

## A atual política econômica e os descaminhos do monetarismo

LUIZ ANTONIO DE OLIVEIRA LIMA\*

A política econômica brasileira nos últimos cinco anos tem se defrontado com um dilema, cuja não resolução explica as constantes oscilações de suas diretrizes. Depois de vários anos de estímulos crescentes ao endividamento externo, o governo se viu, a partir de 1976, frente a reais dificuldades para fechar o balanço de pagamentos, o que determinou a elevação das taxas de juros internas para obrigar as empresas a captarem recursos financeiros nos mercados externos. Tal ajustamento foi facilitado pelo aumento da dívida pública, inicialmente para financiar o déficit público decorrente da existência de grandes massas de subsídios e, num segundo momento, para financiar o giro da própria dívida, o que implicava também fortes elevações da taxa de juros. Em tal situação, devido a sua elevada remuneração, os títulos públicos passaram a ser grande alternativa para investimento, trazendo dificuldades para a economia, pois os capitais se afastavam dos investimentos produtivos à procura de uma valorização mais fácil e segura nos mercados financeiros.



A partir do fim de 1979 tentou-se alterar as condições que sustentavam esse processo, inicialmente mediante uma alteração do perfil da dívida pública, pois, dados os curtíssimos prazos médio e resgate, novas emissões eram realizadas visando a financiar o próprio vencimento dessa dívida; medida, essa, que foi seguida da eliminação de subsídios,

\* Professor de Economia da EAESP — FGV.

acompanhada de uma nova sistemática tributária que permitiu que durante 1980 se prescindisse do lançamento de novos títulos. O lance final dessa luta foi dado pelo tabelamento dos juros e limitação da correção monetária, e da desvalorização cambial em torno de 50%, tornando desinteressante a aplicação em ativos financeiros governamentais.

A atividade especulativa, no entanto, não foi eliminada, pois, sem alternativas de rentabilidade no sistema financeiro, os capitais se orientaram para a especulação com estoques de bens finais e matérias-primas, bem como estimularam o desenvolvimento de um mercado financeiro paralelo, onde as taxas de juros superavam os valores tabelados. A continuidade dessas atividades bem como a redução do afluxo de recursos externos devido à redução das taxas reais de juros fez com que no fim de 1980 se definisse uma nova opção de política econômica, praticamente oposta às coordenadas do período anterior, através de: a) liberação dos juros; b) abandono das prefixações cambiais e monetárias; c) política monetária restritiva, mediante o controle da base monetária. Assim é que o crédito, à exceção do financiamento das expostações e da agricultura, foi limitado a taxas de expansão de 4% e 9% para o primeiro e segundo trimestre de 1981, contra um crescimento de 19,2 e 24,8% para os mesmos períodos de 1980, o que provocou uma elevação do *spread* bancário de 6 a 10% para 30%.

Tais diretrizes, que, com exceção da atual política salarial, caracterizam a mais completa ortodoxia monetária, foram racionalizadas como necessárias para o combate à inflação e para a consecução do equilíbrio nas contas externas. Creio, no entanto, que tais objetivos explícitos não se constituem no objetivo real, que continua sendo o objetivo de curto prazo, de manter o afluxo de recursos externos mediante o endividamento, especialmente para atender às necessidades de importação de petróleo e do serviço da dívida. Assim, a finalidade deste artigo é basicamente questionar a possibilidade de medidas de tal ordem na atual conjuntura provocarem efeitos antiinflacionários. Para tanto, far-se-á uma análise das condições nas quais uma política monetária ortodoxa, ou monetarista, pode trazer tais efeitos e, posteriormente, a constatação de que tais condições são ou não encontradas na realidade atual de nossa economia. Tal questionamento implicará também que se mostre que, ao contrário do que muitos pensam, a utilização de uma política monetária não significa necessariamente a utilização de uma "política monetarista", embora esta confusão seja útil para aqueles que defendem esse tipo de política. Assim, serão analisados a seguir alguns aspectos relevantes do funcionamento de uma economia monetária, procurando-se contrastar os aspectos reais da política monetária com base principalmente nos ensinamentos de Keynes, com as hipóteses monetaristas, que do meu ponto de vista se apresentam como verdadeiras ficções econômicas.

## A MACRODEMANDA MONETÁRIA

Inicialmente consideremos a forma pela qual o dinheiro entra no processo econômico, na visão de Keynes. A economia capitalista é antes de tudo um sistema baseado no assalariamento da mão-de-obra. Assim, na expectativa de um certo rendimento, as empresas pagam salários e ordenados — quer emprestando, quer retirando seus depósitos de suas contas bancárias — determinando os custos básicos da produção e, simultaneamente, o maior componente da demanda ou poder de compra nos mercados.

Dessa maneira, anteriores à formação dos preços encontram-se os rendimentos gerados pelo trabalho. Weintraub observa que “as teorias que começam com a hipótese dos consumidores vindo para o mercado, já portando dinheiro para realizar suas compras, iniciam sua análise em um estágio posterior, ao falharem na identificação da fonte do poder de compra da população, isto é, no processo de contratação de trabalho quando um certo valor de salário monetário ou de ordenados é dispendido”.<sup>1</sup>

Tal ocorre com as hipóteses, respectivamente, de Don Patinkin e Milton Friedman, que sugerem que se “imagine” um aumento na oferta monetária realizado exogenamente, quer através de um *manah* caindo do céu, quer mediante um bombardeio de helicóptero. É claro que tais hipóteses eliminam, de início, a realidade da demanda monetária das firmas e a eventual pressão que por elas é exercida sobre as autoridades monetárias.

A partir dessas hipóteses absolutamente irrealis de como o dinheiro entra no processo econômico; e, partindo da hipótese de que a produção física (Q) tem uma base comportamental e tecnológica que limita bastante suas variações momentâneas, a oferta monetária (M) passa a ser considerada pelos monetaristas como a variável estratégica no processo inflacionário, uma vez que suas variações podem ser ligadas instantaneamente a variações de P. Para explicar o mecanismo de transmissão através do qual sua variação de M,  $\Delta M$ , afeta os preços, os monetaristas, especialmente os de orientação friedmaniana, recorrem ao processo de ajustamento de ativos ou de *portfolio*. O dinheiro é considerado um ativo financeiro dentre muitos outros, de tal maneira que, quando há um afluxo de dinheiro na economia, os agentes econômicos vêm o equilíbrio de seus *portfolios* alterado, o que os leva a reestruturar a proporção existente entre os diversos ativos, de tal maneira que tais agentes procuram dispor do excesso de dinheiro resultante, compondo outros ativos financeiros. Tal traduzir-se-ia por uma redução da taxa de juros e uma elevação do investimento e

<sup>1</sup> Weintraub, Sidney — *Capitalism's Inflation and Unemployment Crisis* Addison Wesley, p. 67.

do consumo.<sup>2</sup> Concluem, assim, que toda vez que a variação de  $M$  superar a capacidade de  $Q$  ajustar-se rapidamente ao aumento da produtora por bens de investimento ou bens de consumo, o ônus do ajustamento recairá sobre os preços e não sobre um aumento da quantidade produzida.

Vemos, assim, que em relação à demanda monetária os monetaristas exageram as reações dos agentes econômicos, as alterações de uma variável sobre a qual não têm controle, ao passo que para os economistas de orientação keynesiana são as firmas que, ao enfrentarem uma elevação de preços ou uma elevação salarial, pressionam as autoridades monetárias no sentido de elevar  $M$ , de tal maneira que, se tal elevação não ocorrer, o ônus do ajustamento recairá sobre a produção  $Q$  e o emprego, e não sobre os preços ( $P$ ). Na visão keynesiana, portanto,  $\Delta M$  tem pouco a ver com  $P$ , mas sim com  $Q$ . Assim, um  $\Delta M$  não pode ser assimilado a um acontecimento fortuito — um “bombardeio monetário” por um helicóptero. Antes,  $\Delta M$  ocorre após uma elevação de preços com origem em momento anterior, de que se manifesta sob a forma de pressão de demanda e/ou pressão de custos, tornam-se necessários meios de pagamento adicionais para que a produção e o emprego não caiam, ao contrário da perspectiva monetarista, para a qual o extra  $\Delta M$ , sendo exógeno, não tem para onde ir senão para uma elevação de  $P$ .

### O papel efetivo do controle da oferta monetária

Na verdade, é uma falsidade interpretar a análise de Keynes, que parte de uma economia baseada em salário monetário, como uma negação da importância da política monetária. A diferença é que esta visão, em vez de considerar as autoridades monetárias como culpadas pela inflação, as considera apenas cúmplices involuntários no processo.

Dessa forma, as tentativas monetaristas de reduzir o processo inflacionário não são internamente fúteis, porém este objetivo não é conseguido diretamente mediante uma queda na demanda e nos preços, como na visão monetarista, mas sim indiretamente, mediante o aumento do desemprego e uma redução das pretensões salariais da classe trabalhadora. Porém, como esse objetivo não é obtido imediatamente, outras influências opostas a uma redução salarial podem também manifestar-se. Assim, uma política monetária rígida tende a desestimular a instalação de novos equipamentos e a modernização de fábricas, o que poderia

<sup>2</sup> A principal diferença entre o mecanismo de ajuste monetarista e o mecanismo keynesiano tradicional ou bastardo, como diz Joan Robinson, é que para o primeiro os gastos de consumo são estimulados diretamente e em conjunto com o gasto em investimento, ao passo que no segundo caso eles são induzidos indiretamente via multiplicados.

eventualmente compensar a tendência à elevação de preços mediante um aumento de produtividade. Indiretamente, o dinheiro racionado poderá ter também em última instância um impacto inflacionário.

Uma comparação mais sistemática entre a concepção de política monetária dos monetaristas e a concepção dos keynesianos pode ser dada pela análise da "Equação de Trocas" de Fisher:

$$MV = PQ$$

Na equação acima, P é o preço dos bens vendidos, M a quantidade de dinheiro em circulação mais os depósitos bancários; V é o valor que estabelece as vezes que tais depósitos são gastos durante um certo período de tempo e Q, a produção. A fórmula acima torna explícita uma relação que já foi mencionada anteriormente e defendida pelos monetaristas, isto é, que, se M aumenta, P também aumenta; e que, se o dinheiro for rapidamente gasto, o efeito de um aumento de M será maior do que se ele ficar parado nos bolsos das pessoas ou simplesmente na caixa dos bancos.

Na verdade, os monetaristas insistem na interpretação acima, fazendo, de uma equação que pode ser útil para explicar as variações da demanda monetária através de variações em V, uma equação do nível de preços.

A equação de trocas pode ser interpretada também em termos de variações percentuais de cada um dos seus membros aproximadamente por:

$$\frac{\Delta M}{M} + \frac{\Delta V}{V} = \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta Q}{Q}$$

Truisticamente, tal equação mostra que se o seu lado direito se elevar em 10%, o mesmo acontecerá com o lado esquerdo. As variações no dinheiro e na velocidade devem corresponder às variações nos preços e nas quantidades produzidas.

A partir das premissas consideradas anteriormente, de que o valor de Q não está sujeito a variações momentâneas mas graduais ao longo do tempo, e

admitindo que  $\frac{\Delta V}{V}$  é uma constante maior do que zero, os monetaristas

estabelecem basicamente como missão das autoridades monetárias estimar  $\frac{\Delta V}{V}$

para o próximo período, no qual serão aplicadas as decisões relacionadas com  $\Delta M$ . Para eles, grande parte do sucesso da atividade do banco central dependerá da precisão de suas estimativas, julgamento, intuição, bem como inferências a partir de avaliações criteriosas dos dados passados ajudarão na precisão das

projeções. O professor Milton Friedman, no entanto, para facilitar a vida dos responsáveis pelos bancos centrais, “estabeleceu” que o crescimento de M deve estar em torno de 3% a 5% ao ano.<sup>3</sup>

Se considerarmos no entanto as condições reais de funcionamento do chamado “mundo real”, vamos verificar que as economias estão sempre se movendo no tempo, de tal maneira que, ao tomarem suas decisões, as autoridades monetárias devem não só levar em consideração os condicionamentos passados, mas também futuros do processo econômico. Nesta perspectiva, a ação das autoridades monetárias afasta-se radicalmente daquela que espera delas a visão monetarista.

Consideremos, por exemplo, as decisões que devem ser tomadas em um intervalo de tempo  $t_0-t_1$ , a respeito de qual deve ser a taxa de crescimento

de M, isto é,  $\frac{\Delta M}{M}$ , no mencionado intervalo. Se admitirmos que os salários

monetários estão crescendo, parte do crescimento de M terá como finalidade manter o emprego ao mesmo nível do tempo  $t_0$ ; porém, a preços mais elevados, determinados, digamos assim, por salários mais altos. Um desconto, no entanto, deverá ser feito para um eventual aumento de produtividade que poderá neutralizar parcialmente o aumento salarial. Dependendo do maior grau de competitividade vigente na economia, poder-se-á ignorar ou não o aumento das margens (ou *mark-up*) impostas pelas firmas sobre seus custos diretos de produção. Dessa maneira, apenas a parte de  $\Delta M$  que não foi utilizada para manter a produção anterior a preços mais altos é que poderá ser utilizada como suporte de uma variação positiva em Q. Mas não é apenas isto: as autoridades monetárias devem fazer alguma previsão sobre V, isto é, a velocidade de circulação monetária; bem como, neste processo, deverão considerar certas realidades estruturais da economia: recursos ociosos; grau de desemprego da mão-de-obra; resposta da oferta de certos insumos básicos e eventuais restrições do balanço de pagamentos. Diante desse conjunto de restrições que envolve circunstâncias passadas e futuras, a ação das autoridades monetárias deve apresentar um razoável componente de “endogeneidade” na determinação de  $\Delta M$ , não podendo esta variável ser absolutamente exógena, como querem os monetaristas.

<sup>3</sup> Friedman observa que “minha prescrição é a de que a autoridade monetária evite sempre mudanças bruscas, adotando publicamente um política capaz de permitir um crescimento estável da quantidade de moeda. A taxa precisa é menos importante do que a adoção de uma taxa conhecida e constante. Eu mesmo tenho sugerido uma taxa que permita uma certa estabilidade no nível de preços, que calculei em torno de 3 a 5%”. “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review*, Março de 1968, p. 16.

## A indeterminação da política monetarista

Nesse contexto, é interessante também mencionar a limitação básica das recomendações monetaristas, que é a de não obedecer a regra clássica de Jan Tinbergen, de que não se podem atingir dois objetivos diferentes manipulando-se apenas um instrumento de política econômica; no caso, o controle sobre  $\Delta P$  e  $\Delta Q$  mediante apenas o controle de  $\Delta M$ .

Este problema e suas implicações tornar-se-ão claros com a ajuda da equação:

$$\left(\frac{\Delta M}{M}\right) + \left(\frac{\Delta V}{V}\right) = \left(\frac{\Delta P}{P}\right) + \left(\frac{\Delta Q}{Q}\right),$$

que pode ser expressa também por:

$$m \left(\frac{\Delta M}{M}\right) = \left(\frac{\Delta P}{P}\right) + \left(\frac{\Delta Q}{Q}\right),$$

sendo  $m = 1 + (M \Delta V / V \Delta M)$ .

Pode-se perguntar, então, fazendo-se a concessão de que os monetaristas sejam suficientemente hábeis para estabelecer através de métodos econométricos o valor de  $m$ , em que medida  $\Delta M$  afetará  $\Delta P$  ou  $\Delta Q$ , uma vez que faz uma enorme diferença se  $\Delta M$  afeta principalmente  $\Delta Q$  ou somente  $\Delta P$ , sendo possível supor ainda que  $\Delta P$  se eleve e  $\Delta Q$  caia, e vice-versa. Dessa maneira, observa com propriedade Weintraub que: "Tais encruzilhadas (equações acima) estão cheias de perigosas armadilhas que dificultam a cavalgada monetarista; não falta perplexidade ao se tentar navegar pelos aparentemente inocentes e calmos estreitos colocado diante dos portões da política econômica, sendo este um teste embaraçoso para a política monetária. A sua credibilidade depende (supondo, para simplificar, que  $m = 1$ ) de saber se um aumento de 5% em  $M$  alimenta um aumento de 15 por cento em  $P$  e um decréscimo de 10 por cento em  $Q$  (e o correspondente desemprego), ou se  $P$  permanece constante e  $Q$  aumenta em 5%. Destituída desta percepção (e de valores precisos de  $m$  para curto e médio prazo), sabemos muito pouco sobre a eficácia da política monetária".<sup>4</sup>

Fica claro, assim, o caráter de indeterminação não só da política monetarista, mas, implicitamente, do próprio monetarismo como teoria econômica. A despeito de todo o barulho que tem sido feito sobre essa doutrina, ela se mostra incapaz de revelar de maneira efetiva se mais dinheiro altera os preços, a produção ou o emprego, a não ser a longo prazo, quando, assim ela nos

<sup>4</sup> Sidney Weintraub, *op. cit.*, p. 79.

assegura, a produção e o emprego encaminhar-se-ão para os seus níveis “naturais” independentemente de qualquer variação de  $P$ . Não é outro o pensamento de Friedman ao afirmar: “nós aceitamos a suposição da teoria quantitativa, e pensamos que tal suposição está baseada na evidência que examinamos, isto é, a de que mudanças nas quantidades de dinheiro *a longo prazo* têm um efeito irrisório na renda real, de tal maneira que as *forças não monetárias* são tudo o que importa para as mudanças na renda real ao longo de décadas, e que o dinheiro não importa. Por outro lado, consideramos a quantidade de dinheiro . . . essencialmente tudo o que importa para a determinação a longo prazo da renda nominal. O nível de preços é então uma consequência de forças monetárias determinando a renda nominal e de forças reais determinando a renda real”.<sup>5</sup>

De qualquer forma, não deixa de ser curioso e paradoxal que o monetarismo dê tão pouca importância ao dinheiro (na verdade, como na velha teoria quantitativa, este continua sendo apenas o véu monetário), como também que tal teoria dê tão grande importância à inflação, ao admitir que o “longo prazo” já está predestinado, pouco importando o que aconteça nesse ínterim.

## A POLÍTICA ECONÔMICA E A INFLAÇÃO BRASILEIRA

Do que foi exposto, creio ter ficado claro que a política monetarista, ao demonstrar que não pode exercer uma influência direta sobre os preços, só poderá provocar uma eventual redução nas taxas inflacionárias após vitimizar a classe trabalhadora, mediante a elevação generalizada do desemprego. Essa constatação não nos permite inferir, entretanto, que eventuais resultados positivos da política monetarista signifiquem necessariamente que a causa da inflação são as reivindicações salariais ou mesmo um certo tipo de política salarial, uma vez que boa parte das vezes os salários estão simplesmente correndo atrás dos preços, e não o contrário.

Quando, no entanto, verificam-se pressões dos salários sobre os preços, elas podem ocorrer quer por força de decisões sindicais autônomas, quer por estar havendo um excesso de demanda no mercado de trabalho, fazendo aumentar, em consequência, os salários monetários. Aliás, esta última hipótese é a predileta dos monetaristas, pois em sua aceitação está implícita a tese de que o principal responsável pela inflação é a inexistência de uma política monetária firme, e de que a não restrição do crescimento de  $M$  a 3% e 5% é o que permite o “aquecimento da economia”.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Citado em Weintraub, *op. cit.*, p. 80.

<sup>6</sup> Em relação, ainda, à esta última hipótese, a experiência dos anos recentes nos países capitalistas tem se caracterizado por inflação crescente, coexistindo com elevadas taxas de desemprego, com base nos padrões do período do pós-guerra. Apesar disso, os mone-



Uma análise da inflação recente no Brasil mostrará que ela não se enquadra na primeira dessas duas possibilidades, isto é, os reajustes salariais não têm sido um fator autônomo de aceleração inflacionária, pois os salários têm corrido atrás dos preços, e não o contrário. Tal pode ser mostrado pela observação das colunas (1) e (3) da Tabela 1. A coluna (1) mostra o aumento anual dos salários nominais, medidos mês a mês. A coluna (3) indica a variação anual dos preços industriais, também medidos mês a mês.

**TABELA 1 — SETOR INDUSTRIAL: AUMENTOS EM 12 MESES (EM PORCENTAGENS)**

	Indústria de Transformação			Construção Civil	
	Salário médio efetivamente pago (1)	Valor da produção por trab. (2)	Preços Industriais (3)	Custo da mão-de-obra (4)	Custo médio total (5)
Dezembro/79	69,9%	70,1%	75,5%	57,6%	63,0%
Janeiro/80	76,0%	81,0%	79,5%	55,1%	66,8%
Fevereiro	78,0%	89,9%	81,0%	73,2%	78,0%
Março	83,0%	91,8%	82,9%	81,5%	85,5%
Abril	74,0%	80,4%	84,9%	75,0%	84,8%
Maiο	87,1%	93,1%	95,7%	70,5%	85,7%
Junho	93,6%	105,1%	101,9%	72,4%	89,8%
Julho	95,2%	117,5%	110,0%	75,8%	98,3%
Agosto	92,6%	109,1%	108,4%	99,3%	110,9%
Setembro	92,4%	121,5%	107,8%	90,4%	106,7%
Outubro	104,4%	107,5%	109,0%	89,2%	107,9%
Novembro	99,2%	107,4%	114,0%	88,5%	110,4%
Dezembro	n. d.	n. d.	—	88,6%	113,0%
Janeiro	n. d.	n. d.	—	89,2%	112,6%

Fontes: (1) e (2) FIBGE. "Indicadores Conjunturais da Indústria". (3) (4) e (5), *Conjuntura Econômica*.

Nota: O salário e o valor de produção por trabalhador referem-se ao pessoal empregado na produção.

taristas não se rendem e observam que a crescente elevação da taxa de desemprego reflete um aumento no desemprego voluntário. Segundo Friedman, "na Inglaterra como nos Estados Unidos estamos fazendo do desemprego uma situação muito atraente. Em meu país muitas pessoas podem ter uma renda do mesmo nível, empregadas ou desempregadas". É claro que essa justificativa faz da teoria uma tautologia, indigna de um positivista como Friedman. Tanto isso é verdade que um autor observa que, "na ausência de uma corroboração empírica quanto à resposta da oferta de trabalho para explicar as mudanças nos benefícios do seguro do desemprego, esta 'explicação' deve ser colocada no nível de uma 'conjetura não substanciada'". Trevithick, J.A. "Inflation — A Guide to The Crisis in Economics". Penguin Books, pp. 73 e 74.

A observação de uma série mensal que vai de Dezembro de 1979 a Janeiro de 1980 mostra que desde a vigência da nova lei salarial, com exceção de Março de 1980, em nenhum outro mês os salários cresceram a taxas maiores que os preços.<sup>7</sup>

Embora nesta observação não se possa identificar exatamente quais componentes dos preços são os responsáveis pela sua elevação, tudo indica que tais componentes sejam os custos financeiros e o preço das matérias-primas importadas. Dessa maneira, quando em declarações oficiais ou semi-oficiais algumas autoridades atribuem à nova política salarial a culpa pela elevação das taxas inflacionárias, estão distorcendo a realidade dos fatos.

Algum friedmaniano, examinando os dados da Tabela 1, poderia contrargumentar observando que tais dados descrevem um processo de ajustamento análogo ao descrito por Friedman para uma situação de excesso de demanda de mão-de-obra, isto é, uma situação em que os preços no mercado de bens se elevam, sendo acompanhados em um segundo momento pela elevação dos salários monetários, através da qual os trabalhadores buscam manter o valor de seus salários reais.<sup>8</sup> Nesse ponto, esta afirmação poderia até estar de acordo com a nossa análise. Este acordo, porém, é apenas superficial, pois uma vez que aceitamos que as fontes inflacionárias encontram-se não nos salários, mas nos custos financeiros em elevação e no custo das matérias-primas, um arrocho ou revogação da lei salarial fariam apenas com que a taxa inflacionária se elevasse um pouco menos do que vai se elevando. Assim, a única coisa que se pode dizer é que “se não houvesse reajustes semestrais, nem acréscimos obrigatórios por conta da produtividade, nem os 10% do INPC para quem ganha três salários mínimos, a inflação seria menor... É só nesse sentido que se poderia dizer que os reajustes de salários realimentam a inflação. Realimentar, no caso, significa acompanhar a inflação, embora em defasagem e a um ritmo menor”.<sup>9</sup> Dessa maneira, faz uma enorme diferença dizer que a atual política salarial é a causa da inflação e dizer que se não houvesse tal política a taxa inflacionária seria menor. A validade da segunda afirmação não implica necessariamente a validade da primeira, ou melhor, há um *non sequitur* entre a segunda e a primeira.

Sem dúvida, é de espantar que, sendo razoavelmente fácil identificar as causas imediatas da inflação, especialmente em relação à elevação da taxa de juros,<sup>10</sup> insista-se ainda em atribuir ao mecanismo de reajustamento salarial a principal responsabilidade pelo processo inflacionário.

<sup>7</sup> Cf. FIBGE — “Indicadores Conjunturais da Indústria”.

<sup>8</sup> Cf. Friedman, *op. cit.*, p. 10.

<sup>9</sup> Conforme Serra J., “Salários, Inflação e Desemprego”, *Folha de São Paulo*.

<sup>10</sup> Ao expor sua opinião na CPI dos juros, o professor Otávio Gouveia de Bulhões observou que “as altas taxas em vigor no mercado financeiro constituem fatores de pressão sobre os preços e contribuem para o desemprego” — *Gazeta Mercantil*, 15-05-81.

A meu ver, grande parte dessa distorção interpretativa se liga à influência da teoria quantitativa ou, mais *especificamente*, da teoria neocuantitativa de Friedman. Quando os monetaristas perceberam que suas recomendações de obter o controle dos preços mediante o controle da massa monetária iam ficando cada vez menos convincentes, em função das transformações da inflação em processos de stagflação e slumpflação nos países que aplicaram essa política, eles passaram a adotar uma nova linha. Isto é, criaram o mencionado conceito de “nível natural de desemprego”, pelo qual as expectativas de preços crescentes poderiam ser eliminadas, o que faria com que as taxas de salários monetárias cessassem de se elevar e a inflação chegasse a um fim (ver nota 6). É evidente que, na linha dessa explicação, enquanto houver elevação de preços o “nível natural de desemprego” não será atingido, de tal maneira que se fazem necessárias mais restrições, mais tributos, mais cortes nos gastos, até que seja atingido. Embutida nessa explicação, encontra-se também a idéia de que enquanto esse estágio não é atingido, está se alimentando um processo de expectativas de elevação de preços e salários que contribui para acelerar mais o processo inflacionário.

Um exemplo dessa forma de pensar está consubstanciada nas análises e recomendações publicadas em *Conjuntura Econômica*, do último mês de Março, sob o título “Queda Salarial ou Desemprego”, onde está afirmado que “a Lei Salarial vigente apenas convalida o nível da inflação presente, o que já é por si só um aspecto bastante negativo”. Mas de outro lado, “pelo efeito de realimentação de expectativas, . . . é possível que ofereça também um elemento de aceleração autônoma. Na medida em que os reajustes salariais captam o ritmo de inflação dos seis meses passados, com um de defasagem, esse esquema tende a projetar para o futuro imediato a escalada inflacionária, obrigando as empresas a tentar repassar tal efeito para o sistema de preços num patamar superior, o que, por sua vez, tende a corroer ainda mais o poder de compra real dos assalariados”.

É interessante observar no trecho acima a introdução da hipótese de que a lei salarial pode ter um elemento de aceleração autônoma pelo efeito de realimentação de expectativas inflacionárias, ao passo que simplesmente se despreza um elemento que tem contribuído concretamente para a elevação do processo inflacionário, i. e., a taxa de juros.

Mais adiante, o raciocínio monetarista chega ao ponto de observar que o salário real dos trabalhadores caiu porque seus salários monetários subiram: “Apesar dos ajustes mais frequentes dos salários e mais generosos nas faixas mais baixas de rendimentos, observou-se clara deterioração do poder real médio desses rendimentos ao longo de 1980. . .”. Motivo apresentado: “realimentação

inflacionária”, devida ao próprio aumento de salários, o que significa dizer que os assalariados ganham pouco porque reivindicam muito.

Mais adiante, no entanto, reconhecem-se (apenas implicitamente) os juros como um componente dos custos de produção. “Para continuar (em 1980) o impacto da elevação da folha salarial sem queda de ritmo da produção tornou-se necessária a conjugação de dois expedientes: o primeiro, pelo controle (*sic*) da taxa de juros; maior facilidade para financiar a folha salarial pelo crescente endividamento a curto prazo”. Dessa afirmação, decorre que os juros constituem-se em custo, que, se controlados, poderão reduzir os preços dos bens e serviços, mas que, se elevados, também poderão criar expectativas inflacionárias, da mesma forma que os salários.

Realmente, é arbitrário e paradoxal julgar que um custo, o salário monetário, que vem crescendo menos que os preços, provoque expectativas inflacionárias, ao passo que outro custo, os juros, que tudo indica ter um crescimento autônomo, pois nos últimos meses tem se elevado mais que os preços, não provoque tais expectativas, e que se afirme posteriormente que tal controle não pode continuar porque “determina aceleração inflacionária”.

Um outro ponto de crucial importância que é deixado de lado na atual discussão monetarista sobre a política antiinflacionária, se relaciona com os diferentes impactos que podem ter sobre o funcionamento da economia processos inflacionários que são condicionados por elevação de salários monetários ou por elevação das taxas de juros. Sobre isso, observa com propriedade Nicholas Kaldor: “Naqueles setores da economia onde os preços são determinados pelos custos — como no setor industrial — o custo de juros sobre o capital circulante faz parte dos custos diretos e é, portanto, repassado para os preços da mesma maneira que uma elevação nos custos de mão-de-obra. Entretanto, diferentemente destes, uma elevação da taxa de juros não tem contrapartida no aumento dos gastos; tal elevação atua da mesma maneira que uma elevação na taxação que serve para reduzir o déficit fiscal. E quando as circunstâncias são tais que a carga dos juros não pode ser repassada, ela comprime os lucros; com taxas de juros crescentes, a economia é levada para uma situação em que as firmas ficam insolventes por falta de caixa para pagar os juros sobre seus empréstimos, ou na qual têm que emprestar a fim de pagar os juros sobre o empréstimo anterior, um processo que seguramente conduzirá à falência”.<sup>11</sup>

A incapacidade de perceber essa realidade, para a qual Lord Kaldor

<sup>11</sup> Kaldor, N. “Monetarism and UK Monetary Policy”. *Cambridge Journal of Economics*, 1980, 4 — p. 315.

chama atenção com tanto veemência, revela da parte de nossas autoridades monetárias, ou uma grande miopia devida ao viés monetarista, ou então confirma a hipótese, que levantei no princípio deste artigo, de que o combate à inflação não é uma prioridade do presente programa econômico governamental, sendo apenas uma cortina de fumaça para justificar um processo de redução da atividade econômica que viabilize uma melhoria, ainda que passageira e precária, das nossas contas externas.