos supostos que — de nosso ponto de vista — não se sustentam diante da ruptura do padrão monetário internacional; a segunda parte analisa as três etapas do processo de ruptura do sistema de preços internacional e as falácias das políticas de ajustamento. Concluimos com breves considerações sobre o impacto das políticas de ajuste sobre os processos de aceleração inflacionária.

PARTE I

I.1. O MODELO KEYNESIANO DE PREÇOS

Para Keynes o preço de oferta global era um preço esperado que permitia cobrir os custos variáveis e o custo de uso das instalações, mais uma margem normal de lucro, conforme a formulação marshalliana. No entanto, Keynes avança sobre Marshall na definição de período de produção e de custo de uso. Assim, o preço de oferta de longo prazo de Keynes (ou preço normal) era aquele que deveria realizar, no período de produção a valorização esperada dos ativos da empresa — dimensão capitalista que envolve a atualização dos valores referentes a estoques de matérias-primas, produtos acabados e a depreciação do capital fixo. Quanto à dívida passada, a suposição implícita era a de que os contratos de crédito e endividamento não podem ser violados durante o período de produção, isto é, eram fixos em termos de prazo e de taxas de juros.

O preço global de oferta podia, assim, ser planejado — como um verdadeiro preço de produção — na dependência do nível previsto de utilização de capacidade produtiva da empresa ou da indústria, o que, por sua vez, dependia apenas das expectativas de curto prazo acerca do comportamento dos vários componentes da demanda global. O passado não podia ser revisto e as expectativas de curto prazo, quando frustradas, só afetavam as decisões capitalistas — no que se refere a quantidades (não a preços). Isto quer dizer que a variável instantânea de ajuste é a variação de estoques, ou do grau de utilização da capacidade produtiva, porque a variação dos preços nos mercados "spot" de matérias-primas e de produtos terminados eram supostas flutuar em torno dos preços normais de oferta e não afetavam os chamados "contratos de suprimento" (supply contracts) ⁽¹⁾. As flu-

(1) Ver Davidson, "Money and the Real World", pág. 340

tuções de curto prazo das taxas de juros, também, não afetavam as decisões de produção, porquanto os contratos de dívida eram fixos. Nestas condições, a valorização esperada do capital líquido, bem como o custo de uso do capital fixo e dos estoques de matérias-primas estratégicas só tinham de levar em conta as expectativas em relação à taxa de juros de longo prazo e ao custo de oportunidade de reter estoques de matérias-primas⁽²⁾.

No que diz respeito aos preços industriais a hipótese hicksiana de fix-prices supunha: a) mercados nacionais que respeitavam os supostos de uma economia fechada, na qual o padrão monetário era estável e a oferta de dinheiro regulada pelo Banco Central; e, b) no caso de uma economia aberta, admitia uma taxa de câmbio fixa e atribuía-se às reservas internacionais um papel estabilizador⁽³⁾. Admitidas estas hipóteses, podia ser estabelecido um modelo de "preços normais", em que as empresas industriais eram meras operadoras de preços de produção, calculados a partir de custos primários relativamente estáveis, com uma margem normal de lucro (ou um mark-up fixo). Nestes modelos, o ponto de partida para a formação de preços era a taxa nominal de salários, fixada pelas regras de negociação coletiva, e mantida constante no período de produção, qualquer que fosse a estrutura do mercado de trabalho. A taxa nominal de salários relacionada com o produto por homem ocupado (medido em unidades monetárias de salário) exprimiria o preço dos fluxos de oferta agregada no período de produção.

A estabilidade das condições contratuais, sobretudo no mercado de trabalho e no mercado de crédito, ou, na linguagem de Davidson, a sincronia existente, no período de produção, entre "contratos de oferta" e "contratos de dívida" permitia o cálculo dos preços normais de produção.

(2) Ver Keynes, Teoria Geral, Apêndice no Cap. 6, Sobre o Custo de Uso.
(3) Ver Hicks, "The Crisis of Keynesian Economics"

Assim, os mercados de commodities e os mercados de dinheiro — que eram mercados internacionais por excelência — podiam flutuar livremente e alterar o caráter rentista da riqueza, mas não determinavam o preço de produção das mercadorias. Havia uma separação nítida entre fix e flex-prices. Os "flex-prices" podiam flutuar instantaneamente ante uma modificação de demanda. Os "fix-prices" só poderiam subir, no próximo período de produção, diante de um incremento da demanda se se verificasse uma rigidez de oferta. Num sistema industrial, a rigidez de oferta só poderia ocorrer perto da plena ocupação da capacidade, ou do pleno emprego. Normalmente, a suposição feita era da existência de margens de capacidade ociosa na indústria ou de resposta adaptativa ao crescimento da demanda. Deste modo, os efeitos em termos de preços e interdependência dos mercados só aparecia no auge do ciclo. Neste momento, aparece uma inflação de custos originária, quer do mercado de commodities (spot), quer dos próprios preços de oferta das matérias-primas. Aparece, também, uma inflação de rendas que se deve tanto a possíveis "bottlenecks" no mercado de trabalho, que elevam o custo dos salários para a indústria, quanto a lucros anormais nos setores onde há plena utilização da capacidade. A verdadeira inflação no modelo keynesiano só se dava, portanto, no auge, onde era irrelevante a distinção entre a inflação de capital e inflação de rendas⁽⁴⁾. Também, o conflito redistributivo só aparecia no auge, vale dizer, em situação de oferta agregada rígida.

A decisões de produção capitalista, tal como imaginadas originalmente por Keynes, supunham duas situações macroeconômi-

(4) Na verdade, uma inflação pura de demanda (gap inflacionário) ou pura de custos (salários) pertence a uma visão inteiramente alheia e incompatível com a teoria de Keynes. Também, o conflito redistributivo, tal como é apresentado nos modelos "neo-keynesianos" com mark-up rígido, produto e renda real dados, são inteiramente incompatíveis com a visão de Keynes.

cas diferentes, tanto no que diz respeito à formação de preços, quanto no que se refere ao comportamento dos agentes. Uma trata da valorização do capital no processo de produção, a outra se refere ao caráter de valorização e posse da riqueza em suas várias formas, sobretudo, nas formas mais líquidas. Em condições normais de funcionamento de uma economia capitalista é o processo de produção que comanda o processo de valorização da propriedade capitalista. Nesta perspectiva, a "preferência pela liquidez" está governada pelos motivos de transação e precaução e admite um componente especulativo "normal" nos mercados financeiros. As taxas de juros de curto prazo devem flutuar em torno da taxa de longo prazo, que não tende a ser alterada, enquanto não houver razão para uma elevação do prêmio de liquidez. Este sobe, não porque haja desequilíbrio entre o mercado de bens e o mercado de dinheiro ou entre as decisões de investir e as decisões de poupar, mas, porque há incerteza sobre as perspectivas de longo prazo quanto à rentabilidade dos ativos-fixos.

O finance motive não é suficiente para determinar uma elevação duradoura da taxa de juros. Este fundo rotativo de financiamento do investimento tende a se incrementar pari-passu com a implementação das decisões de investir, a menos que ocorram restrições pelo lado da política bancária que resultem em uma diminuição brusca da liquidez e do crédito interno líquido. Isto, naturalmente, afeta as condições gerais de financiamento da economia⁽⁵⁾. Um aumento brusco da preferência pela liquidez e do caráter especulativo-rentista da riqueza capitalista só poderia ocorrer depois da derrubada da eficácia marginal do capital na reversão de um ciclo expansivo⁽⁶⁾.

Apesar de Keynes supor uma oferta monetária independente, que pode ser controlada pela política do Banco Central, com os ins

(5) Estas restrições, num modelo aberto e com governo, podem advir de uma mudança de política da dívida pública ou de uma variação brusca de reservas internacionais.

(6) Ver Teoria Geral, Cap. XXII - Notas sobre o Ciclo Econômico.

trumentos clássicos do mercado aberto, a impotência da política monetária torna-se manifesta, numa situação recessiva. Uma elevação da liquidez primária e uma baixa da taxa de juros poderiam ser eficazes no início de uma situação expansiva para facilitar o financiamento dos novos investimentos e desfazer "bottlenecks"⁽⁷⁾. Uma política monetária expansiva seria, porém, totalmente ineficaz para evitar a reversão cíclica.

1.2. RUPTURA DO PADRÃO MONETÁRIO INTERNACIONAL E O MODELO KEYNESIANO DE PREÇOS

Uma equação de preços de oferta de tipo keynesiano não se mantém, como modelo expliativo, nas atuais condições de ruptura do padrão monetário internacional e de movimento anárquico dos preços. Os mercados "spot" de commodities e de dinheiro não são "independentes". A hipótese hicksiana de fix-prices supunha taxas de câmbio fixas ou, no caso de serem flutuantes, supunha a possibilidade de se estabelecer uma paridade de equilíbrio de poder de compra entre moedas. O mercado de dinheiro e de mercadorias deviam, portanto, ser consideradas independentes e, orientados pela demanda cíclica, moviam-se de maneira compensatória, mantendo estáveis os preços de oferta de longo prazo.

A existência de um padrão monetário internacional estável garantiria taxas de equilíbrio de longo prazo para os juros e para o câmbio, o que permitia o funcionamento de um sistema de preços fixos industriais, em qualquer economia nacional.

Com a ruptura do padrão internacional a hipótese de fix-prices não se mantém para nenhum mercado. O modelo de economia fechada não tem mais validade e os mercados internos em economias abertas — operando com taxas flutuantes de câmbio — deixam de respeitar as hipóteses de estabilidade do modelo keynesiano. O movimento de reservas internacionais deixa de desempenhar um papel estabilizador dos fluxos nominais da renda nacional, no ajuste monetário de balanço de pagamentos. Os mercados de estoques — em particular os mercados financeiros — não podem mais ser considerados exógenos ao sistema de produção e, portanto, a hipótese da estabilidade dos contratos de oferta e dos contratos de dívida, no período de produção, não se sustenta.

(7) Nesse caso, aliás, tratar-se-ia de uma política, ao mesmo tempo, anti-inflacionária e anti-monetarista.

Não é possível admitir a estabilidade dos contratos de dívida por causa da sua repactuação periódica, atrelada a flutuações bruscas das taxas de juros no mercado internacional de dinheiro. Não é possível admitir a estabilidade dos contratos de oferta no suprimento das matérias-primas estratégicas (importadas e exportadas) porque a paridade do poder de compra das moedas não se mantém e tanto as relações de troca quanto os preços de produção das matérias-primas sofrem violentas descontinuidades. Assim, tanto o preço dos estoques como o valor dos ativos e passivos passam a flutuar descontroladamente durante o período de produção tornando incerto o horizonte de cálculo capitalista. Apesar do impacto dos preços "externos" sobre o poder de compra dos salários, esta é a única variável relativamente estável em termos nominais nos contratos de oferta, no período de produção, embora reaja no período seguinte, a partir da queda do poder de compra e da inflação esperada. Já os preços de oferta, planejados pelos produtores, tendem a ser violentamente exagerados na tentativa de antecipar uma eventual desvalorização do capital líquido. Isto faz com que o preço de oferta global deixe de cumprir as condições de "normalidade" dos preços de produção numa empresa capitalista. Vale dizer a margem de lucro deixa de ser um mark-up estável sobre os custos primários, já que uma margem fixa não é mais garantia de uma taxa normal de rentabilidade bruta sobre o capital empregado na produção.

Assim, a margem desejada de lucro ao invés de representar um mark-up estável sobre os custos primários passa a ser uma margem incerta de cálculo. Com as sucessivas desvalorizações da moeda internacional, esta margem passa a subir tendencialmente, já que incorpora as sucessivas reavaliações de estoques, e a carga reajustável da dívida (juros flutuantes).

A incerteza sobre o custo de uso dos estoques de matérias-primas e sobre o valor atualizado da dívida passada são os dois elementos decisivos para converter o modelo de "fix-

prices" num modelo de preços flexíveis. Infelizmente esta flexibilidade de preços é sempre para cima. Não por causa da rigidez nominal ou pela relação de salários à baixa, nem por causa da inelasticidade dos salários que só ocorre no novo período de produção. O problema da flexibilidade "para cima" das margens desejadas de lucro e dos preços nominais decorre de que os ajustes de preços de produção não são instantâneos. Os preços continuam "forward", sendo determinados pelas expectativas quanto às condições de oferta, em cada novo período de produção. Os valores dos contratos de oferta e de dívida continuam como guia do preço esperado, mas tem de ser permanentemente reavaliados.

A instabilidade das expectativas de curto prazo, contaminada as de longo prazo que não se prendem mais, apenas, ao custo de uso dos equipamentos existentes, como numa situação de estabilidade do padrão monetário e dos mercados de matérias-primas. A unidade monetária de salários deixa de ser estável, não por causa das condições de negociação dos trabalhadores, mas pela inexistência de paridade do poder de compra para os salários. O custo de uso dos equipamentos deixa de ser um elemento razoável de cálculo não porque se modificam as condições de produção dos equipamentos, mas porque os valores do capital e a taxa de juro de longo prazo são incalculáveis.

Na verdade, a natureza das expectativas de curto prazo de que se trata não é a que foi discutida por Keynes: flutuações na demanda efetiva, permitindo ajustes rápidos de quantidades pela variação de estoques ou pela elasticidade da produção. Tão pouco se trata de expectativas adaptativas ou racionais como vem sendo postulado nos modelos de "desequilíbrios Walrasiano", ou de uma luta entre salários e produtividade como sugerem os modelos distributivos keynesianos. Trata-se de um ajuste inesperado no preço de cálculo da oferta glo-

bal, por modificações imprevisíveis nas condições de formação de preços "absolutos". (8)

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, porque sejam altos o juro e 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. Não se trata, pois, de uma incerteza do lado da demanda, que possa ser corrigida no cálculo de preços com uma parcela de custo suplementar. Trata-se de um verdadeiro "choque de oferta" impossível de ser corrigido já que a trajetória dos preços de longo prazo é impossível de prever. A ponte para o futuro, representada pelo dinheiro, é uma ponte precil sobre "um abismo" de incertezas. O "equilíbrio de longo prazo" é uma vã utopia e os desequilíbrios de curto prazo não se resolvem apenas por ajustes de quantidades, mas também de preços para cima.

Os componentes da equação de preços, que correspondem à valorização estritamente especulativa da riqueza capitalista, estão agora "autonomizados" em relação às condições de valorização produtiva e exprimem o fenômeno peculiar desta crise. As formas de valorização do capital, são portanto, predominantemente especulativas mas, dadas a desorganização do padrão monetário e cambial, não encontram repouso em qualquer ativo particular. O caráter rentista da riqueza capitalista prevalece sobre seu caráter produtivo fazendo com que uma par

(8) A discussão sobre ajuste de preços relativos é uma falsa questão por que eles são o resultado ex-post do cálculo empresarial ou governamental de preços (margem de custo e lucro) absolutos e não elementos de cálculo "ex-ante" como no modelo neo-clássico. Ver sucessivas passagens de Keynes contra a hipótese de os preços relativos como preços de "cálculo".

te substantiva dos "custos de produção" devam ser estimados com uma enorme margem de segurança. Deste modo, tanto a inflação passada quanto a esperada estão embutidas no cálculo prospectivo, menos pelo lado da noção tradicional de "fluxos de oferta" e muito mais pelo lado dos estoques e valores de capital. Assim, os custos reais primários podem estar caindo (petróleo, matérias-primas, salários) e a inflação poderá estar sendo realimentada pela instabilidade nos elementos de valorização capitalista, que se expressa através de flutuações bruscas nas taxas de juros, nas taxas de câmbio, e nas margens esperadas ou desejadas de lucro.

É conveniente esclarecer que não são os níveis alcançados pelas taxas de juros que provocam a inflação, mas as expectativas de bruscas flutuações das taxas. Da mesma forma, não é o patamar de sobrevalorização ou desvalorização do câmbio que provoca instabilidade nos preços, mas as constantes flutuações e as perspectivas de desvalorização real da própria moeda internacional. São, portanto, os mercados de ajuste instantâneo que instabilizam as decisões capitalistas, quer impondo a "recontratação" de compromissos passados (juros flutuantes) quer obrigando a revisões especulativas nos preços esperados, que deixam de ser rígidos e se tornam flexíveis para cima.

Se os agentes formadores de preços levassem em conta, na formação de preços, apenas o componente passado da inflação, esta se tornaria inercial. Depois de cada "choque de oferta" a inflação seria, apenas, de custos e os "mark-ups" desejados seriam convencionais e estáveis. Mas as empresas líderes formadoras de preços, tendem a precaver-se de qualquer percalço na inflação futura, subindo o "mark-up" desejado. Numa situação como esta, a inflação verificada tende a acelerar-se e pode tornar declinantes as margens de lucro efetivas (ex-post), apesar de que as margens desejadas sejam crescentes ao longo de vários períodos de produção. Ironicamente, os contratos de

trabalho são os únicos estáveis, à despeito da grita contra a indexação. A indexação salarial só atua passado um ano ou seis meses e permite no máximo a recomposição do poder de compra do período anterior. Também permite a estabilidade nominal do principal custo primário em cada novo período de produção. Somente quando as negociações salariais embutem uma expectativa de preços futuros superior à passada, é legítimo falar de realimentação inflacionária, promovida pelos salários.

No centro deste instável processo de "fuga para frente", em que se transformou a valorização da riqueza capitalista, está o mercado de dinheiro, que já não funciona de acordo com os supostos formulados por Keynes. Em primeiro lugar, a oferta monetária não pode mais ser considerada rígida e controlável exogenamente pelo Banco Central. O movimento de reservas provoça do pela especulação no mercado internacional de divisas leva a flutuações endógenas na dívida pública e no dinheiro que retiram o caráter regulador autônomo da política monetária.

Em segundo lugar, a idéia de preferência pela liquidez de Keynes perde sua simplicidade originária. É verdade que o componente ativo da demanda por dinheiro continua tendo, como já enfatizou Hicks, uma motivação especulativa (9). A ruptura do padrão monetário internacional, porém, torna o dinheiro internacional uma categoria fugidia, na medida em que a paridade de poder de compra de qualquer moeda nacional em relação às de mais ou a uma hipotética cesta de bens básicos não pode ser fixada. Deste modo deixa de ter sentido a idéia de que existe um ativo que por suas características de baixa elasticidade de produção e substituição proporciona um prêmio de liquidez (capacidade de adquirir bens ou de liberar contratos, sem custo de transação e de manutenção).

(9) Ver Hicks "Essays on Monetary Theory"

A taxa de juros calculada no mercado monetário passa a embutir um "spread" de risco que exprime a incerteza crescente em relação aos contratos futuros de câmbio e em relação à liquidação de contratos passados. As desvalorizações sucessivas das várias moedas nacionais e a inexistência de um padrão monetário estável, provocam a desaparecimento da função do dinheiro como reserva de valor, liquidam a própria noção de mercado de capitais de longo prazo e de uma taxa de juros de equilíbrio ou normal. A reintrodução do conceito de taxa natural de juros é, nestas circunstâncias, uma completa aberração, só comparável à noção de taxa natural de desemprego.

O Sistema Financeiro Internacional passa a funcionar como um sistema de "crédito puro", em suas relações com as empresas e os governos, com criação endógena de liquidez e altos prêmios de risco. Os agentes endividados aceitam qualquer taxa de juros para a rolagem e ampliação de suas dívidas. A demanda de crédito torna-se, assim, inelástica à variação da taxa de juros. É nesta circunstância que a elevação das taxas de juros não correspondem mais a uma elevação do prêmio à renúncia da liquidez, mas, a um prêmio de risco sobre a desvalorização provável da riqueza passada. A revalorização permanente desta riqueza passada, através da renovação freqüente da dívida, com repactuação de taxas, impede que a inflação cumpra o seu papel histórico de desvalorizar o dinheiro financeiro e, simultaneamente, reduzir o valor real da riqueza passada. Deste modo, não se dá lugar à criação de riqueza futura (novo investimento), aprisionando montantes crescentes de liquidez à circulação financeira e restringindo a liquidez necessária à circulação industrial. Esta restrição de liquidez, mais a instabilidade das taxas de juros é que inviabilizam o investimento produtivo e não os níveis absolutos das taxas. Uma empresa capitalista sempre pode equilibrar seus ativos e passivos financeiros, se a taxa de juros for alta, mas, estável. Isto, simplesmente, aumentaria o caráter rentista da riqueza capitalista. Uma distribuição adequada do portfolio resolveria este problema. O problema é que o risco e a incerteza, frente a flutuações dramáticas na taxa de juros, durante o período de produção e de investimento, am

bos, envolvendo tempos distintos de valorização de ativos e passivos reais, com distintos períodos de maturidade.

O encurtamento do horizonte de cálculo do valor da riqueza capitalista, expresso nas flutuações da taxa de juros, não só eleva o custo de uso de todos os ativos produzidos, mas, em particular torna impraticável o cálculo do preço de oferta dos novos bens de capital, vale dizer, torna impossível o cálculo da eficácia marginal do capital. Como a incerteza em relação ao futuro torna-se absoluta, agrava-se o caráter especulativo e "financeiro" da riqueza. Nestas condições a eutanásia do rentier, recomendada por Keynes, equivaleria ao suicídio coletivo dos capitalistas.

PARTE II

II.1. A RUPTURA DO SISTEMA DE PREÇOS DE PRODUÇÃO INTERNACIONAL E AS FALÁCIAS DAS POLÍTICAS DE AJUSTAMENTO

O início da década de setenta presenciou o último espasmo de crescimento da economia mundial, seguido de períodos intermitentes de recessão, com surtos inflacionários, inteiramente inescrutáveis pelos padrões convencionais da análise keynesiana. O descrédito das políticas keynesianas deu lugar a uma onda de conservadorismo monetarista, com políticas de ajustamento recessivo que ao invés de amortecer as tensões inflacionárias e "alinhar" os preços, provocou uma verdadeira ruptura no sistema de preços de produção internacional. Esta ruptura se processa em três estágios. O primeiro corresponde ao auge do ciclo, com a perda da capacidade de regulação da economia americana sobre o sistema internacional. O segundo coincide com o período de instabilidade cambial que medeia os dois choques de petróleo e que é caracterizado por uma correspondente instabilidade de preços, do comércio e da produção. O terceiro período corresponde à tentativa americana de impor a hegemonia do dólar, numa situação de endividamento global crescente. As políticas de ajuste recessivo adotadas a partir do final de 1979 levam à beira da insolvência os países devedores, instabilizam o sistema bancário - através da elevação dos juros e das restrições à liquidez internacional. Este período de desagregação da ordem internacional põs em cheque o sistema anterior de divisão do trabalho, preços e pagamentos, sem apontar para o surgimento de uma nova adequação. Não está claro se a retomada da economia americana e sua diplomacia agressiva de dólar forte é, apenas, um intervalo num longo período recessivo ou se estamos, de fato, em transição para um novo sistema, sob o comando central dos Estados Unidos. Vejamos com maior cuidado os três estágios.

O auge do ciclo sincronizado das economias capitalistas, no período 70/73, resultou - por força do déficit crescente do balanço de pagamentos americanos - na ruptura da paridade do dólar e numa acentuada elevação dos preços de oferta das matérias-primas agrícolas. O

efeito da elevação dos preços relativos dos alimentos provocou uma queda no poder de compra dos salários e uma deterioração nas relações de troca entre a indústria e a agricultura. Este primeiro desalinamento dos preços relativos se reflete em taxas diferenciadas de inflação nos distintos países. Isto, por si sô, já era suficiente para impedir o sucesso das flutuações limitadas de câmbio adaptada no período de 1971/73 pelo Smithsonian Agreement.

Os Estados Unidos, apesar de economia dominante do ponto de vista da formação de preços, sofre modificações indesejadas no custo real da mão-de-obra e das matérias-primas o que tornou os preços finais de seus produtos industrializados cada vez menos competitivos - sobretudo equipamentos e bens de consumo duráveis -. Os desníveis de produtividade e competitividade entre os produtos agrícolas e industriais americanos dificultavam a fixação da paridade do poder de compra da moeda norte-americana. Na verdade, o dólar estava sobrevalorizado nos mercados de matérias-primas, cujos preços apresentavam tendência à alta, e subvalorizado no que se refere às principais manufaturas. Esta situação de desbalanceamento de preços relativos à nível internacional se reflete, nos vários países, de forma diferenciada, melhorando as relações de troca para os que são predominantemente exportados de matérias primas e piorando esta relação para os exportadores de manufaturas. Estes últimos, cujo exemplo típico são a Alemanha e o Japão, respondem com um aumento de eficiência e maior agressividade comercial, o que piora a situação americana do ponto de vista de sua competitividade industrial.

Vejamos a situação da perspectiva dos países semi-industrializados, como o Brasil. Para estes a melhoria das relações de troca é favorável aos produtos agrícolas de exportação (tradables) que expandem sua participação no produto agrícola total interno à custa dos alimentos tradicionais (non-tradables). Caindo a disponibilidade interna de alimentos, seus preços tendem a subir ainda mais. As exportações industriais destes países passam a requerer subsídios. Isto porque a taxa de câmbio não pode ser movida independentemente do comportamento dos preços dos produtos primários, sob pena de reverter as relações de troca. Explicando melhor: a adoção de uma

política de desvalorização agressivas para estimular as exportações industriais agravaria a componente inflacionária interna e prejudicaria as relações de troca favoráveis no mercado internacional.

Não se pode esquecer que este movimento de preços relativos se deu em conjugação com taxas de juros negativas. Isto tem dois efeitos. Em primeiro lugar propicia condições fáceis de endividamento para os países com maior taxa de crescimento e/ou deficits no balanço de pagamento. Em segundo lugar, estimula fortes "ondas" especulativas nos mercados internacionais de comodities e de moedas. Este movimento, por sua vez, rebate de forma diferenciada sobre os balanços de pagamentos dos distintos países. No que diz respeito aos movimentos especulativos do dinheiro, há uma concentração no mercado de "euro-moedas" e são mais fortes contra o dólar e a libra. Já a especulação com mercadorias provoca flutuações bruscas na renda e nos preços dos principais países exportadores e importadores e nas respectivas relações de troca.

A segunda etapa inicia-se com a ruptura definitiva do padrão monetário internacional.

Recusada a proposta de regulação da liquidez formulada pelo Fundo Monetário, assiste-se ao colapso das flutuações limitadas em torno de taxas fixas de câmbio. Segue-se o primeiro choque do petróleo, que instabiliza definitivamente o sistema de preços mundial, internacionalizando as pressões inflacionárias e provocando uma dispersão, sem precedentes, no espectro das taxas de inflação.

Paradoxalmente, as taxas de câmbio flutuantes foram defendidas tanto pelos banqueiros internacionais (por razões óbvias) quanto pelos teóricos neo-clássicos e Keynesianos bastardos que alegavam que a intervenção no mercado de câmbio era não só desnecessária como danosa. Para os primeiros, a intervenção no mercado cambial impedia o livre e necessário ajustamento dos preços relativos. As taxas flutuantes, argumentavam, terminariam por levar a um novo equilíbrio das paridades, desde que as políticas domésticas fossem passivas. Para os keynesianos, a flutuação das taxas de câmbio permitiria ajustar espontaneamente o balanço de pagamentos, libertando assim as

políticas monetária e fiscal, e permitindo a cada país uma maior autonomia na condução da política doméstica. Assim, cada país deveria adotar o mix de política fiscal e monetária que melhor lhe conviesse para combater, em simultâneo, a inflação e o desemprego.

O mix de política econômica preferido na Europa e nos Estados Unidos foi uma mistura de monetarismo e Keynesianismo bastardo, que combinava uma política monetária estrita e uma política fiscal frouxa. A suposição implícita era de que a expansão interbancária da liquidez, desregulada internacionalmente, poderia ser controlada pelos Bancos Centrais que promoveriam, simultaneamente, um ajuste monetário do balanço de pagamentos e o controle da inflação, deixando a política fiscal mais livre para os propósitos domésticos de administração da demanda efetiva.

Esta hipótese de combate simultâneo à inflação e ao desequilíbrio do balanço de pagamentos envolve duas falácias, acatadas pelas correntes dominantes de pensamento. A primeira falácia diz respeito ao mecanismo de preços. Os monetaristas Walrasianos supunham que o ajustamento seria praticamente instantâneo e a inflação cederia, desde que as metas monetárias fossem respeitadas. Os mais realistas desta corrente admitiam um tempo mais demorado para o ajuste dos preços relativos, mas, no final, se chegaria a taxas "naturais" de desemprego, juros e câmbio. Assim, a continuidade da inflação só poderia ser atribuída a políticas monetárias e fiscais ativas e contraditórias.

Os Keynesianos que defendiam um mix adequado entre política fiscal e monetária, ignoravam a existência de estruturas dominantes de preços no mercado mundial - price makers e price-takers. Supunham, na realidade, um processo de convergência dos preços em favor dos países com custos salariais mais baixos ou eficiência mais alta. Imaginavam, portanto, que todos os países europeus (da Alemanha à Itália) tinham melhores condições de combate à inflação do que os Estados Unidos. A partir desta suposição, os Keynesianos passaram a atribuir às reivindicações salariais a responsabilidade maior pela continuidade da inflação. Desta forma, a luta distributiva deveria ser aplicada por uma política de rendas adequada. O debate da

década de setenta, travado entre monetaristas e Keynesianos, em torno da curva de Phillips é do trade-off entre salários e de sempre é uma boa demonstração dos descaminhos da Teoria Macroeconômica contemporânea.

A segunda falácia diz respeito ao ajuste automático do balanço de pagamentos, em condições de taxas de câmbio flutuantes. As flutuações nas taxas de câmbio, supostamente destinadas a estabilizar o balanço de pagamentos e dar maior autonomia às políticas domésticas, foram, na verdade, desestabilizadoras. Obrigaram a uma intervenção crescente da política monetária e a uma esterilização progressiva da política fiscal, com a endoginização do déficit público.

Explicando melhor: uma desvalorização cambial destinada a aumentar a competitividade das exportações, encarecer as importações e corrigir o déficit da balança comercial, não reequilibra automaticamente o balanço de pagamentos. Na verdade, pode levar, e em geral leva, a um agravamento do déficit na conta de capital, sempre que se verifique uma fuga de capitais privados, em direção aos países cujas moedas, se espera continue se apreciando. Para evitar um desequilíbrio crescente do balanço de pagamentos, os Bancos Centrais dos países deficitários são obrigados a subir as taxas de juros internas, o que provoca uma luta especulativa ainda maior no mercado de Euromonedas.

Por sua vez, a política de elevação de taxas de juros, foi executada através da colocação ativa de títulos públicos, o que, num primeiro momento, controla a expansão do crédito interno líquido e atrai capitais do exterior. Num segundo momento, porém, o serviço da própria dívida aumenta o componente financeiro do déficit do setor público. Esta combinação entre política monetária restritiva, com elevação das taxas de juros e emissão contínua de novos títulos, provoca o que se convencionou chamar de "endoginização" do déficit público. Esta "endoginização" aparece para os monetaristas como o "crowding out", situação em que o setor público pressiona o mercado financeiro em busca de volumes crescentes de crédito, "expulsando" o setor

privado. O "aperto" do setor privado impõe o socorro ao mercado privado internacional de dinheiro. Dada a magnitude dos fluxos financeiros privados, os Bancos Centrais ficam cada vez mais impotentes para praticar uma política monetária autônoma. O caráter endógeno do déficit financeiro do setor público impede, por sua vez, que a política fiscal tenha um caráter compensatório ativo para neutralizar os aspectos recessivos da política monetária. Assim, o ajuste torna-se necessariamente recessivo, ao contrário do modelo de pleno emprego com taxas fixas de câmbio que consta da cartilha do Fundo Monetário e da "Teoria Monetária do Ajuste de Balanço de Pagamentos".

Do ponto de vista dos preços, o modelo tampouco funciona. Não apenas os ajustes de preços não são instantâneos, como tampouco são convergentes, dado que não se reduzem os diferenciais de taxas de inflação, entre países credores e devedores, uma vez que estes estão obrigados a desvalorizações sucessivas. No modelo ortodoxo de ajuste monetário de balanço de pagamentos, com taxas de câmbio fixas, a inflação não tinha qualquer motor de realimentação de custos e se admitia o ajuste do déficit em conta corrente simultaneamente à redução do déficit do setor público. O que acontece, na realidade, com a flutuação cada vez mais acentuada das taxas de câmbio é um processo de realimentação por duas vias: a primeira leva do câmbio aos custos, através da elevação dos preços das matérias-primas importadas, dos preços internos aos alimentos e de outros insumos, que atingem os preços de produção dos bens-salário e finalmente os salários nominais. A segunda conduz do câmbio aos juros e à realimentação financeira ao déficit público. Deste modo, os preços domésticos tendem a subir continuamente nos países, cuja moeda está se depreciando. Mas, não tendem a baixar em termos absolutos naquelas em que a moeda está se apreciando, dada a dinâmica distinta entre mercados de bens e os mercados de estoques. Os mercados internos industriais (forward) se ajustam lentamente, com base nos contratos de oferta e nos contratos de dívida estabelecidos na relação câmbio/juros anterior. Já os mercados de matérias-primas são mercados "spot" de ajuste instantâneo, mas, especulativos e internacionalizados, que só reajem para baixo ante uma recessão mundial generalizada.

Quanto aos mercados monetários, suas taxas médias de juros sobem para patamares mais elevados a cada tentativa de ajuste global e com a generalização das políticas monetárias restritivas.

Durante a década de 70, apesar das flutuações acentuadas nas taxas de juros nominais e da inflação, a verdade é que podem detectar-se três patamares distintos, tanto das taxas nominais, como das reais. Quando o sistema internacional operava com taxas de câmbio fixas o movimento especulativo do dinheiro determinava, apenas, flutuações de curto prazo e compensatórias na taxa de juros e nos preços do commodities. Era, portanto, razoável aceitar que tanto a inflação quanto o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos podiam ser controlados com uma redução do déficit do setor público, através da política monetária interna, sem efeitos colaterais importantes sobre os custos de produção (salários e contratos de suprimentos de matérias-primas) e sobre o grau de endividamento externo dos agentes (empresas e governo). Assim, a política, a despeito de recessiva, era legitimamente anti-inflacionária.

Na medida em que se aceita as taxas de câmbio flutuantes, a cada desvalorização das moedas dominantes, segue-se uma onda de desvalorizações de todos os países deficitários que, ao invés de corrigir globalmente seu balanço comercial contra os países de moeda valorizada e superavitários (basicamente Alemanha e Japão), provoca uma fuga de capitais na direção contrária. Assim, nem as taxas de câmbio, nem as taxas de juros chegam a qualquer nível de equilíbrio. Convém esclarecer que, a dispersão das taxas de juros é assimétrica. Para os países exportadores líquidos de capitais as taxas internas tendem a voltar, ainda que lentamente, a níveis mais baixos, depois de passado o "ajuste temporário". Para os países devedores o déficit torna-se estrutural. O ajuste monetário torna-se permanente e os patamares de juros internos sobem a cada nova etapa de ajuste, aumentando o diferencial entre taxa de juros interna e externa. Esta situação vale tanto para os países de moeda conversível como

inconvertível, com ou sem controle de câmbio, dado que a "dolarização" dos passivos e ativos é um fato que se vai generalizando, a partir da internacionalização do crédito bancário.

Os próprios Estados Unidos são vítimas desta situação, durante quase toda a década de 70. Assim, a tendência à desvalorização do dólar como moeda nacional é acompanhada de uma elevação progressiva da taxa de juros americana. É o choque de juros da moeda americana de 1979, que permite a tentativa dos Estados Unidos de revalorizar a sua moeda e retomar o controle do mercado monetário internacional.

II.2. A TENTATIVA DE AJUSTE GLOBAL DA DÉCADA DE 80

Desde 1971, quando os Estados Unidos combinam os dois déficits — o do balanço comercial e o do balanço de pagamentos — o movimento de perda de reservas e de especulação contra o dólar tornam o processo cumulativo. Agrava-se o caráter endógeno do dinheiro no mercado interbancário, com o que a política monetária dos países detentores de moeda internacional deixa de operar como reguladora autônoma da liquidez interna, na medida em que o próprio controle monetário afeta, através dos diferenciais de taxas de juros, e de expectativas de desvalorização ou de revalorização das moedas, os movimentos internacionais de capitais.

Esta situação vai se reverter no final de 1979 com a mudança da política norte-americana. Independente das oscilações observadas nesta política, o fato é que, desde então, ingressamos num período de revalorização permanente do dólar. Depois de um período de flutuações não-alinhadas na taxa de câmbio e na taxa de juros internacional e de uma etapa de ajuste recessivo e recuperação não sincronizadas das economias avançadas, que se segue ao primeiro choque do petróleo, o choque de juros provoca uma recessão generalizada.

A política monetária americana adotada por Volker, em 1979, não busca a correção do déficit final do balanço de pagamentos e o



financiamento do déficit fiscal, senão, a impor a hegemonia do dólar. A subida vertiginosa dos juros nos Estados Unidos determinou uma sucção da liquidez internacional, forçando os mercados financeiros internos dos países desenvolvidos a ajustarem suas taxas para cima, além de, como é óbvio, levar à beira do colapso os países endividados da periferia. Todos os países foram obrigados, nestas circunstâncias, a praticar políticas monetárias e fiscais restritivas, que não resolveram, senão agravaram a endogenização financeira do déficit público.

A insolvência externa dos países devedores serviu de pretexto para a imposição de políticas drásticas de ajustamento monetário do balanço de pagamentos a todos os países com o objetivo aparente de combater a inflação e sem levar em conta as situações particulares em matéria de balança comercial, dívida externa e déficit fiscal. Depois de um período tumultuado de resistências das políticas nacionais e de uma maior dispersão e flutuação nas taxas de juros e de câmbio todos os países foram forçados a ajustar-se recessivamente.

O ajuste recessivo da economia mundial provocou uma que se acentuou no preço de todas as matérias-primas, inclusive o petróleo, taxas de desemprego crescentes e queda no salário real. A elevação das taxas de juros internas foi se generalizando a todos os países, mesmo os mais fortemente superavitários na balança comercial, como a Alemanha e o Japão.

A inflação cedeu para os países formadores de preços industriais (Estados Unidos, Alemanha e Japão), mediante restrições severas de demanda e queda violenta dos preços dos insumos básicos. Este movimento de redução da inflação e de ajuste financeiro do balanço de pagamentos no price-markers é simétrico à deterioração da posição devedora dos países da periferia e à perda do poder de compra das exportações. Em particular, no caso dos países latinoamericanos, a tentativa de resolver a situação mediante uma aceleração das desvalorizações cambiais e de elevação das taxas de juros pro-

vocam uma realimentação inflacionária, uma ampliação endôgena muito forte na dívida pública interna e uma deterioração das relações de troca.

A política adotada por Reagan de "supply side economics" combinada com a sobrevalorização permanente do dólar permite à economia americana retomar o crescimento sem pressões inflacionárias e inclusive com elevação dos salários reais e expansão monetária acima do crescimento da renda nominal. Neste verdadeiro ajuste às avessas, os Estados Unidos conseguem, simultaneamente, obter transferências de liquidez, de renda real, e de capitais do resto do mundo e em particular dos países latinoamericanos.

A violenta expansão das importações mais baratas do mundo (dado o alinhamento cambial de todas as moedas ao padrão dólar) permite um rebaixamento dos patamares de custos, tanto do lado dos bens de consumo, quanto dos insumos correntes, e mesmo dos bens de capital. Do ponto de vista dos preços de produção, os Estados Unidos conseguem absorver os ganhos de produtividade do resto do mundo.

Com excessão de energia, infraestrutura e produtos agrícolas, setores gravemente prejudicados pelo movimento ascensional das taxas de juros, a retomada do crescimento americano se fez com uma função global de oferta com rendimentos crescentes e grande elasticidade de resposta aos estímulos do lado da demanda. Estes provêm, basicamente, do aumento da renda pessoal disponível e de um aumento do déficit fiscal de origem não financeira. Esta maneira original de fazer "supply side economics" só se sustenta face à submissão ordenada das demais economias às políticas de ajustamento recessivo.

Este ajustamento comandado pela retomada da hegemonia americana obriga, os demais países, a uma sincronização sem precedentes das políticas. A elevação do déficit fiscal americano corresponde uma tentativa desesperada de redução dos déficits fiscais no resto do mundo, em particular, na periferia. A elevação do déficit comercial corresponde uma tentativa de obtenção de superávits comerciais crescentes dos demais países industrializados e dos semi-in-

dustrializados. Exportar é a solução para todos, exceto para a economia dominante, cuja solução é importar barato. Arrochar os salários e aumentar o desemprego passa a ser a regra geral, contrastando com os Estados Unidos, que podem se dar ao luxo de permitir o crescimento da produtividade. Deste modo, se restabelece uma equação de preços de oferta para os Estados Unidos, que desmente integralmente a teoria monetarista. São os demais países que aplicam, o receituário monetarista, em particular os da periferia mais endividados. Aqui, como é óbvio, a política não tem produzido resultados no combate à inflação.

CONCLUSÕES

As atuais políticas de ajuste, centradas na obtenção de superávits comerciais crescentes e contração da demanda doméstica, através de restrições monetárias permanente, tornam a taxa de câmbio e a taxa de juros os preços críticos do processo de realimentação inflacionária.

A tentativa de manter permanentemente a desvalorização real da moeda nacional em relação ao dólar tem dois efeitos importantes:

- 1) impedir a desvalorização da dívida, em dólar, das empresas e das autoridades monetárias. Com isto, a inflação não cumpre o seu papel histórico de desvalorização da dívida interna.
- 2) desencadear sucessivas elevações nos preços das commodities, não apenas das matérias-primas importadas, mas, fundamentalmente dos produtos básicos exportáveis. Isso, por si só, já tende a provocar relações de troca desfavoráveis, particularmente, quando a estrutura de importações das exportações é fortemente dependente das matérias-primas.

As expectativas de desvalorizações bruscas do câmbio elevam o valor dos estoques de commodities e dos títulos dolarizados, num movimento de antecipação dos agentes. Desta forma, a política de forçar superávits crescentes, além de determinar a transferência de recursos reais para o exterior e provocar a recessão nos países devedores, tem efeitos óbvios sobre a distorção dos preços de produção interna e sobre as expectativas aceleracionistas dos formadores de preços.

Como os objetos privilegiados das expectativas aceleracionistas são, de fato, os mercados de estoques — tanto os de matérias-primas, quanto o de dinheiro — tendem a ocorrer choques inflacionários sucessivos cada vez que a desvalorização real do câmbio torna-se, por um determinado período de tempo, inferior à esperada.

Na controvérsia recente, a interpretação destes "choques inflacionários" tem dado lugar a um novo "round" da disputa entre

keynesianos e monetaristas. Os keynesianos, em geral, entendem que podem decompor a tendência observada da aceleração inflacionária em dois elementos. Um componente inercial que decorre da luta distributiva. Nesta hipótese o modelo é de "mark-up" fixo e a continuidade de uma certa taxa de crescimento dos preços decorre do reajuste dos salários pelos "picos". A subida de patamar inflacionário é atribuída a choques exógenos de oferta.

Os monetaristas partidários das expectativas racionais supõem que os agentes formam corretamente suas expectativas a partir da evolução observada dos agregados monetários — a oferta interna de moeda, o movimento de reservas e a situação do déficit público. Para eles se o governo fosse capaz de controlar a expansão monetária, cuja origem é o déficit público, a inflação tenderia a cair e a taxa de câmbio se ajustaria passivamente. Logo, se ocorrem choques inflacionários, através do câmbio, isto deve ser creditado à política intervencionista do governo no mercado monetário e no mercado cambial.

Ambas as correntes não incorporam corretamente as suas hipóteses um elemento crítico que resulta do processo de ajustamento imposto às economias endividadas, a saber, a persistência de uma elevada taxa de juros real durante o período recessivo. Para os monetaristas a responsabilidade deste fenômeno deve ser atribuído à inflação esperada, decorrente de uma política monetária expansionista. Para os keynesianos, ao contrário, é a política monetária restritiva que explica a elevação dos juros reais. Nenhum deles tira qualquer consequência desta elevação do juro real para o processo de formação de preços e para a aceleração das expectativas inflacionárias. Os keynesianos limitam-se a sublinhar seus efeitos restritivos sobre a retomada do crescimento e sobre a realimentação do déficit financeiro do setor público. Para os monetaristas a elevação dos juros reais são um fator de contenção inflacionária na medida em que encarecem a captação de recursos para o setor público e remuneram adequadamente os poupadores privados.

Na realidade, quando se procura incorporar os juros aos modelos de inflação, isto é feito exclusivamente do ponto de vista dos custos. O que significa que a elevação do patamar de juros é vista como um choque de oferta. Estes choques seriam naturalmente absorvidos se não fosse a pugna redistributiva. Num modelo de mark-up fixo a culpa caberá aos trabalhadores que pretendem reajustar seus salários pelos "picos". Os capitalistas, apenas, cumprem a regra de preços "normais" nos diversos mercados.

Como já foi visto na primeira parte deste trabalho, nossa hipótese é distinta. Numa situação de incerteza, significativamente ampliada pela natureza do ajuste externo, as expectativas são aceleracionistas, o mark-up desejado se move continuamente para cima — independentemente de que o mark-up observado possa permanecer, em média, estável — e os movimentos esperados, sempre para cima do câmbio e dos juros afetam a avaliação dos estoques e da dívida. Em termos de custos correntes, um patamar elevado de taxa de juros aumenta o ônus financeiros do endividamento e da retenção de estoques. Isto, aliás, explica a reação de muitas empresas que, na etapa recessiva, contraíram violentamente seus estoques e reduziram seus passivos financeiros — sobretudo, os débitos em moeda estrangeira. Nestas condições, quando ocorre uma máxidesvalorização ou uma elevação dos juros, ambas provocadas pelas "expectativas" dos mercados financeiros, os preços de produção, para um dado nível de atividade tendem a subir. A escassez relativa de estoques de matérias-primas e de divisas impedem movimentos compensatórios das quantidades que flexibilizam os respectivos preços de oferta e mantêm-nham em "equilíbrio" a taxa de câmbio e a taxa de juros, como num modelo de preços normais. Se fosse possível flexibilizar a oferta de divisas, a oferta monetária e a oferta a curto prazo de matérias-primas, efetivamente as desvalorizações cambiais e as elevações dos juros seriam absorvidas e não fariam saltar o patamar de inflação. Obviamente, com déficits financeiros estruturais no setor público e no balanço de pagamentos e rigidez na oferta agrícola para o mercado interno — fenômenos provocados pela forma do processo de ajustamento os mercados de flex-prices tornaram-se rí-

gidos. É a rigidez na oferta destes mercados de estoques e não a rigidez nos mercados de produção que provoca a elevação do patamar de inflação para um dado nível de demanda agregada. Assim, uma política monetária restritiva, uma política de câmbio real ativa, uma política de preços finais livre e a inexistência de estoques reguladores, não fazem senão confirmar as expectativas aceleracionistas. Não se trata, apenas, da impossibilidade de absorver um choque temporário de matérias-primas, câmbio ou juros, até que se alinhem os preços relativos. Trata-se de que a atual política econômica incentiva e confirma as expectativas aceleracionistas do setor empresarial, formadas a partir da constatação de que há um estrangulamento no balanço de pagamentos.

Assim, o caminho normal da inflação brasileira tem sido o de desvalorizações nominais permanentes que, cedo ou tarde, passam a ser consideradas insuficientes pelos exportadores e pelos detentores de títulos dolarizados. Periodicamente, o governo concede uma máxidesvalorização que tem provocado saltos nos preços das matérias-primas. Na ausência de controles de preços e de estoques reguladores de alimentos e de matérias-primas agrícolas e industriais verifica-se a recorrência: elevação dos preços das matérias-primas e alimentos, subida do custo de vida, subida dos preços industriais, nova desvalorização cambial.

É curioso que muitos analistas advoguem a liberalização de preços, em tais condições, e culpem os mecanismos de reajustes de salários como motores fundamentais da realimentação inflacionária. Os que propõem, a partir deste diagnóstico, os reajustes de salários pela média do período anterior ignoram completamente que todos os demais preços relevantes são reajustados pelo "pico" do câmbio. Fazem exceção os que predicam a abertura da relação câmbio/salários como forma de "manter a competitividade". Este ajustamento, em condições de severas restrições cambiais, implica numa queda permanente do salário real. Este declínio dos salários reais tem sido agravado, através de desindexação parcial dos salários, mas, não tem sido capaz de neutralizar os efeitos da elevação das taxas de juros.

Esta, por sua vez, tem influído de três maneiras:

- 1) como componente financeiro de custos, pela renovação dos créditos a juros crescentes;
- 2) como componente da avaliação dos estoques, através da elevação de seu custo de retenção; e
- 3) finalmente como elemento decisivo na determinação da elevação do valor esperado dos ativos financeiros.

Em condições de política monetária restritiva, este último aspecto é fundamental na explicação da manutenção dos patamares internos de juros crescentemente superiores em relação aos internacionais. É inevitável, portanto, a ampliação do déficit financeiro do setor público, bem como o de todos os agentes devedores líquidos. Aqui, também, é espantoso que se continue a recomendar a redução do "déficit público" e o aperto monetário, como políticas anti-inflacionárias.

Na verdade, os resultados observados têm sido outros: a diminuição dos índices de liquidez real, o aumento do déficit financeiro do setor público, que é crescentemente financiado pelo sistema bancário privado.

Neste quadro de restrições estruturais, as condições de retomada do crescimento sustentado são extremamente precárias. Já se observa que ao menor sopro da recuperação do consumo, os empresários formam de novo expectativas aceleracionistas, a partir do elevado custo de reposição e manutenção dos estoques, da escassez de crédito ao setor privado, das pressões para repor as perdas salariais, que se acentuaram desde 1983, pela subida vertiginosa do preço dos alimentos. Para os defensores do câmbio real já começa a se manifestar uma suposta defasagem na velocidade da desvalorização.

Podemos prever que o próximo debate será entre aqueles que defendem o crescimento a qualquer custo e os que atribuíram a esta frágil retomada a responsabilidade pelo recrudescimento da inflação. Seria mais proveitoso que prosseguisse o debate sobre a reforma financeira, a renegociação da dívida externa e a verdadeira natureza das restrições ao crescimento sustentado e ao combate à inflação.

PUBLICAÇÕES DO IEI EM 1984

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

	Nº de páginas
42. ARAUJO JR., José Tavares de. <u> Mercados contestáveis e concorrência Schumpeteriana nas economias de industrialização recente</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 42).	42
43. ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de. <u> A crise no mercado paralelo de letras: causas e consequências sobre a reforma financeira de 1964-66</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão, 43).	24
44. FIORI, José Luís. <u> Por uma economia política do tempo conjuntural</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão, 44).	67
45. PENA, Maria Valéria J. <u> Operárias e Política Operária (1900-1920)</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 45).	21
46. ZONINSEIN, Jonas. <u> Capital financeiro, demanda efetiva e causas da crise</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 46).	25
47. HOBDAV, Mike. <u> The brazilian telecommunications industry: accumulation of microeletronic technology in the manufacturing and services sectors</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 47).	69
48. ERBER, Fabio Stefano. <u> The capital goods industry and the dynamics of economic development in LDCs - The case of Brazil</u> . IEI/UFRJ. Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 48).	42
49. CASTRO, Antonio Barros de. <u> Ajustamento & adaptação estrutural: a experiência brasileira</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 49).	19

	Nº de páginas
50. GJIMARÃES, Eduardo Augusto. <u>The activities of brazilian firms abroad.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 50).	97
51. ARAUJO JR., José Tavares de. <u>Eficiência e acumulação de capital: Notas sobre a hipótese de Hirschman.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 51).	16
52. ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. <u>Consequências financeiras do monetarismo.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 52).	52
53. SCHMITZ, Hubert. <u>Technology and labour utilisation in industry.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 53).	10
54. PROCHNIK, Victor. <u>As possibilidades das empresas nacionais: o caso do cimento.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 54).	35
55. TAUJLE, José Ricardo. <u>Microeletrônica e automação: a nova fase da indústria automobilística brasileira.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 55).	19
56. ARAUJO JR., José Tavares. <u>Comércio exterior e mudança estrutural na economia brasileira: 1970-1983.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 56).	22
57. CHUDNOVSKY, Daniel. <u>South-South trade in capital goods. The Latin American experience.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão 57)	67
58. UNGER, Kurt e KUSHIDA, Sumiko. <u>La estructura industrial y comercial de los Estados Unidos: reflexiones para el estudio de la internacionalización de la producción.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão 58)	23
59. ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. <u>As reformas financeiras de 1964-65: Objetivos, rumos e desvios.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão 59).	80

	Nº de páginas
60. TIGRE, Paulo Bastos. <u>Competitividade dos Microcomputadores nacionais.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 60)	35
61. PIRAGIBE, Clélia Virginia Santos. <u>Competitividade dos equipamentos periféricos fabricados no Brasil - Impresoras.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão 61).	46
62. HAGUENAUER, Lia, ARAUJO JR, José Tavares, PROCHNICK Victor, GJIMARÃES, Eduardo Augusto. <u>Os Complexos industriais na economia brasileira,</u> Rio de Janeiro, 1984. (Discussão, 62)	72
63. ZONINSEIN, Jonas. <u>Atitudes nacionais e financiamento da indústria: A experiência brasileira.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão, 63)	50
64. TAUJLE, José Ricardo. <u>Employment effect of micro-electronic equipment in the Brazilian automobile industry.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão, 64)	40
65. TAVARES, Maria da Conceição e BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo. <u>Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão, 65)	30