

Pinkusfeld, Carlos

**Working Paper**

## Conflito distributivo e inflação

Texto para Discussão, No. 1529

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

*Suggested Citation:* Pinkusfeld, Carlos (2010) : Conflito distributivo e inflação, Texto para Discussão, No. 1529, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/90996>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# TEXTOS PARA DISCUSSÃO CEPAL • IPEA

LC/BRS/R.225

11

## Conflito distributivo e inflação

*Carlos Pinkusfeld*



NACIONES UNIDAS

CEPAL

ipea

© Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe – CEPAL, 2010

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, 2010

Tiragem: 250 exemplares

Pinkusfeld, Carlos

Conflito distributivo e inflação / Carlos Pinkusfeld. Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA, 2010. (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 11).

24p.

ISSN: 2179-5495

1. Inflação 2. Custos I. Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe. CEPAL II. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. IPEA III. Título IV. Série

CDD: 332.414

Este trabalho foi realizado no âmbito do Acordo CEPAL – IPEA.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e de inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista da CEPAL e do IPEA.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte.

A presente publicação encontra-se disponível para *download* em <http://www.cepal.org/brasil>

# Sumário

## APRESENTAÇÃO

1	ASPECTOS TEÓRICOS DO DEBATE INFLAÇÃO DE CUSTOS X INFLAÇÃO DE DEMANDA.....	7
2	DINÂMICA DOS CUSTOS EM UMA ABORDAGEM HETERODOXA .....	13
	2.1 DETERMINAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE CUSTOS .....	13
	2.2 INTER-RELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DE CUSTO E A DINÂMICA INFLACIONÁRIA .....	16
3	OBSERVAÇÕES FINAIS .....	20
	REFERÊNCIA .....	24



## APRESENTAÇÃO\*

A Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal) e o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) mantêm atividades conjuntas desde 1971, abrangendo vários aspectos do estudo do desenvolvimento econômico e social do Brasil, da América Latina e do Caribe. A partir de 2010, os Textos para Discussão Cepal–Ipea passaram a constituir instrumento de divulgação dos trabalhos realizados entre as duas instituições.

Os textos divulgados por meio desta série são parte do Programa de Trabalho acordado anualmente entre a Cepal e o Ipea. Foram publicados aqui os trabalhos considerados, após análise pelas diretorias de ambas as instituições, de maior relevância e qualidade, cujos resultados merecem divulgação mais ampla.

O Escritório da Cepal no Brasil e o Ipea acreditam que, ao difundir os resultados de suas atividades conjuntas, estão contribuindo para socializar o conhecimento nas diversas áreas cobertas por seus respectivos mandatos. Os textos publicados foram produzidos por técnicos das instituições, autores convidados e consultores externos, cujas recomendações de política não refletem necessariamente as posições institucionais da Cepal ou do Ipea.

\* Este Texto para Discussão (TD) foi preparado como parte de uma pesquisa encomendada pela Cepal–Ipea na qual a questão inflacionária no Brasil seria tratada tanto em seu aspecto teórico, como, também, por meio de um estudo empírico contemplando o período recente. Dessa forma, o leitor deste TD deve ser informado que as referências às questões empíricas e especificamente ligadas à economia brasileira se encontram desenvolvidas no TD Cepal–Ipea nº 16 de autoria de Julia de Medeiros Braga, ou seja, que a leitura destes dois trabalhos é complementar.



# CONFLITO DISTRIBUTIVO E INFLAÇÃO

Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos<sup>1</sup>

## 1

### ASPECTOS TEÓRICOS DO DEBATE INFLAÇÃO DE CUSTOS X INFLAÇÃO DE DEMANDA

O debate sobre as causas da inflação é, certamente, tão antigo quanto a própria economia, ou dependendo da datação escolhida, desde quando os fenômenos econômicos passaram a ser estudados de forma sistemática. Já no século XVIII, James Steuart afirmava que os preços em geral subiriam e desceriam de acordo com os custos e a competição entre produtores e nunca com base na quantidade de moeda. Essa abordagem teórica teve seu primeiro eco em termos de política econômica na virada do século XVIII para o XIX quando se estabeleceu a polêmica a respeito das causas da inflação no período das guerras napoleônicas. Um grupo de economistas colocava a responsabilidade pela inflação da época nos problemas de safra, na ruptura do comércio internacional e, também, nas desvalorizações cambiais, ocorridas, justamente, por causa da guerra. Já seus adversários teóricos, tendo a frente ninguém menos que David Ricardo, defendiam que a inflação era causada pelo excesso de emissão monetária em consequência da suspensão da conversibilidade da libra em ouro.

Historicamente, ficam assim claramente demarcados os campos teóricos que desde então passariam a disputar a explicação para o fenômeno inflacionário: de um lado a abordagem de custos, que privilegia o comportamento dos componentes básicos de custos de produção, como salários nominais, taxas de juros nominais, câmbio e rendas/*commodities* e, de outro lado, a que destaca o papel do excesso de demanda causado pela excessiva oferta monetária.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Professor adjunto da Universidade Federal Fluminense (UFF).

<sup>2</sup> Essa diferença ficará mais clara quando definirmos a dinâmica do comportamento das variáveis de custo segundo um paradigma teórico não ortodoxo.



Ainda no campo da história econômica, outro momento em que a divisão entre dois campos de interpretação sobre inflação teve um reflexo muito grande na política econômica ocorreu durante a hiperinflação alemã do pós-Primeira Guerra Mundial. Enquanto os aliados insistiam, inclusive por meio do Relatório do Comitê de *Experts*, que o processo hiperinflacionário era consequência do desequilíbrio fiscal e do descontrole monetário, as próprias autoridades alemãs identificavam no desequilíbrio externo, resultado da pressão das reparações de guerra resultantes do Tratado de Versalhes, a fonte de uma crise cambial de tal intensidade que terminou por gerar a hiperinflação. Obviamente, cada interpretação trazia implicitamente um conjunto de medidas de política econômica para combater a inflação. A interpretação quantitativista dos aliados tinha como medidas principais de combate a inflação a redução do déficit público e, conseqüentemente, de seu financiamento monetário, enquanto os alemães defendiam a necessidade de renegociar os acordos do Tratado de Versalhes com uma substancial redução das reparações de guerra pagas aos aliados.<sup>3</sup>

O embate entre tradições analíticas sobre o fenômeno inflacionário e as suas implicações nas políticas anti-inflacionárias a serem adotadas têm no pós-guerra um reflexo importante na América Latina com o surgimento do pensamento heterodoxo neste continente ligado, principalmente, à Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal). Os economistas ligados à tradição cepalina passaram a filiar-se à tradição da inflação de custos, ou seja, interpretavam que a elevação persistente de preços no caso da América Latina não poderia ser explicada, exclusivamente, pelo persistente excesso de oferta monetária cuja origem seria um – também persistente – desequilíbrio fiscal. As formulações dos autores latino-americanos estão longe de constituírem-se em um corpo teórico sólido e inteiramente consistente,<sup>4</sup> mas tiveram o inegável mérito de fornecer uma alternativa analítica à ortodoxia quantitativista que se opunha ao processo de industrialização acelerada em curso desde os anos 1950 até a crise da dívida da década de 1980. Vale destacar também que esta não foi uma originalidade latino-americana; mesmo nos EUA a ideia de inflação de custos subsistiu por boa parte do século XX. Também, nunca é demais lembrar, agora no *front* da política econômica, que, em 15 de agosto de 1971, o presidente Nixon decretou um congelamento total de preços e salários por 90 dias, posteriormente transformado em uma política de controle de preços que perdurou até o primeiro trimestre de 1974, adotando uma política que tem ligação inquestionável com um diagnóstico de inflação de custos. Mais curioso ainda é notar que tal medida contou com forte apoio não só popular como também dos políticos de sólida estirpe Republicana.

3 É interessante notar a posição defendida por Keynes, como homem público, nesse debate: apoiava a redução das reparações de guerra, mas explicava sua posição para a inflação segundo um mecanismo de causalidade bastante convencional. A razão para a hiperinflação seria o desajuste fiscal, mas este, por sua vez, era resultado do pagamento pelo Estado alemão das reparações de guerra.

4 Um exemplo de como nem sempre tal abordagem é inteiramente consistente pode ser encontrado na utilização generalizada da hipótese da existência de poupança forçada no Brasil nos anos 1950 e 1960, sendo que tal fenômeno ocorre justamente pela existência de um gasto em investimento que é superior à poupança agregada de plena capacidade, ou seja, a existência de um excesso de demanda generalizado na economia.

Ainda a respeito dos anos 1970, autores influentes como Alan Blinder<sup>5</sup> defendiam que a aceleração da inflação do período – que chegou a patamares de dois dígitos, altamente atípicos para o padrão histórico da economia americana – poderia ser explicada por componentes de choques de custo e não desajuste entre demanda e oferta. Os três componentes desses choques seriam os choques nos preços de energia, alimentos e o processo de liberalização de que se segue à experiência de controle de preços empreendida pelo governo Nixon entre 1971 e 1974.

Entretanto, a retomada conservadora/ortodoxa nos planos teórico e ideológico que se iniciou nos anos 1980 pendeu a balança analítico-interpretativa sobre o fenômeno inflacionário para interpretações e prescrições de política econômica, que de maneira geral se encontram no campo ortodoxo quantitativista. Alegou-se que essa perda de interesse em interpretações menos ortodoxas deve-se à dificuldade empírica de distinguir-se entre uma inflação de custos e a de demanda. Entretanto, este não é um bom argumento já que, independentemente das eventuais dificuldades empíricas inerentes a qualquer teste ou experimento econômico, é na distinção teórica entre as duas abordagens que se deve procurar sua diferença central.

Com fins didáticos, separaremos a análise em dois estágios que, como ficará claro no decorrer deste texto, estão intrinsecamente relacionados.

Um ponto central que distingue as duas abordagens, tendo como referencial a abordagem ortodoxa, ou quantitativista, seria o suposto caráter setorial, não agregado, da teoria da inflação de custos. Autores que seguem a tradição quantitativista – desde Hume no século XVIII até Friedman no século XX e seus herdeiros atuais – entendem que se alguns preços sobem em razão da elevação exógena de seus custos, quase automaticamente, outros terão de se reduzir mantendo o nível de preços agregados inalterado. Milton Friedman, quando criticou a ideia de inflação de custos originária dos choques dos anos 1970, afirma que “as condições especiais que elevaram os preços de combustível e alimentos, elevariam, também, o que é gasto com estes” (FRIEDMAN apud BALL; MANKIW, 1995, p. 161-162). Assim, enquanto esses preços se elevariam outros, dada uma renda nominal, teriam de, obrigatoriamente, se reduzir em proporção idêntica. Dessa forma, para esses autores, a abordagem da inflação de custos pode ser no máximo uma teoria dos preços relativos, ou de alguns preços específicos, mas jamais dos preços agregados. O argumento da inflação de custos, por essa interpretação, é falacioso, ou seja, uma “confusão” entre preços relativos e absolutos (ou agregados).

Entretanto, esse tipo de afirmação revela, apenas, a incapacidade de tais autores de perceber diferenças centrais em abordagens analíticas distintas que coexistem no campo da teoria econômica.

---

5 Alan Blinder, além da experiência acadêmica, é professor de Princeton e publicou 17 livros além de uma série de artigos, possui longa experiência como *policy maker*, tendo sido de 1994 a 1996 vice-Chairman do Conselho de Governadores do Federal Reserve System (FED). Blinder também foi, de 1993 a 1994, membro do Conselho de Assesores do Presidente Clinton.

A suposição por trás do argumento central dos críticos ortodoxos da teoria da inflação de custos é de que a economia tende para, ou oscila em torno, da plena capacidade/pleno emprego.<sup>6</sup> Assim, caso haja uma queda de poder de compra como resultado da elevação de certos preços, o excesso de oferta de outros setores – não ou menos atingidos por tais aumentos – levaria à queda de preços nesses setores. Tais quedas compensariam, no agregado, as elevações resultando em uma taxa de inflação agregada inalterada.

Fica claro dessa discussão que os autores que acham que uma inflação de custos é apenas um fenômeno setorial supõem, ou melhor, seguem uma abordagem na qual qualquer excesso de oferta em algum mercado é eliminado pela variação nos preços, que é função inversa desse excesso de oferta.

Essa noção foi criticada de forma bastante radical tanto em âmbito empírico como teórico.<sup>7</sup> Há um grupo também muito grande de economistas, certamente maior que o de críticos radicais da ortodoxia econômica, que admitem a existência de algum tipo de rigidez nominal, que impede o bom funcionamento do mecanismo supostamente “normal” de mercado. Apesar de não abandonarem o referencial da teoria do valor marginalista ortodoxa, reconhecem a existência de rigidez no mundo real, impedindo o seu perfeito funcionamento. A rigidez impede que haja uma redução de alguns preços na exata proporção da elevação dos outros e que tal compensação permita que demanda e oferta se equilibrem, sempre, ao nível de pleno emprego.

Mas se a economia não tende a um equilíbrio de pleno emprego por meio da variação dos preços, ou seja, uma vez que se abandona a abordagem marginalista (ou da Lei de Say no caso dos clássicos) da determinação do produto, é necessário desenvolver uma teoria da determinação dos custos básicos de produção distinta do que impõe o equilíbrio de pleno emprego nos mercados de fatores por meio do mecanismo da substituição neoclássico ou do equilíbrio de plena capacidade da teoria clássica.

Nesse ponto, é importante fazer uma distinção entre tais mecanismos de determinação, não marginalista, de preços e ideia de choques de custo. Autores ortodoxos, como Alan Blinder, consideram as elevações de preços de oferta que independem da interação entre oferta e demanda como choques exógenos. Para Blinder (1982), por exemplo, a oscilação dos preços nos anos 1970 é explicada pelos supracitados choques de

6 A distinção é que pleno emprego supõe que toda a força de trabalho encontra-se empregada, ou que exista apenas um desemprego friccional natural em economias de mercado, enquanto plena ocupação da capacidade produtiva se refere à ocupação da capacidade produtiva instalada que pode, eventualmente, deixar parte da força de trabalho desocupada, uma vez que a tecnologia existente, dado o estoque de bens de produção, pode ser incapaz de ocupar toda a força de trabalho.

7 Os três principais autores contemporâneos que criticam a noção marginalista de que a economia tende ao pleno emprego e que essa tendência seja garantida pelo mecanismo de preços são John Maynard Keynes, Michal Kalecki e Piero Sraffa. Os dois primeiros propuseram um mecanismo alternativo de determinação do produto, o Princípio da Demanda Efetiva. Assim, o nível de produto e de emprego seria determinado pelas decisões autônomas de gasto e não pela eliminação de eventuais excessos de oferta, seja de fatores de produção ou, em termos macroeconômicos, de poupança por meios da variação da remuneração dos fatores de produção ou da taxa de juros, respectivamente. Já Piero Sraffa demonstrou que as inconsistências lógicas na determinação do valor do capital impedem que o mecanismo de preços, por meio do Princípio da Substituição, seja capaz de levar a economia ao pleno emprego.

custos de alimentos, energia e “descongelamento/liberalização”. Mas essa é uma situação particular em que os preços se distanciam da *inflação normal* ou *baseline* sobre a qual a *inflação efetiva* tende a flutuar. Mesmo para esse autor, dados os fundamentos de sua análise, a inflação normal é determinada pelas forças fundamentais de equilíbrio de mercado de pleno emprego.

Assim, choques de custos são eventos aleatórios, ou não explicados pelas forças centrais da abordagem marginalista, quais sejam, os mecanismos de preços, que levam ao equilíbrio dos mercados pela eliminação de qualquer excesso de oferta. Em realidade, uma vez assumida o instrumental de uma Curva de Phillips expandida com expectativas adaptativas, por exemplo, os choques exógenos têm de ser aleatórios.<sup>8</sup> Caso isso não ocorra, a inércia inflacionária causaria a perpetuação de tal choque por infinitos períodos subsequentes e teríamos um caso no qual existiria inflação permanente mesmo na ausência de qualquer excesso de demanda persistente no mercado de fatores, ou mais especificamente, no mercado de trabalho. Certamente, uma situação como esta estaria em desacordo direto com as formulações básicas ortodoxas para as quais inflação persistente é resultado de “muita moeda comprando poucos bens” e não uma persistente e irreversível inércia na economia.

Assim, fazendo-se essa importante distinção e seguindo uma teoria alternativa de determinação dos preços de produção, é necessário entender como se formam os preços básicos, ou custos básicos da economia, e como estes se relacionam para gerar certo nível de preços agregados. Tais preços, ou custos centrais, são as variáveis distributivas básicas de uma economia aberta, quais sejam: os salários, os juros, a taxa de câmbio e as rendas – que, no caso, acabam se expressando principalmente pelos custos das *commodities* básicas.<sup>9</sup>

Um exemplo histórico, citado anteriormente, ilustra essa dinâmica de interação dos custos básicos de uma economia. Ao final da Primeira Guerra, os aliados impuseram à Alemanha uma pesada carga de reparações da guerra. Para cumprir tais obrigações, pagas em moeda forte internacional, os alemães teriam de gerar expressivos superávits comerciais, só hipoteticamente alcançáveis, com fortes desvalorizações cambiais. Estas tornariam os produtos desse país mais competitivos nos mercados externo e interno – frente às importações. Entretanto, essa desvalorização teria como consequência uma redução do salário real, ocorrida como decorrência da inflação cambial. Os salários reais, por sua vez, já se encontravam deprimidos em virtude da inflação do período da guerra, o que gerava um processo de resistência, ou tentativas de reposição,

8 A Curva de Phillips na versão aceleracionista de Friedman-Phelps foi uma relação funcional proposta por autores monetaristas para relacionar diretamente excesso de demanda no mercado de trabalho e elevação dos preços, ou seja, uma relação teórica que explicitava o caráter da inflação como resultando de um excesso de demanda no mercado de fatores.

9 Supõe-se aqui que a extração de recursos naturais ou da produção agrícola incorpora uma renda aos proprietários das minas e terras, que pode inclusive variar com a qualidade e a produtividade de cada uma destas. A elevação do preço de uma *commodity* representará, então, tudo mais constante, uma elevação da renda dos proprietários de tais recursos naturais. Na elevação do preço do petróleo, por exemplo, elevam-se as rendas pagas aos proprietários dessa riqueza ainda que, dado um preço único de venda, este valor seja diferenciado para cada produtor particular, com ganhos mais expressivos daqueles que possuem jazidas que produzem a custo muito baixo.



por parte dos trabalhadores e dos sindicatos. O que temos aqui, então, não são propriamente “choques eventuais” de variáveis de custos e sim a mudança das condições estruturais de funcionamento da economia – e mesmo da sociedade – alemã, colocando em andamento uma dinâmica aceleracionista dos preços.

Essa é uma dinâmica de preços que depende exclusivamente de movimentos dos custos básicos da economia como salários e câmbio e que, por contingências históricas específicas, apresentam valores virtualmente incompatíveis, ou irreconciliáveis, independentemente do maior ou do menor nível de demanda na economia. Assim, passaremos a examinar mais de perto na próxima seção a questão da determinação e da dinâmica dos componentes básicos de custo na economia e como sua interação resulta em um nível agregado de preços mais ou menos elevado.

## 2

# DINÂMICA DOS CUSTOS EM UMA ABORDAGEM HETERODOXA

### 2.1

#### DETERMINAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE CUSTOS

A abordagem heterodoxa clássica do valor e da distribuição não possui uma visão unificada e consistente para determinação dos valores de todas as variáveis centrais distributivas. Algumas variáveis, como os salários, parecem apresentar uma visão mais homogênea, ou pelo menos não contraditória entre os autores não marginalistas, ainda que importantes distinções de ênfase e nuance estejam presentes entre estes. Em um sentido analítico muito simples, a variável salário real é tomada como exógena, ou seja, como determinada exogenamente ao *core* da teoria do valor e do preço e dependente de variáveis, tanto econômicas, quanto sociopolíticas. A dinâmica dessa determinação pode ser mais ou menos complexa envolvendo uma série de fatores que influenciam o poder de barganha dos trabalhadores. Este último depende da natureza das instituições e do arranjo político a cada momento histórico. A esses componentes juntam-se elementos especificamente econômicos como as condições, mais ou menos aquecidas, do nível de atividade, resultando em maior ou menor desemprego na economia. O desemprego teria impacto negativo sobre a posição de barganha dos trabalhadores, mas, como se observa historicamente, também pode ter um impacto indireto por meio da sua influência na evolução das próprias estruturas sociais e políticas relacionadas à determinação dos salários na economia.<sup>10</sup> Essas mediações são importantes, mas, seguindo a abordagem do presente trabalho, não caracterizam uma segunda etapa, de ajuste entre salário e emprego como na teoria marginalista,

---

10 Na abordagem clássica, a análise da relação entre o desemprego e o salário real é mais sofisticada do que uma relação mecânica inversa entre o poder de barganha dos trabalhadores e o desemprego. Em primeiro lugar, existem outros fatores sociopolíticos que afetam o poder de barganha dos sindicatos. Além disso, na verdade, é apenas uma parte do salário real que estará mais diretamente determinada pelo poder de barganha dos trabalhadores, que é a parte adicional ao salário de subsistência, podendo ser encarada como a parte do excedente que os trabalhadores vão conseguir barganhar em benefício próprio. O salário de subsistência, por sua vez, será determinado pelo padrão de vida de uma sociedade, sendo aquele que viabilize um nível de consumo mínimo que é necessário para os trabalhadores viverem em sociedade. Esse nível estabelecerá um mínimo abaixo do qual, em geral, nem mesmo os empregadores tenham interesse de ultrapassar. Em segundo lugar, na abordagem clássica, o desemprego que afeta o salário real é o desemprego persistente enquanto variações de curto prazo podem não ter influência, de forma que os salários podem até apresentar padrão anticíclico. Um período longo de desemprego baixo pode causar um fortalecimento tal dos sindicatos que, mesmo que o desemprego volte a subir, o salário real não caia imediatamente e sim somente depois de um longo período. Nesse caso, pode ocorrer também um aumento do salário de subsistência com a incorporação de novos hábitos de consumo, que passaram a ser considerados “necessários” pela sociedade, de forma que um aumento do desemprego não irá diminuir o salário real além daquele novo “mínimo”.

na qual os primeiros cairiam até que o nível que eliminasse eventual excesso de oferta no mercado de trabalho. Ou seja, nessa abordagem, o mercado de trabalho seria mais um mercado em que seu equilíbrio estaria garantido pela variação de preços.

Ainda que ao reconhecer a natureza complexa das relações sociopolítico-econômicas da determinação dos salários, para os objetivos deste trabalho, é necessário definir alguma relação direta ou funcional entre as variáveis econômicas e a dinâmica destes. Nesse caso, o critério para a definição de análises concretas a curto prazo é basicamente empírico, ou seja, testam-se estatisticamente algumas variáveis que se relacionam teoricamente com a dinâmica do salário nominal. De acordo com a significância desses testes, define-se o conjunto de variáveis relevantes. No caso dos salários, foram testados os impactos de algumas variáveis selecionadas sobre a variação dos salários nominais. Foi utilizado um indicador de índice de atividade, o hiato de aspiração, a inflação de preços passada, a variação nominal do salário-mínimo e a própria inflação salarial defasada, como é explorado no TD n. 16 desta série.

A segunda variável da formação básica dos preços é a taxa de juros. Há de se fazer aqui duas considerações importantes sobre esta: em primeiro lugar, a influência ou a participação dela em algum mecanismo de formação de preços; em segundo, definir teórica/empiricamente como e por quem os juros são determinados.

A abordagem a ser adotada neste artigo é a do chamado canal de custo da política monetária. A ideia básica por trás dessa abordagem é de que as taxas de juros nominais são um custo de oportunidade para qualquer capital investido na produção, emprestado ou não. Assim, as taxas de lucro mover-se-iam em simpatia com as taxas nominais de juros ainda que, em situação normal, sempre em níveis mais altos, já que sobre a remuneração básica do capital há de adicionar-se o risco particular e inerente a cada setor da atividade econômica.<sup>11</sup>

Assim, haveria uma relação positiva entre taxas de juros nominais e nível de preços, ou entre variação dessas e as taxas de inflação. De novo, seguindo esse arcabouço teórico mais amplo, a definição de uma relação funcional/quantitativa – entre juros nominais, via alterações do *mark up* ou margem de lucro, nominal e os preços – dependerá de características teórico/empíricas específicas desenvolvidas no TD Cepal-Ipea nº 16 deste trabalho. Nesse fundamento teórico mais amplo, é possível que, no que tange a considerações de curto prazo, tal relação não seja diretamente observada dos dados empíricos, como analisado no TD n. 16 desta série.

11 Vale lembrar que, seguindo a abordagem marginalista, haveria um sentido de causalidade inversa, ou seja, da taxa de lucro para a taxa de juros monetária nominal. A primeira seria determinada na sua taxa natural pela escassez do fator capital e a segunda no longo prazo seguiria a primeira. Desajustes persistentes entre a taxa natural e taxa nominal causariam efeitos inflacionários/deflacionários sobre a economia, e a autoridade monetária deveria perseguir a natural como meta de taxa de juros nominal, para manter a economia sem inflação, perto de sua taxa natural de desemprego.

O segundo ponto relevante já aludido diz respeito à definição das taxas de juros nominais. Adota-se aqui a hipótese de que a autoridade monetária é capaz de fixar de forma independente os juros a curto prazo e que os juros a longo, relevantes para a discussão do custo de oportunidade do capital, seguem, em média, os movimentos da taxa de curto, respeitado o fator de risco associado. As taxas de longo refletiriam assim a percepção dos agentes econômicos sobre a trajetória da taxa de juros determinada pelo Banco Central do Brasil (Bacen). Os agentes econômicos tentam antecipar os movimentos da taxa básica de acordo com as expectativas que formulam acerca da economia e, além disso, ajustam-se, mais cedo ou mais tarde, aos seus movimentos não esperados, corrigindo eventuais erros de expectativas.

A próxima variável relevante para determinação dos custos normais de produção é a taxa de câmbio. O câmbio entrará como fator de custo na equação de preço, influenciando os preços de insumos importados e *tradeables*. Para que seu valor possa ser utilizado em uma equação de determinação de preços, é fundamental definir como essa variável é determinada, ou quais variáveis econômicas e quais as relações funcionais entre tais variáveis determinam a trajetória do câmbio nominal. Mais uma vez essa é uma pergunta que implica combinação de hipóteses comportamentais teóricas e observações empíricas.

O debate teórico e empírico da determinação da taxa de câmbio é um dos mais controversos na economia. E aqui as divergências não se alinham segundo um critério de maior ou menor aproximação com a ortodoxia marginalista. Os testes empíricos, seguindo os supostos teóricos dessa tradição, têm dado pouca sustentação a eles. Seguindo uma abordagem heterodoxa, é razoável afirmar que, a longo prazo, a taxa de câmbio vai representar o diferencial de custos de produção dos distintos países. Entretanto, para o objetivo deste trabalho, ou seja, a relação entre câmbio e inflação, deve-se considerar que a determinação da primeira variável a curto prazo é fortemente afetada pelas condições de fluxo financeiro. A condição das contas externas e a inserção do país na economia internacional serão tomadas como dadas neste trabalho. Porém, testar-se-á como a parte dos fluxos que se destina à renda fixa interferem na flutuação da taxa de câmbio, por meio das alterações na taxa básica de juros.

Finalmente, o último componente dos preços básicos da economia são as *commodities* ou, pensando em termos de variáveis distributivas, as rendas a serem pagas aos proprietários de recursos, como terras e minas. É um desafio extremamente complexo tentar avançar alguma formulação teórica, expressa em uma relação funcional testável empiricamente, sobre tais preços. Apenas a título de ilustração, pode-se observar a amplitude na oscilação de curto prazo do preço do petróleo entre 2007 e 2009, ainda que supostamente, segundo vários autores, houvesse uma tendência subjacente de elevação. Assim, quando da análise de inflação tendo como foco o comportamento das variáveis de custo, a única estratégia viável a ser adotada é assumir certas trajetórias exógenas para os custos das *commodities* básicas, ainda que tais hipóteses apriorísticas busquem incorporar ao máximo as informações históricas recentes.



A relação entre os preços de *commodities* e a inflação é bastante direta e intuitiva: a elevação dos custos básicos das matérias-primas acarreta elevação dos preços na proporção em que tais insumos participem do total dos produtos. Além disso, os preços dos bens exportados também sofrem influência dos preços internacionais, seja porque se constituem de *commodities* – como o caso das *commodities* metálicas e agrícolas no Brasil –, seja por causa da Lei do Preço Único, que faz que, pela opção de exportar em vez de vender no mercado interno, haja um ajuste dos preços, por causa do custo oportunidade de exportar.

## 2.2 INTER-RELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DE CUSTO E A DINÂMICA INFLACIONÁRIA

Uma vez explicitada a formação das variáveis de custo e o seu impacto nos preços, passa-se a entender como a dinâmica nominal dessas variáveis relaciona-se e, de forma simplificada, como essa correlação afeta o nível geral de preços e o valor real delas. Partindo da hipótese teórica de que o conflito distributivo, ou seja, a pressão pela elevação de cada uma das variáveis distributivas, destacadas anteriormente, esteja no centro do movimento ascensional dos preços, pode-se perceber que há uma relação inversa entre tais variáveis.

Inicialmente, suponhamos, para simplificar, que, em uma economia fechada, ocorra uma elevação do salário nominal. Tudo mais constante, a elevação do salário nominal tem como consequência, em um primeiro momento, tanto uma elevação dos preços (inflação) quanto dos salários reais – ainda que em uma taxa menor que a elevação do salário nominal – e, mantidas as taxas de juros nominais, uma redução do *mark up* e dos câmbios reais. Esse resultado depende, deve-se ressaltar, da adoção da abordagem do mecanismo de transmissão monetária da inflação, ou seja, as firmas não podem elevar seus *mark up* nominais independentemente e, quando o fazem, seguem o custo de oportunidade do capital dado pela taxa de juros fixada pela autoridade monetária. Entretanto, essa é apenas uma situação de transição, já que à medida que os preços dos insumos mais elevados sejam incorporados à produção, novas rodadas de inflação irão ocorrer. Essas taxas de inflação serão, entretanto, cada vez menores até desaparecerem. À medida que o salário for elevado e aí mantido fixado em termos nominais, a inflação declinante que se segue reduzirá paulatinamente os salários reais aos seus valores iniciais retornando a taxa de juros – e consequentemente lucro – reais ao seu nível original.

A pressão dos trabalhadores pela elevação dos salários nominais revela uma pressão deles pela elevação de sua remuneração real. Assim, poder-se-ia argumentar que os trabalhadores procurassem a cada negociação salarial elevar seus salários nominais resultando em uma elevação dos salários reais e uma taxa de inflação constante e menor que a elevação dos salários – logo resultando em ganhos reais para os trabalhadores – e perdas para os capitalistas.

Se, no caso anterior, o Banco Central quisesse evitar a queda dos lucros em razão da inflação, poderia elevar a taxa de juros nominal. Em um caso hipotético em que o Banco Central acertasse a inflação futura, uma elevação nominal dos salários resultaria em uma taxa de inflação constante e nenhuma mudança na distribuição de rendas, ou seja, no salário e nos lucros reais.<sup>12</sup>

Suponhamos agora que a inflação nasça de um conflito distributivo não resolvido. Essa é uma situação em que as demandas das classes sociais sobre as parcelas da renda são incompatíveis. Nesse caso, pode-se supor que os trabalhadores incorporarão às suas demandas sociais, refletidas na elevação dos salários nominais, além de uma parcela nominal que procure antecipar a inflação futura, um componente de ganho real. Nesse caso, a inflação futura elevar-se-á a um valor acima daquele que é esperado, implicando reações tanto dos trabalhadores quanto da autoridade monetária. Esse tipo de processo tem como resultado uma aceleração do processo inflacionário. A velocidade desse processo e os ganhos ou as perdas incorridas por cada variável distributiva dependerão da velocidade relativa de reajuste nominal de juros e salários.

Examinemos agora o caso de uma economia aberta em que ocorra alguma mudança das relações de troca, ou seja, uma desvalorização cambial e/ou queda dos preços relativos do país frente aos preços externos.<sup>13</sup> Tudo mais constante, ou seja, mantidas as taxas de juros nominais e os salários nominais, o que irá ocorrer é um processo inflacionário que aos poucos irá arrefecer até se extinguir gerando, ao seu final, uma perda salarial e uma redução da relação dos termos de troca para um patamar inferior à situação pré-mudança das condições internas. Assim, os termos de troca ficariam mais deteriorados que a situação pré-mudança, porém menos que os valores iniciais do processo.

Essa situação, entretanto, é uma hipótese teórica com sérias limitações para ser tomada como um resultado plausível do ponto de vista empírico. Em primeiro lugar, a relação de oposição entre a deterioração dos termos de troca – seja em consequência de mudança dos preços exteriores seja pela desvalorização cambial – e o salário real pode ensejar uma reação dos trabalhadores, insatisfeitos com sua perda salarial. Tal reação, que se materializaria em pressão pela elevação dos salários nominais, pode gerar uma espiral inflacionária de câmbio–preços–salários e não uma solução de elevação apenas temporária da inflação, hipoteticamente apresentada anteriormente. Nesse caso, o processo efetivamente desencadeado por uma mudança nas condições externas vai depender tanto da dimensão dessa mudança – maior ou menor desvalorização dos termos de troca e/ou desvalorização cambial – quanto da maior ou da menor insatisfação/

12 Caso os juros nominais sejam corretamente ajustados à inflação, a taxa variação do salário nominal será igual a esta última, gerando exatamente uma situação de inflação constante e manutenção da distribuição de renda com as três variáveis nominais – salários nominais, juros nominais e preços – crescendo à mesma taxa. Essa, aliás, é a hipótese usual dos modelos estruturalistas de inflação que assumem uma taxa de *mark up* real constante. As alterações dos salários nominais são assim inteiramente eliminadas pela elevação dos preços.

13 Podem ocorrer também os dois fenômenos em simultâneo, sendo este, até, o caso mais plausível. A uma deterioração dos preços dos produtos exportados *vis-à-vis* os importados pode se seguir uma deterioração da balança comercial que como consequência pode gerar uma desvalorização cambial.



poder de barganha dos trabalhadores, ou seja, o quanto as mudanças externas afastaram os salários dos trabalhadores dos patamares iniciais e a capacidade de reação dos trabalhadores dada sua insatisfação com relação ao novo nível de salário real. Novamente, para ilustrar esse caso basta lembrar o exemplo dado anteriormente da hiperinflação alemã no pós-Primeira Grande Guerra. Um conjunto de três fatores foram as principais causas de tal situação: a drástica alteração nas condições externas, os baixos níveis salariais *vis-à-vis* a aqueles observados no período pré-Primeira Guerra e, finalmente, a instabilidade política na Alemanha, que não conformava um ambiente dos mais favoráveis à imposição de uma componente de repressão às demandas do movimento trabalhista. O resultado de demandas distributivas tão inconsistentes foi um dos mais extremos casos de inflação já registrados na história. Drama semelhante, aliás, foi vivido pelos países da América Latina e, dramaticamente, no Brasil, na década de 1980. A crise da dívida – detonada com a moratória do México em 1982 – desse período, que trouxe o fim do financiamento voluntário em dólares, representou mudança radical das condições externas para o continente, gerando como resultado uma onda quase sincronizada de altas/hiperinflações. Do mesmo modo que surgiram, essas inflações foram-se nos anos 1990 com a volta do continente ao mercado financeiro internacional.


Até o momento, as variáveis distributivas foram tratadas tomando-se uma estrutura produtiva dada. Nessa estrutura, relacionam-se certo nível de salário e de lucros reais que, dado certo nível de produtividade do trabalho, resultam em determinada competitividade externa da economia.

Entretanto, em um contexto dinâmico, entra em cena uma variável importantíssima para tornar possível uma eventual compatibilização entre demandas decorrentes de conflito distributivo latente: o crescimento da produtividade do trabalho.<sup>14</sup> Tal crescimento permite que os trabalhadores tenham ganhos reais de salário, em consequência de elevações dos salários nominais, sem pressionar diretamente a taxa de lucro dos empresários. O mesmo fato vale para a variável câmbio: a combinação de ganhos de produtividade e elevação dos salários nominais são compatíveis com a manutenção de uma taxa de câmbio nominal estável.

Consequentemente, uma forma possível de compatibilização de demandas distributivas incompatíveis seria exatamente a elevação da produtividade do trabalho que, de acordo com uma abordagem que segue a Lei de Verdoon, ocorre quando a economia apresenta taxas agregadas de crescimento elevadas, decorrentes dos ganhos de escala, economias de aprendizado e externalidades positivas em geral, ou seja, essas variáveis caminham juntas com o próprio crescimento econômico. Nesse caso, o crescimento elevado não é apenas compatível com a estabilidade de preços, mas uma condição necessária para ele.

---

14 Historicamente, o caso mais notável de um movimento como este se observou na chamada Era de Ouro do Capitalismo na qual se combinou alto emprego (e crescimento econômico), elevação dos salários nominais e baixíssima inflação graças a uma forte e persistente elevação da produtividade do trabalho. Esse notável exemplo histórico de alto crescimento em um amplo pacto social, nesse caso explicitamente na Europa, começou a se romper no fim dos anos 1960 quando os salários nominais começam a crescer a taxas superiores às da produtividade do trabalho.



---

Finalmente, é importante destacar que as metas de taxas de juros nominais que tem papel central, tanto na dinâmica da inflação, quanto na determinação da distribuição de renda da economia, também jogam um papel decisivo na determinação da taxa de câmbio. Assim, essa variável assume um caráter múltiplo ao influenciar tanto direta quanto indiretamente a distribuição de renda. Direta, por meio da referência que estabelece para o *mark up* nominal das firmas, e indireta, ao influenciar a taxa de câmbio que, por sua vez, coloca em movimento um processo de elevação de preços. Esse movimento de elevação de variáveis nominais envolvendo câmbio, preços, salário e juros, como visto anteriormente, pode obedecer os seguintes padrões: limitado, arrefecendo após certo período de tempo e implicando acomodação de perdas entre os agentes econômicos, ou persistente, tornando-se então inercial e, finalmente, ascendente, gerando um processo de aceleração da inflação.

### 3

## OBSERVAÇÕES FINAIS

Nas primeiras seções deste texto, apresentamos a possibilidade teórica da inflação como um fenômeno ligado a pressões de custo, considerando a formação destes não diretamente vinculados à obtenção de um equilíbrio de pleno emprego ou de plena capacidade da economia.

Essa plena capacidade/emprego, ou produto potencial máximo, quando apresentado em termos dinâmicos, tem como representação uma taxa de crescimento máxima ou um valor supostamente “sustentável”, no sentido de ser não inflacionário.

Seja em uma leitura estática, seja em uma dinâmica da análise teórica tradicional, esta leva sempre a interpretação de que a elevação dos preços surge como um fenômeno de excesso da demanda sobre a capacidade produtiva máxima da economia. Segue diretamente desse referencial teórico uma política de combate à inflação com linhas gerais bem definidas: qualquer desvio da trajetória de crescimento, ou do nível de produto potencial, deve ser imediatamente combatido com as necessárias medidas monetárias contractionistas.

Entretanto, em uma abordagem que tem o princípio da demanda efetiva como elemento analítico central para explicar o nível de produto a curto prazo e sua taxa de crescimento a longo, existe uma flexibilidade no sistema econômico suficiente para fazê-lo transitar a uma taxa de crescimento mais elevada via aceleração do investimento e uma reação endógena da poupança.

Assim, uma vez que se interpreta a inflação como um fenômeno ligado a pressões de custo e não excesso de demanda, não há nenhuma razão teórica em se associar inflação a crescimento mais acelerado da economia. Desse diagnóstico diverso, seguem-se outros remédios, ou medidas preventivas, para evitar que surjam pressões de custos, que não a contenção de demanda.

Nunca é demais lembrar que a inflação é indesejada por várias razões, sendo a principal delas, a possibilidade real de resultar em uma redução das rendas contratuais, entre as quais a mais importante é o salário.

Como visto nas seções teóricas, as fontes de pressão podem advir da evolução das principais variáveis nominais, como câmbio, salário, juros e preços das *commodities*. A manutenção e/ou ampliação deste estímulo inicial estará ligada à dinâmica de interação entre tais variáveis.

Na parte empírica deste estudo, mostramos que a inflação brasileira nos últimos anos foi determinada principalmente pela evolução da taxa de câmbio e dos preços dos insumos importados em dólares, enquanto que os salários não tiveram papel de pressão sobre os custos. Mostramos também que alterações na taxa de juros surtiram efeito sobre a inflação por meio principalmente das alterações que provocaram sobre a taxa de câmbio e pelo fato de ter preservado o valor real das margens de lucro.

Uma vez que isso é observado empiricamente, podemos levantar alguns cenários em que a devida e permanente preocupação com a questão inflacionária não se choca com uma ênfase na aceleração do processo de desenvolvimento econômico.

Inicialmente, vale reforçar a ideia de que, apesar de pró-cíclico, o comportamento do salário na economia brasileira tem sido relativamente moderado. Em termos econômicos, isso significa que a política de controle de demanda pode ser mais flexível, na medida em que uma diminuição da taxa de desemprego, ou aumento do emprego associado a um maior nível de produto, teria uma reação limitada em termos de pressão de custos. Além do mais, a trajetória salarial no período estudado aponta para a existência de um razoável espaço de recuperação da parcela salarial na renda.

A experiência recente mostra também que a combinação de autossuficiência em petróleo, combinada à propriedade majoritariamente estatal da Petrobras, adiciona um grau de liberdade à política anti-inflacionária brasileira. Este componente esteve ausente, por exemplo, nas crises dos anos 1970 e no início dos anos 1980 com impactos graves sobre a trajetória da inflação nesses períodos. A atuação da Petrobras no sentido de estabilizar o preço do combustível, mesmo em um ambiente internacional altamente especulativo e volátil, foi extremamente eficiente, ainda mais se lembrarmos que a política de metas da inflação brasileira tem como indicador a inflação cheia e não apenas o núcleo (*core*) – índice de preços expurgado dos efeitos de preços voláteis como combustíveis e alimentos.

Como visto nos estudos empíricos, a taxa de câmbio tem sido central para explicar a trajetória da inflação sendo inclusive utilizada para tal de forma persistente pelo Banco Central. Este, por meio de sua política de juros elevados, busca valorizar o câmbio com objetivos deflacionistas. Tal grau de liberdade também esteve ausente na década de 1980, quando a interrupção dos fluxos internacionais ao país impossibilitou que tentativas de contenção do processo inflacionário no país fossem exitosas. Tanto isto é verdade que a retomada do capital externo foi um dos fatores fundamentais para explicar o sucesso do Plano Real na década de 1990, que teve como elemento central a utilização de uma âncora cambial.

Entretanto, é importante notar que o fato de não existir uma âncora cambial formal no atual regime não impede que a taxa de câmbio continue sendo utilizada de forma indireta, por meio da política de juros, pelo Banco Central para a manutenção da estabilidade de preços.

Independente dos resultados positivos específicos de tal política, há efeitos colaterais sobre outras variáveis da economia que apontam para os limites de sua utilização. A valorização cambial tem impacto negativo sobre a competitividade das exportações e das importações industriais. O segundo efeito é usualmente menos notado que o primeiro, entre outras coisas, porque a valorização cambial tende a subestimar o aumento do coeficiente de importação quando medido na moeda do país – importações dividido sobre o produto interno bruto (PIB) –, mascarando o impacto do câmbio sobre as quantidades importadas medidas em termos reais. Os dados mostram que, desde 2004, quando o câmbio começa a sofrer um processo de valorização nominal e real, uma vez retirado tal efeito, o índice real de importações cresceu mais de 60%.

Em relação às exportações, para os setores de *commodities*, este efeito de valorização cambial pode ser compensado por elevação do volume e dos preços de *commodities*, cujos preços são formados em mercados externos na moeda internacional. Ou seja, seu impacto não é tão relevante. Entretanto, esse efeito pode ser extremamente nocivo para as exportações industriais, ainda mais quando somado ao efeito sobre as importações/penetração no mercado interno, para a própria sobrevivência de setores industriais mais dinâmicos.

Assim, a solução mais virtuosa para eventuais pressões de custo é exatamente o próprio crescimento econômico. Como essa associação muitas vezes é apresentada de forma invertida, ou seja, apontando-se maior crescimento econômico e baixa inflação como antagônicos, é importante explicitar suas conexões.

Em primeiro lugar, deve-se destacar que, em modelos que explicam o crescimento econômico por meio do Princípio da Demanda Efetiva (ou modelos keynesianos/kaleckianos), é natural que exista uma oscilação do nível de atividade econômica em torno de algum nível normal desejado. Esse nível situa-se em torno de 80% da capacidade instalada, ou seja, na média entre períodos de aceleração e desaceleração da atividade econômica, a demanda ocuparia cerca de 80% da capacidade máxima produtiva. A operação abaixo do máximo é uma característica desejada pelos produtores que assim contam com uma capacidade ociosa planejada para fazer frente, exatamente, a eventuais elevações da demanda agregada. Logo, em períodos de aceleração do crescimento, é inelutável que tal utilização da capacidade ociosa eleve-se. No mecanismo normal de crescimento econômico puxado pela demanda, o próprio investimento, ao reagir à maior demanda, cria capacidade produtiva mais elevada em períodos seguintes. Porém, no período em que é realizado, o crescimento econômico constitui-se em elemento de elevação da demanda sobre uma capacidade produtiva dada. Assim, uma reação automática de política monetária contracionista – frente à elevação da utilização da capacidade produtiva nessa fase de aceleração da demanda, com objetivo de combater uma suposta inflação de demanda – pode abortar um processo de crescimento econômico a longo prazo. A não compreensão do fenômeno do crescimento econômico como dependente do comportamento de demanda pode terminar por travar o próprio processo de crescimento, já que este, por meio do efeito da

demanda sobre crescimento do investimento, leva inexoravelmente, a curto prazo, a uma elevação da utilização da capacidade produtiva. Particularmente, no caso brasileiro, em que a resposta do custo do trabalho é moderada em relação ao crescimento da demanda, a pressão de custo de uma aceleração do crescimento tende a ser bastante limitada.

Se, por um lado, o crescimento não causa, segundo as observações empíricas, grande pressão inflacionária, por outro, pode servir, a longo prazo, para absorver tal movimento altista de certos custos, caso se manifeste. O persistente e elevado crescimento econômico do produto *per capita* reflete, normalmente, ganhos de produtividade do trabalho. Tais ganhos podem absorver a elevação do salário nominal sem pressionar a margem de lucro das empresas tendo o efeito adicional benéfico de reforçar a formação de um mercado de consumo mais amplo. O alargamento da demanda agregada permite a captação de ganhos de escala e aprendizado, melhorando o próprio desempenho das empresas. Vale repetir que esta não é apenas uma construção teórica plausível, tendo sido a marca registrada do crescimento europeu nas décadas de 1950 e primeira metade de 1960. Mesmo nos dias de hoje, pode-se registrar no caso da China uma economia de alto crescimento, baixa inflação e, recentemente, expressivos ganhos salariais.

Finalmente, crescimento econômico que leve a ganhos de produtividade é crucial para ganhos de competitividade externa. Só assim é possível combinar estabilidade cambial, fundamental para a estabilidade de preços, e crescimento salarial.

Até este ponto tratou-se a questão do crescimento e da inflação de maneira macroeconômica, ou seja, da compatibilidade ou mesmo da complementariedade de crescimento e baixa inflação, dadas certas condições sobre mercado de trabalho/conflito distributivo e do cenário e posicionamento externo da economia brasileira – termos de troca e financiamento. Entretanto, esse processo virtuoso também depende de estratégias microeconômicas adequadas, tais como: políticas industriais específicas, políticas de incentivo à inovação tecnológica, políticas de garantia de acesso ao crédito pelas empresas e ao investimento em infraestrutura. Mais uma vez, essas políticas fundamentais só são possíveis por meio de intervenção estatal eficiente e que, para tanto, não pode ser alvo de discontinuidades e interrupções ao sabor de impactos indiretos de medidas de política monetária anti-inflacionárias restritivas.

Sabe-se que políticas monetárias restritivas, operando por meio de elevação da taxa básica de juros, ao elevar a carga de juros paga pelo governo, acabam por ter como contrapartida uma elevação do superávit primário, muitas vezes resultado de uma redução do gasto público. Essas medidas teriam, assim, um efeito direto de restrição à aceleração do crescimento via desincentivo à demanda agregada no momento ascendente do ciclo econômico e indireto pela influência negativa e eventual discontinuidade nos gastos públicos fundamentais para ganhos de produtividade microeconômicos.



## REFERÊNCIA

BALL, L.; MANKIW, G. Relative Price Changes as Aggregate Supply Shocks. **Quarterly Journal of Economics**, p. 161-193, February 1995.

