

9

INFLAÇÃO

A inflação é um problema macroeconômico que exige supervisão constante, mas há maneiras saudáveis e não saudáveis de controlá-la. Se for uma inflação puxada pela demanda (que é sua condição normal), as maneiras *saudáveis* de controlá-la nos países em desenvolvimento são (*a*) política fiscal e (*b*) a política de taxa de juros do Banco Central, a fim de mantê-la em um *nível* razoável (ligeiramente acima do nível internacional, uma vez que os ativos dos países em desenvolvimento embutem, em geral, maior risco do que os de países desenvolvidos). A maneira *perversa* ou não saudável de controlar a inflação é principalmente a utilização de uma âncora cambial pelo Banco Central, geralmente combinada com um alto nível de taxa de juros em torno do qual o Banco Central monitora sua política monetária, em lugar de administrar a taxa de juros para mantê-la ligeiramente acima do nível internacional. Neste capítulo, antes de discutir essas questões, diremos algumas palavras sobre a teoria da inflação.

Alguns comentários sobre a teoria da inflação

As teorias da inflação geralmente tentam explicar a *aceleração* da inflação, mas também é necessário levar em conta os fatores que *mantêm* um determinado nível de inflação. Tais fatores são essencialmente a indexação formal e informal da economia que provoca inflação inercial, e os fatores que *sancionam* a inflação, entre os quais a variável mais relevante é o aumento da oferta de dinheiro. A razão básica para a aceleração da inflação é o excesso de demanda, embora outros fatores possam ser considerados, como os aumentos monopolistas de preços, os aumentos salariais acima dos aumentos de produtividade em razão do poder dos sindicatos, a existência de gargalos do lado da oferta (especialmente em presença de uma economia fechada e de um mercado interno pouco desenvolvido) e a ocorrência de choques de oferta

que afetam a produtividade ou alteram os preços relevantes como os relacionados a alimentos, energia ou a taxa de câmbio.

O excesso de demanda geralmente explica a aceleração da inflação em situações normais onde a taxa de inflação é relativamente baixa e não há intenso conflito distributivo. Nesse caso, não temos de prestar atenção especial aos fatores que mantêm e sancionam a inflação. Mas quando a taxa de inflação e sua taxa de aceleração aumentam, o conflito distributivo se torna relevante para a explicação, porque a mudança substancial dos preços relativos gera perdas significativas para os agentes econômicos.

Como nos países latino-americanos a taxa de inflação é maior do que nos países desenvolvidos, a tradição estruturalista estabeleceu que a aceleração da inflação deriva de gargalos da oferta e, sobretudo, do conflito distributivo associado ao poder monopolista das empresas ou dos sindicatos. Os agentes econômicos sempre objetivam aumentar sua parcela na renda nacional, e a maneira menos dispendiosa e mais rápida de fazer isso, a curto prazo, é aumentando os preços dos bens e serviços que oferecem no mercado (inclusive os salários reais por parte dos trabalhadores). Isso seria impossível numa economia capitalista em que os agentes econômicos não tivessem nenhum poder de monopólio, mas nas economias capitalistas reais os agentes econômicos possuem esse poder, e quando o exercem a inflação se acelera. Como a estrutura produtiva é razoavelmente complexa e interconectada, os custos de produção também variam como resultado de tais aumentos de preços, e assim as margens de lucro flutuam entre os diferentes setores industriais ou categorias de trabalhadores que têm poder e o exercem sobre o mercado.

Essas flutuações das margens de lucro dos empresários e dos salários reais dos trabalhadores definem suas parcelas na renda. Quando as margens dos empresários garantem uma taxa de lucro relativamente equalizada e satisfatória para que continuem a investir, e quando os salários reais estão em nível aceitável para os trabalhadores, no qual os salários acompanham o ritmo da produtividade, o conflito distributivo entre as classes sociais (e dentro delas) é mitigado, porque os agentes econômicos estão relativamente satisfeitos com suas parcelas na renda. Certamente eles gostariam de ter parcelas maiores, mas um grande número de obstáculos os impede, tais como o grau de organização das classes sociais e a possível insuficiência da demanda agregada que resultaria de uma diminuição do investimento (quando a taxa de lucro cai abaixo do nível mínimo esperado pelos empresários) ou do consumo (quando os salários reais são fortemente reduzidos). Dadas essas restrições e o fato de os preços relativos poderem ser considerados razoavelmente equilibrados, haverá a atenuação do conflito distributivo, uma vez que tanto os salários quanto a margem de lucro são fatores preponderantes na determinação da parcela de renda atribuída a empresas e trabalhadores, e os preços são compostos precisamente de um custo unitário médio – tendo como um de seus principais componentes a remuneração do trabalho – e de uma margem de lucro sobre esse custo.

A inflação alta é geralmente explicada (*a*) pelo fator que *acelera* a inflação – a luta dos agentes econômicos para aumentar ou recuperar suas parcelas de renda; (*b*) pelo fator que *mantém* a inflação – a luta de todos os agentes para preservar suas parcelas de renda (assim mantendo o equilíbrio dos preços relativos) por meio de mecanismos de indexação para corrigir preços e salários; e (*c*) pelo fator que *sanciona* a inflação – o aumento endógeno da oferta de dinheiro pelo qual a economia mantém sua liquidez real, impedindo a inflação alta em curso de reduzir a quantidade real de dinheiro que é necessária para as transações econômicas. Esse é um fator que sanciona a inflação porque de outra forma a redução da quantidade real de dinheiro impediria o número total anterior de transações de ser compensado, e suprimiria fortemente a demanda agregada e a renda. Se a taxa da inflação inercial em curso for muito alta, o ajuste monetário necessário seria tão grande que a economia se protegeria dele desenvolvendo mecanismos como a criação endógena de dinheiro pelos bancos e pelo Estado.

Taxas de câmbio, inflação e salário real

É sabido que variações dos salários nominais superiores aos aumentos de produtividade são uma causa básica da aceleração ou desaceleração da inflação. Os custos unitários do trabalho aumentam, reduzindo a margem de lucro, e as empresas reagem aumentando seus preços. Isso pode ocorrer quando a demanda por mão de obra excede a oferta (causado por pressões da demanda agregada ou por uma disponibilidade de força de trabalho reduzida) ou quando os sindicatos têm poder monopolista. Mas quando a produtividade é constante e os preços aumentam à mesma taxa que os salários, o salário real se torna constante. Do mesmo modo, se a taxa de câmbio nominal também estiver crescendo à mesma taxa que a inflação doméstica, e a inflação externa for constante, a taxa de câmbio real também será constante. Assim, para manter a taxa de câmbio real estável em uma economia onde preços e salários são formal ou informalmente indexados, os aumentos dos salários nominais e da taxa de câmbio devem ser semelhantes, com base no pressuposto de que a produtividade e a inflação externa também são constantes. Por outro lado, tendo em vista que os salários são o preço-chave para os bens não comercializáveis, e se os preços e salários não estiverem totalmente indexados uns aos outros, a valorização da taxa de câmbio real (em razão de aumentos menores da taxa de câmbio nominal do que dos preços internos) implica uma queda nos preços dos bens comercializáveis e um aumento dos salários reais, enquanto a taxa de inflação declina. É por isso que a valorização da taxa de câmbio é tão atraente para os formuladores de políticas: ela realiza o “milagre” de aumentar os salários e reduzir a inflação ao mudar a relação entre os preços dos bens comercializáveis e não comercializáveis. Mas isso tem um preço: a queda no preço dos bens comercializáveis implica uma queda na taxa de lucro esperada e no investimento nos setores que produzem esses bens.

Para melhor entender a relação entre a taxa de câmbio, a inflação e o salário real, vamos considerar uma pequena economia aberta que produz um bem homogêneo, que serve tanto como um bem de consumo como um bem de investimento, usando mão de obra e insumos intermediários importados do exterior. As empresas que operam nessa economia têm o poder de formar preços, que são assim determinados por um *mark-up* (margem de lucro) sobre os custos diretos unitários de produção, como pode ser observado na equação (9.1):

$$p = (1 + z)[w a_1 + E p^* a_0] \quad (9.1)$$

onde p é o preço do bem doméstico, z é a taxa de *mark-up*, w é a taxa de salário nominal, E é a taxa de câmbio nominal, p^* é o preço do insumo importado na moeda do país de origem, a_0 é a parcela dos insumos importados, e a_1 é a parcela da mão de obra na produção. Assumimos que a produtividade do trabalho é constante a fim de explicar a relação que nos interessa, uma vez que as mudanças nos salários serão iguais às mudanças no custo unitário do trabalho nessa situação.

Presumimos que o bem final produzido pelas empresas na economia em questão é um substituto imperfeito dos bens finais produzidos no exterior, de forma que a abertura comercial não impõe a *lei do preço único* para os bens comercializáveis internacionalmente; ou seja, a paridade do poder de compra não se aplica. Entretanto, o poder monopolista das empresas domésticas é afetado pelo preço dos bens importados. Mais especificamente, a capacidade das empresas domésticas de determinar um preço acima dos custos diretos unitários de produção depende da taxa de câmbio real, que é definida como a relação entre o preço dos bens importados na moeda nacional e o preço dos bens domésticos na moeda nacional. Nesse cenário, uma desvalorização da taxa de câmbio real permite às empresas domésticas aumentarem o *mark-up* sobre os custos de produção de acordo com a diminuição da competitividade dos bens finais importados do exterior.¹

Consequentemente, podemos expressar o *mark-up* como uma função da taxa de câmbio real, como segue:

$$z = z_0 + z_1 e \quad (9.2)$$

onde $e = E p^* / p$ é a taxa de câmbio real.

¹ A depreciação da taxa de câmbio real também pressionará para cima o custo dos produtos intermediários importados, mas como esse custo é apenas uma pequena fração dos custos de produção, o preço (em moeda nacional) do bem final produzido domesticamente aumenta proporcionalmente menos do que o preço do bem final importado.

Dividindo a expressão (9.1) por p , temos:

$$1 = (1 + z)[Va_1 + ea_0] \quad (9.3)$$

A equação (9.3) apresenta o locus distributivo da economia em questão, ou seja, as combinações entre o salário real (V), a taxa de câmbio real (e) e a taxa de *mark-up* (z) para as quais o valor agregado produzido na economia é inteiramente apropriado na forma de salários e lucros. Devemos notar que, dados os coeficientes técnicos de produção (a_0 e a_1), há uma relação inversa entre o salário real e a taxa de câmbio real, ou seja, uma desvalorização da taxa de câmbio real é necessariamente seguida por uma redução do salário real porque permite um maior *mark-up*, o que significa que os preços aumentam mais rapidamente do que os salários.

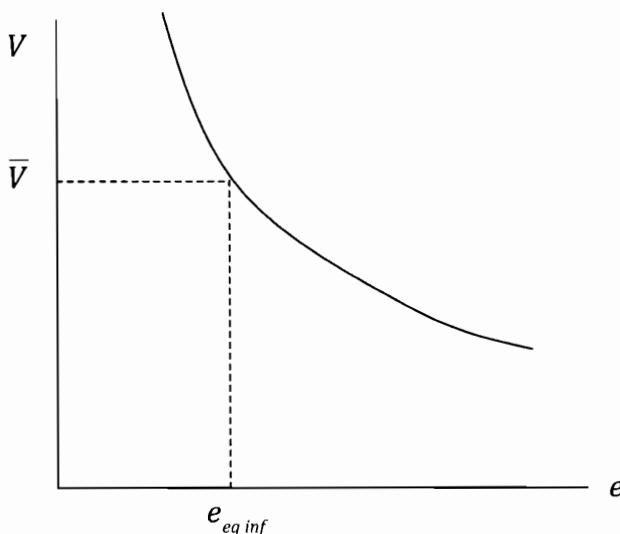
Substituindo (9.2) em (9.3) e diferenciando a expressão resultante com relação a V e e , temos:

$$\frac{\partial V}{\partial e} = - \left\{ \frac{a_0(1 + z_0) + z_1(a_1V + 2a_0e)}{a_1(1 + z_0) + z_1a_1e} \right\} < 0 \quad (9.4)$$

A equação (9.4) aponta para a existência de uma relação inversa entre a taxa de câmbio real e a taxa de salário real, dados os coeficientes técnicos de produção.

A relação entre a taxa de câmbio real e o salário real é ilustrada no Gráfico 9.1.

Gráfico 9.1 O lócus salário real-taxa de câmbio real



Onde: V é a taxa de salário real, e é a taxa de câmbio real, $eq\ inf$ é a taxa de câmbio real de equilíbrio inflacionário e \bar{V} é a meta de salário real.

Nesse cenário, presumimos que os trabalhadores, organizados em sindicatos, têm uma meta de salário real igual a \bar{V} .² Essa meta de salário real define um valor para a taxa de câmbio real que é compatível com uma taxa de inflação estável, que chamaremos de $eq\ inf$. Se o Estado tentar forçar uma desvalorização da taxa de câmbio real, de modo a promover um alinhamento entre a taxa de câmbio de equilíbrio corrente e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, a consequente queda no salário real levará os sindicatos a exigirem aumentos do salário nominal. Tais aumentos serão transferidos para os preços dos bens, uma vez que as empresas relutam em aceitar uma diminuição de suas margens de lucro. Assim, haverá um aumento da taxa de inflação.³ Em razão da aceleração da inflação, os sindicatos exigirão novos aumentos salariais, sobretudo se os contratos de trabalho estiverem indexados à inflação passada, produzindo assim uma espiral de preços e salários que acabará levando à hiperinflação.

A validade deste raciocínio pode ser atestada por um simples modelo matemático. Consideremos uma economia onde a taxa de aumento dos salários nominais é determinada de acordo com esta equação:

$$\dot{w}_t = \alpha_0(\bar{V} - V_t) + \dot{p}_{t-1} \quad (9.5)$$

onde \dot{w}_t é a taxa de variação do salário nominal no período t , e \dot{p}_{t-1} é a taxa de inflação do período anterior.

A taxa de inflação será uma média ponderada entre a taxa de variação dos salários nominais e a taxa de desvalorização da taxa de câmbio nominal, pois o custo unitário de produção das empresas, segundo a equação (9.1), depende tanto do salário nominal como da taxa de câmbio nominal.⁴ Assim, temos:

$$\dot{p}_t = \alpha_1 \dot{w}_t + (1 - \alpha_1) \dot{E}_t \quad (9.6)$$

onde \dot{E}_t é a taxa de variação da taxa de câmbio nominal.

² Não é necessário pressupor que a meta de salário real dos sindicatos seja constante ao longo do tempo. De fato, podemos admitir que a meta de salário real aumenta de período para período de acordo com os aumentos de produtividade. Consequentemente, a meta de salário real no período t pode ser escrita como $\bar{V}_t = (1 + g)\bar{V}_{t-1}$, onde g é a taxa de crescimento da produtividade do trabalho. Se o salário real aumentar à mesma taxa que a produtividade, o custo unitário real da mão de obra permanecerá constante.

³ O aumento de preços não acontecerá somente se a variação da produtividade do trabalho for igual ou maior do que a variação do salário nominal.

⁴ Na prática, as empresas consideram que o custo unitário do trabalho – salários nominais divididos pela produtividade do trabalho – determina os preços e não apenas os salários. Portanto, essa é a variável relevante para calcular a taxa de inflação. Em nossas equações de preço consideramos a produtividade como sendo constante, para ajudar a compreender a relação entre os salários reais, a inflação e a taxa de câmbio.

A variação da taxa de câmbio real pode ser expressa pela seguinte equação:

$$\dot{e}_t = \dot{E}_t + \dot{p}_t^* - \dot{p}_t \quad (9.7)$$

onde \dot{p}_t^* é a taxa de inflação externa.

Finalmente, presumiremos que o Estado adotará uma política de administração da taxa de câmbio real de modo a produzir um ajuste gradual da taxa de câmbio ao nível do equilíbrio industrial (e_{ei}) por meio de desvalorizações consecutivas e controladas da taxa de câmbio nominal. Desse modo, temos:

$$\dot{e}_t = \alpha_2(e_{ei} - e) \quad (9.8)$$

Após algumas operações algébricas, chegamos à seguinte expressão:

$$\dot{p}_t = \dot{p}_{t-1} + \alpha_0(\bar{V} - V) + \left[\left(\frac{\alpha_2}{\alpha_1} \right) (1 - \alpha_1) \right] (e_{ei} - e) \quad (9.9)^5$$

A equação (9.9) mostra que a taxa de inflação corrente depende da taxa de inflação do período anterior (inércia inflacionária), do desalinhamento salarial e da magnitude da sobrevalorização da taxa de câmbio real (uma vez que a meta para a taxa de câmbio real é o nível industrial).

Se os sindicatos se opuserem à redução dos salários reais, ou seja, se o fenômeno da *resistência do salário real* prevalecer, então $V = \bar{V}$ e a expressão (9.9) se transforma em:

$$\dot{p}_t = \dot{p}_{t-1} + \left[\left(\frac{\alpha_2}{\alpha_1} \right) (1 - \alpha_1) \right] (e_{ei} - e) \quad (9.10)$$

Na equação (9.10) podemos observar que, em um contexto de resistência do salário real, a sobrevalorização da taxa de câmbio real ($e_{ei} > e$) resultará numa contínua aceleração da taxa de inflação ($\dot{p}_t > \dot{p}_{t-1}$) se o Estado decidir tentar eliminar a sobrevalorização da taxa de câmbio real por meio de consecutivas desvalorizações da taxa de câmbio nominal. A razão é que a redução dos salários reais induzida pela desvalorização da taxa de câmbio levará os sindicatos a exigirem aumentos dos salários nominais acima da inflação do período anterior. A fim de proteger suas margens de lucro, as empresas transferirão os aumentos salariais para os preços, acelerando a inflação. A taxa de câmbio real não será desvalorizada, pois a inflação também aumentará. A única maneira de fazer a taxa de câmbio real flutuar em torno do equilíbrio industrial (a meta cambial informal) é controlar os aumentos de salários nominais para mantê-los abaixo

⁵ Para fins de simplificação, estamos também assumindo que $\hat{p}_t^* = 0$.

das variações da taxa de câmbio nominal. Para conseguir isso é necessário concluir um acordo com os sindicatos ou reduzir a demanda de empregos durante um breve período.⁶

Assim, para que a inflação continue constante ao longo do tempo e a taxa de câmbio real seja desvalorizada, os trabalhadores precisam estar dispostos a aceitar a redução do salário real que é necessária para o ajuste da taxa de câmbio real. Na verdade, se fizermos $\dot{p}_t = \dot{p}_{t-1}$ na equação (9.9), chegaremos à seguinte expressão:

$$V = \bar{V} + \frac{\alpha_2}{\alpha_0 \alpha_1} (1 - \alpha_1) (e_{ei} - e) \quad (9.11)$$

Na equação (9.11) observamos, em primeiro lugar, que o outro lado da moeda do fenômeno da sobrevalorização da taxa de câmbio ($e_{ei} > e$) é uma sobrevalorização do salário real, isto é, $V > \bar{V}$. Em outras palavras, uma taxa de câmbio real apreciada até o nível do equilíbrio industrial gera uma taxa de salário real artificialmente elevada, ou seja, um salário real que é elevado com relação à meta salarial que seria compatível com o equilíbrio industrial. Em segundo lugar, observamos que a eliminação da sobrevalorização da taxa de câmbio implica a consequente supressão da sobrevalorização do salário real, isto é, uma redução do salário real para o nível \bar{V} .

Expectativas racionais e inflação

Há uma ampla literatura econômica sobre a teoria geral da inflação e não há necessidade de reexaminá-la aqui. Entretanto, é necessário salientar que, na década de 1980, um período de hegemonia da macroeconomia monetarista, prevalecia a ideia de que a inflação era um fenômeno exclusivamente monetário e que, para controlá-la, bastava controlar a oferta de dinheiro. Essa ortodoxia, que se manifestou inicialmente nas universidades norte-americanas, alcançou mais tarde os bancos centrais. Porém, como as políticas baseadas na manipulação dos agregados monetários para controlar a inflação falharam repetidamente, os bancos centrais as abandonaram e começaram pragmaticamente a adotar uma política de metas de inflação. O pensamento econômico dominante, percebendo que havia sido relegado ou descartado pelos responsáveis pelos bancos centrais, reagiu com o que foi chamado de Novo Consenso Macroeconômico, que considerava a política de metas de inflação adotada pelos bancos centrais como basicamente correta e lhe dava a embalagem teórica das expectativas racionais.

⁶ A alternativa seria um aumento da produtividade semelhante à variação nominal da taxa de câmbio: nesse caso, os salários poderiam crescer à mesma taxa que a taxa de câmbio nominal e, a fim de manter a margem de lucro constante, os preços aumentariam incorporando a inflação passada. Mas a produtividade demora muito para melhorar e as empresas subirão seus preços antes disso.

Sob o regime de metas de inflação, os Estados e seus bancos centrais estabelecem um nível de inflação que tentam atingir por meio de uma combinação de política fiscal e política de taxa de juros. Esta prática foi formalizada por meio de uma regra simples – a “regra de Taylor” – uma função de reação que correlaciona a meta de inflação com a inflação corrente e, dada a utilização da capacidade ou o hiato do produto, estima a taxa de juros que trará a inflação para baixo até o nível da meta.

$$r = r_e + 0,5 (\pi_t - \pi^*) + 0,5 y \quad (9.12)$$

onde r é a taxa de juros de curto prazo, r_e é a taxa de juros de equilíbrio que mantém a taxa de inflação na meta, π_t é a taxa de inflação corrente, π^* é a meta de inflação do Banco Central e y é o hiato do produto.

Embora essa regra, originalmente formulada por John Taylor (1993), seja uma simples formalização histórico-dedutiva de como os bancos centrais agem em relação à meta de inflação, e não uma dedução oriunda do *homo economicus*, como seria coerente de acordo com uma abordagem plenamente neoclássica, a política de metas de inflação foi logo cooptada pelas diferentes correntes da macroeconomia neoclássica das expectativas racionais, através da subordinação da política monetária ao princípio da “discricionariedade restrita”. Com base nesse princípio, a política monetária seria idealmente capaz de lidar com os choques de inflação, permitindo aos bancos centrais reagirem a recessões inesperadas mudando adequadamente as taxas de juros de curto prazo sem perder credibilidade. Os bancos centrais agiriam, assim, ajustando a taxa de juros para minimizar as flutuações do produto e de acordo com sua trajetória de longo prazo em conformidade com regras predefinidas. A liberdade dos bancos centrais de produzir “surpresas inflacionárias” era assim reduzida.

A matriz neoclássica do debate sobre os regimes de meta de inflação baseia-se tradicionalmente na literatura sobre “regras *versus* discricionariedade” dentro de uma economia monetária. Uma vasta literatura surgiu após a disputa da década de 1970 entre discricionariedade e regras, jogando monetaristas neoclássicos contra os keynesianos. A noção que prevalecia no pensamento dominante era de que uma política monetária bem-sucedida deve ser disciplinada e transparente e também transmitir credibilidade, de modo a demonstrar um rígido compromisso com a austeridade – uma conduta que os bancos centrais devem observar à luz do problema conhecido como “inconsistência temporal” e do viés inflacionário de vários elementos da política econômica. No nível teórico, esse tipo de comportamento pelos bancos centrais é validado por modelos de “reputação e credibilidade”, em que se alega que o Banco Central minimiza a função de perda decorrente da compensação entre inflação e desemprego (ambos podem gerar perdas para a sociedade) e pratica com os agentes econômicos um jogo adequado, adotando políticas e respondendo às reações dos agentes econômicos.

A confiança é uma qualidade moral fundamental para a vida social. Mas a credibilidade não pode ser conquistada apenas combinando as boas reputações do governo e dos dirigentes do Banco Central com planos de estabilização que são considerados coerentes ou racionais de um ponto de vista econômico, como presumido pela teoria das expectativas racionais. Na verdade, a credibilidade do governo ou do Banco Central não é suficiente; é também necessário que cada agente esteja convencido de que os outros agentes econômicos também se comportarão de acordo com o que foi definido como “racional”. Agora, não há maneira fácil de fazer isso, porque todos os agentes estão envolvidos em um conflito distributivo que a inflação acentua; estão todos tentando manter (não necessariamente aumentar) suas parcelas de renda, e nada é mais racional do que isso.

Neste livro, não estamos interessados em debater e criticar essa tentativa de encontrar o equilíbrio neoclássico perfeito através de virtudes morais clássicas como transparência e credibilidade. Economistas pós-keynesianos como Paul Davidson, Jan Kregel e Philip Arestis já fizeram a crítica dessa teoria, no caso da inflação relativamente baixa existente nos países desenvolvidos. Em lugar disso, neste capítulo limitamo-nos a discutir como as políticas destinadas a controlar a inflação (que hoje em dia são geralmente identificadas com as metas de inflação) desempenham um papel direto ou indireto na geração da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Neste livro, o que é relevante é entender como, na prática, os bancos centrais dos países em desenvolvimento (que adotam a política de metas de inflação e a teoria que lhe é subjacente) terminam fazendo com que a moeda nacional se aprecie, seja porque utilizam o recurso perverso da âncora cambial para atingir a meta, seja porque estabelecem um alto nível de taxa de juros para atrair o capital estrangeiro, o que também provoca a valorização da taxa de câmbio.

Resumo

A taxa de câmbio tende a se apreciar nos países em desenvolvimento e a levá-los a um déficit em conta-corrente, crescente endividamento externo e, em última instância, crise financeira, por várias razões. Em primeiro lugar, a maioria dos países em desenvolvimento não neutraliza a doença holandesa (da qual quase todos eles sofrem).⁷ Em segundo lugar, a taxa de juros tende a ser maior do que nos países desenvolvidos, não apenas porque os rentistas e financistas são poderosos politicamente e influenciam a política monetária, mas também porque há uma relativa escassez de capital nos países

⁷ Mesmo quando um país em desenvolvimento não exporta commodities que refletem abundantes recursos naturais, como acontece com muitos países asiáticos, ele tem mão de obra barata e uma ampla variação entre salários e ordenados e, portanto, poderia ser incluído entre as vítimas do conceito ampliado da doença holandesa.

em desenvolvimento, a qual geralmente aumenta muito quando a inflação está subindo e reduz-se timidamente quando o surto de inflação termina. Em terceiro lugar, a política de âncora cambial é adotada para controlar a inflação. Em quarto lugar, os investidores financeiros externos aproveitam-se da tendência à valorização da moeda, combinada com altas taxas de juros, para aplicar a estratégia do *carry trade*. Em quinto lugar, quase todos os chefes de Estado sucumbem ao populismo cambial, em diferentes graus.

Neste capítulo, após uma breve referência à teoria da inflação, à relação entre salários reais, inflação e taxa de câmbio, à política de metas de inflação e ao Novo Consenso neoclássico, analisamos a relação entre a taxa de juros e a prioridade excessiva dada ao controle da inflação. Discutimos os argumentos que costumam ser apresentados para justificar os altos níveis da taxa de juros. O primeiro argumento – de que as taxas de juros devem ser altas para atrair capital – tem um efeito direto sobre a valorização da moeda. O segundo é que uma alta taxa de juros é necessária para combater a inflação – um argumento que não faz distinção entre o nível da taxa de juros (que é crucial) e suas variações definidas pela política monetária do Banco Central. O terceiro é que uma baixa taxa de juros implica “repressão financeira”. O único argumento razoável é o quarto: na verdade, na presença de irresponsabilidade fiscal e de um nível muito alto de endividamento público, a taxa de juros tenderá a ser elevada.

A adoção de todas essas políticas ou não políticas que provocam a crônica sobrevalorização da taxa de câmbio revela, por parte de um grande número de formuladores de políticas, independentemente de serem liberais ou desenvolvimentistas, uma alta preferência pelo consumo imediato, na medida em que um nível mais depreciado de taxa de câmbio, que atinja o nível do equilíbrio industrial, reduzirá salários e consumo no curto prazo.

Questões

1. Distinga os fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. Qual deles origina o processo inflacionário?
2. Por que há, no curto prazo, uma relação inversa entre taxa real de câmbio e salários reais? Essa relação pode se transformar em positiva no longo prazo? Por quê?
3. Usando o arcabouço teórico das expectativas racionais, explique quais seriam os problemas que podem ocorrer quando o governo decide anunciar uma meta de inflação mais reduzida.