

Indexação e o Combate à Inflação (*)

Samuel A. Morley(**)

1. INTRODUÇÃO

Os responsáveis pelas decisões de políticas econômicas e os cidadãos de todo o mundo ocidental estão procurando meios para tratar uma inflação socialmente desagregadora e aparentemente irrefreável. Da mesma forma que em episódios inflacionários anteriores, muitos estão novamente se voltando para a indexação de contratos monetários, como um paliativo ou um auxílio para solucionar o problema da inflação. Indexação significa expressar contratos em termos reais ao invés de monetários. Isso é feito ajustando-se os termos nominais, nos quais o contrato foi redigido, de acordo com as alterações no preço monetário do produto ou conjunto de produtos ao qual se refere o contrato. A ânsia pela indexação origina-se em parte na inability de prever de maneira precisa o preço futuro dos produtos em termos monetários, ou, em outras palavras, a perda de confiança na moeda como um padrão de valor.

(*) Este trabalho contou com apoio parcial do Departamento do Tesouro norte-americano. O autor gostaria de agradecer aos comentários de Ruben Almonacid, William Branson, Roberto Macedo, M.I. Nadiri e Affonso C. Pastore, às versões preliminares do trabalho. Traduzido do original inglês "Indexing and the Fight Against Inflation".

(**) O autor é Professor da Universidade de Wisconsin - Madison.

De maneira ampla, existem duas classes principais de contratos aos quais pode ser e tem sido aplicada a indexação. Estes são os salários e débitos de várias espécies. Durante o período de pós-guerra muitos países adotaram formas de indexação dos débitos, e cláusulas vinculando contratos salariais ao custo de vida também são largamente difundidas. Estas medidas foram e têm sido em sua maioria absoluta parciais e voluntárias. O que há de novo na situação atual é a sugestão de que se deveria considerar a adoção de um sistema de indexação bem mais abrangente, o qual cobriria todos os contratos salariais e talvez todos os contratos de débito também. Quais são os argumentos a favor e contra a indexação abrangente? Uma mudança para um tal sistema ajudaria os Estados Unidos em seu esforço para conter a inflação, da forma como seus defensores clamam? A experiência brasileira com seu sistema de indexação é relevante para os Estados Unidos? Essas são as principais questões que se pretende considerar aqui.

Ao analisar a relação entre indexação e inflação, julgou-se importante distinguir entre situações nas quais os preços relativos variam e situações em que não variam. Parte da discórdia sobre os efeitos da indexação está ligada a hipóteses acerca dos movimentos dos preços relativos. Além disso, ao contrário da maioria dos trabalhos anteriores sobre o tema, este estudo enfoca principalmente a indexação dos salários, dado que o mercado de trabalho é a chave para a compreensão dos movimentos de preços e produtos durante a inflação e estabilização. Dessa forma, o estudo está organizado como se segue. A primeira seção é uma análise da indexação de salários e débitos numa economia de um setor. Na segunda, estende-se a análise à indexação dos salários numa situação em que os preços relativos estão variando. A terceira seção contém uma discussão do sistema de indexação brasileiro e sua relevância para o problema da estabilização através da indexação. Finalmente, a quarta parte discute alguns problemas práticos na utilização do sistema de indexação de salários e débitos.

2. INDEXAÇÃO DOS CONTRATOS SALARIAIS EM UMA ECONOMIA DE UM SETOR

O tipo de indexação mais importante e menos discutido, sem sombra de dúvidas, é o referente a ajustamentos dos salários baseados no custo de vida (CV daqui em diante). Consi-

dere-se primeiro como um sistema automático e completo de ajustamentos baseados no CV afetariam uma economia. Primeiro se o fará sob a hipótese de que todos os preços se movem em conjunto ou, de maneira equivalente, de que estamos numa economia de um setor. Como se verá posteriormente, uma das diferenças principais de opinião entre defensores e opositores da indexação diz respeito ao efeito da indexação em inflações onde os preços relativos realmente variam.

Os contratos salariais com ajustamento total para variações no CV são na realidade redigidos em termos reais. Isto é, o salário real, ou a taxa de salário em termos de unidades de produto, é independente do nível de preços. Isto tem a implicação, de grande alcance, de que o nível de emprego é também independente do nível de preços. Com os ajustamentos sobre o CV, tanto empresários como trabalhadores sabem exatamente os termos reais sobre os quais o trabalho está sendo contratado. O empresário não contratará o operário a menos que seu salário real seja menor que, ou igual a, seu produto marginal, e o trabalhador não aceitará o emprego a menos que o salário real que percebe no mínimo venha compensá-lo de sua desutilidade do trabalho. Se o emprego é independente do nível de preços, então o nível de produção também o é. Em outras palavras, a economia com pleno ajustamento sobre o CV operaria exatamente como a economia neoclássica da teoria macroeconômica, na qual emprego e produto são determinados pela produtividade e desejo de trabalhar, e na qual a oferta de moeda somente determina o nível de preços sem nenhuma realimentação no funcionamento real da economia.

Uma vez que em nosso sistema atual os ajustamentos sobre o CV não são amplamente difundidos, somos forçados a prever variações futuras no custo de vida, quando se celebra um contrato de trabalho. Isto não é particularmente importante durante períodos de substancial estabilidade de preços, mas quando os preços estão subindo rapidamente, como no período atual, uma subestimação das variações de preços durante a vida do contrato de trabalho significará que o trabalhador está percebendo um salário real mais baixo que aquele acertado por ocasião da celebração do contrato. Inversamente, se ele superestima a taxa de inflação futura, demandará um salário real excessivamente alto, ao qual pode ser impossível encontrar trabalho.

Considere-se agora como um ciclo inflacionário, junto com a estabilização, atua sob nossos arranjos atuais. Tenha-se em mente que se está ainda trabalhando com uma economia na qual todos os preços crescem à mesma taxa. Enquanto os preços estão subindo a uma taxa que se pode prever corretamente, não importa a que taxa, o nível de produto e emprego devem estar ao nível correspondente ao emprego pleno normal da força de trabalho.

Suponha-se então que haja um aumento inesperado na demanda agregada. Isso irá causar uma inflação inesperada. Significará que os empresários podem se permitir oferecer salários nominais mais altos que antes, uma vez que sabem que esses salários podem ser mais que compensados pelos preços mais altos aos quais o produto pode agora ser vendido. O resultado é o clássico boom inflacionário, devido ao aumento de demanda. Crescem o emprego e o produto além de seus níveis normais enquanto a taxa de inflação for maior que aquela que os trabalhadores esperam.

Voltemo-nos agora para o lado oposto deste ciclo inflacionário, a fase de estabilização. Supondo que o governo queira diminuir o nível da taxa de inflação, é preciso de alguma maneira induzir as pessoas a baixarem suas previsões da taxa futura de inflação. Pois, de outro modo, a inflação efetiva tenderá a se fixar à taxa esperada pelo público, uma taxa inaceitavelmente alta. Mas, como se pode reduzir a expectativa do público? Infelizmente, não se conhece qualquer outra forma para convencê-lo que não seja mantendo as taxas reais de inflação a níveis mais baixos que o esperado. Obviamente, o governo pode fazer declarações e previsões para a agricultura que sejam otimistas, mas na análise final o que conta são os resultados. Dessa forma, durante a estabilização típica, as taxas de inflação são menores que as esperadas pelos trabalhadores. Isso significa que os trabalhadores irão demandar aumentos salariais que, no final das contas, serão muito elevados. Os empresários serão forçados a despedir operários porque seus preços de venda não são altos o bastante para lhes permitir aceitar as demandas salariais dos trabalhadores. Isso explica porque o desemprego cresce. É óbvio que esse desemprego "supernormal" pode ocorrer mesmo se a inflação real for positiva, desde que seja menor que a esperada pelo público. Esta é também a razão pela qual a estabilização é mais difícil, quanto mais firmemente implantada na expectativa das pessoas estiver a inflação.

Numa economia com ajustamentos automáticos sobre o CV, o alto custo, em termos de produto, da estabilização seria eliminado. Este é apenas um exemplo da independência do emprego e do produto do nível de preços, discutida anteriormente. Vejamos como operaria um sistema como esse. Sob um sistema de indexação, os trabalhadores não demandariam aumentos salariais para cobrir a inflação futura esperada, uma vez que qualquer perda que os salários reais possam sofrer através da inflação será imediatamente restituída através do ajustamento sobre o CV. Aí está a diferença crucial entre o sistema com e sem indexação. Devido a que nenhuma previsão do nível de preços é feita para os níveis de salários correntes, não é possível aos trabalhadores superestimar a inflação e demandar um salário monetário demasiadamente alto, que é o que causa a recessão durante a estabilização. Uma redução na taxa de inflação real, causada por uma política governamental restritiva da demanda, será igualada suave e automaticamente por uma redução na taxa de crescimento dos salários monetários. Sob um índice ideal, o salário real nunca se afasta do nível de equilíbrio, o mesmo acontecendo com o emprego. Posteriormente serão considerados alguns problemas práticos envolvidos na construção do índice "ideal". Supondo que os problemas práticos não sejam insuperáveis, a indexação oferece, então, a possibilidade de que uma economia possa se mover de uma alta taxa de inflação para uma mais baixa sem incorrer em um alto custo de desemprego normalmente associado a tal manobra. Esta é a principal razão pela qual a proposta de indexação começou a atrair defensores.

O principal proponente da indexação é Milton Friedman. Este autor tem argumentado a favor da medida em vários artigos pequenos da *Newsweek* e em trabalhos mais extensos em *Challenge* e *Fortune*. A julgar pelos comentários a esses estudos, existe alguma confusão em relação a seu argumento, que tem sido interpretado por alguns como se dissesse que a indexação reduz a taxa de inflação. Isto não é verdade, evidentemente. A taxa de inflação numa economia não é determinada pela existência ou ausência de indexação, exceto, possivelmente, no curto prazo. Friedman realmente sustenta que a taxa de inflação será menor numa economia indexada, o que não é devido a uma relação direta entre preços e indexação, mas a que o governo provavelmente sofrerá grandes dificuldades para levar a cabo a estabilização numa economia não indexada, visto que as altas taxas de desemprego derivadas

são inaceitáveis para o público. Desde que a indexação reduz esse custo de desemprego, a estabilização se torna mais praticável e possível. Friedman, melhor que ninguém, coloca esse argumento:

Como se pode tornar politicamente praticável eliminar a inflação de maneira mais rápida? Em meu entender, somente com a adoção de medidas que reduzam os efeitos paralelos, derivados de eliminação da inflação. Os efeitos paralelos refletem fundamentalmente distorções introduzidas nos preços relativos pela inflação não antecipada ou deflação, distorções que aparecem porque os contratos são redigidos em termos nominais sob percepções errôneas do verdadeiro curso da inflação.

A forma de reduzir esses efeitos paralelos é fazer os contratos em termos reais e não em termos nominais. Isto pode ser feito pela difusão do uso de cláusulas de correção monetária⁽¹⁾.

3. INDEXAÇÃO DOS CONTRATOS DE DÉBITO

Antes de retornar a uma análise da indexação de salários numa economia com múltiplos setores, far-se-á uma pausa para considerar os efeitos macroeconômicos da indexação de débitos. A idéia de expressar o reembolso de débitos em termos de unidades de produtos, em vez de moeda, não é nova. Antigos contratos ingleses eram ligados ao milho e as cláusulas de ouro eram comuns no século dezenove. No mundo do pós-guerra a indexação de vários tipos de débitos foi difundida, sendo usada na China, Finlândia, França, Suíça, Áustria, Brasil e vários outros países⁽²⁾. O uso de um índice de preços, ao invés de indexação com produtos, e a extensão da indexação dos empréstimos de curto prazo foram duas inovações do pós-guerra. A China chegou mesmo a indexar depósitos bancários. Durante os anos 50 os títulos indexados provaram ser extremamente populares. Por volta de 1956 totalizavam 92% em

(1) V. [6], p. 96.

(2) Para descrições de indexação de débitos em vários países, v. [1], [3], [12], [13], e [16].

Israel, 84% na Finlândia e 60% na França, de todos os títulos emitidos naquele ano. Na Finlândia, em 1960, estimou-se que 80% do volume de créditos financeiros pendentes apresentavam cláusula de indexação⁽³⁾. Mas a idéia nunca vingou, quer na Inglaterra, quer nos Estados Unidos, onde nunca foram emitidas obrigações indexadas, exceto os famosos e abortivos títulos da Kardex Company, emitidos quando Irving Fisher estava associado à companhia em 1925. Quais são os argumentos a favor e contra esse tipo de indexação?

A maior parte dos trabalhos recentes sobre a indexação de débitos têm-se relacionado a aspectos do problema referentes a portfolios, ao invés de aos aspectos macroeconômicos. Os instrumentos de débitos indexados oferecem proteção contra movimentos de preços inesperados, tanto para emprestadores como para tomadores. Sarnat [14], Siegel [5], e Fischer [4] aplicam ao problema a abordagem de risco-retorno da moderna teoria do portfolio. O risco é definido em termos da variação de preços futuros durante a vida do contrato. Na ausência de obrigações indexadas, não existe ativo financeiro livre de riscos. Sarnat mostra como a introdução de um ativo indexado faz com os investidores em carteiras de títulos se saiam melhor, permitindo-lhes escolher uma combinação ótima de risco inflacionário e retorno, através da combinação de débitos não indexados e indexados. Fischer estende a análise em duas direções. Primeiro, amplia a escolha da carteira a três ativos, sendo o terceiro constituído por ações: um ativo cujos retornos nominal e real são incertos. Segundo, utiliza um modelo de caminho incerto (***) da inflação futura. Com esse modelo de três ativos, Fischer mostra de uma forma muito elegante a relação entre preços e retornos de débito indexado e não indexado. Seu resultado principal consiste em que, se os retornos reais das ações são negativamente correlacionados com a inflação, então os títulos indexados comandarão um prêmio sobre os títulos nominais, no sentido de que a taxa real de juros requerida para induzir proprietários de títulos a manter um título indexado será menor que a taxa esperada sobre os títulos nominais. Isto se deve ao fato de que o proprietário do portfolio não pode se resguardar da inflação mantendo ações. Obviamente, se aplicações em ações for uma forma de se resguardar contra a inflação não seria preciso haver tal prêmio.

(3) V. [13], pp. 57-8.

(***) N.T.: "a random walk model" no original inglês.

Isso pode explicar por que títulos indexados nunca tiveram sucesso nos Estados Unidos.

Quais são os efeitos macroeconômicos da indexação do débito? Em nosso entender, a análise mais completa sobre esta questão foi feita por Robson. Da mesma forma que outros escritores anteriores, ele baseia sua análise na relação entre indexação, poupança e investimento. Em épocas passadas a indexação de débitos era defendida pois se acreditava que aumentaria a poupança, e destarte seria antiinflacionária. O argumento dizia que, com a indexação, a taxa real de juros elevar-se-ia e aumentaria a poupança. Uma variante desta visão diz que se os títulos indexados existissem, menor parte da poupança tomaria a forma de acumulação de ativos reais, isto é, a indexação reduziria a demanda global por produtos de toda a espécie usados como resguardo contra a inflação. Entretanto, como demonstra Robson, o problema é bem mais complicado. A fim de ser antiinflacionária, é preciso mostrar que a poupança aumenta e o investimento diminui com a indexação, pois se a poupança extra é canalizada para a formação de capital extra, não haverá qualquer diminuição na demanda. Robson volta-se para o mercado de fundos emprestáveis. Se todas as pessoas de ambos os lados do mercado tiverem as mesmas expectativas de inflação, então as taxas reais de juros ex post sobre títulos nominais ou indexados serão iguais e a indexação não terá nenhum efeito. Mas isto não é verdade se as expectativas sobre a inflação futura forem diferentes. Portanto, é apenas para o tomador e o prestador marginal que as taxas de inflação esperadas serão iguais. Todos aqueles tomadores de empréstimo que pensam que a taxa de inflação será menor que a taxa esperada pelo tomador marginal emitirão títulos indexados. Para eles a taxa de juros real percebida terá caído com a indexação, o que deve aumentar a demanda de investimento. Pela mesma razão, todos os prestadores que acham que a taxa de inflação será maior que a taxa esperada pelo prestador marginal comprarão instrumentos de débitos indexados. Para eles a taxa real de juros percebida terá aumentado, e isto aumentará a poupança. Não se pode concluir se o efeito líquido antiinflacionário da indexação é positivo ou negativo, porque tanto a poupança quanto o investimento aumentarão. Contudo, em ambos os casos a indexação deve aumentar a formação de capital, que é antiinflacionária no longo prazo, mesmo que não o seja no curto.

Embora essas várias análises sobre o débito indexado sejam interessantes, elas ignoram o argumento mais forte em favor da medida, seu efeito durante a estabilização. Durante as estabilizações a taxa de inflação está sendo forçada para baixo pelas políticas governamentais que restringem a demanda. Numa economia sem indexação, o peso desta manobra recai sobre os tomadores de empréstimo. Se houver uma deflação não esperada, ou apenas um aumento nos preços a uma taxa menor que a esperada, os tomadores descobrirão ex post que realizaram empréstimos a uma taxa nominal de juros demasiado alta. Este é precisamente análogo ao caso do mercado de trabalho onde se observou que, durante as estabilizações, o trabalho tende a demandar um salário real muito alto, resultando num aumento do desemprego. A estabilização sem indexação dos salários coloca o peso dos ajustes de expectativas acerca dos preços sobre a força de trabalho. No mercado para recursos emprestáveis, a estabilização sem indexação faz com que esta carga recaia sobre os tomadores de empréstimo.

Quando se analisaram os argumentos a favor e contra a indexação dos contratos salariais, descobriu-se que o mais forte argumento a favor da medida foi o de que torna a estabilização politicamente praticável, eliminando-se boa parte de seu custo em desemprego. Este raciocínio é reforçado pelas mesmas considerações no mercado de fundos. Uma economia sem instrumentos de débito indexados encontrará dificuldades para se estabilizar, devido ao risco de que, durante o período de estabilização, os tomadores de empréstimo abram falência. Presos às altas taxas nominais de juros que pensavam seriam cobertas pelo aumento dos preços, os tomadores podem ser lançados numa crise financeira. Assim, a pressão sobre o governo para abrandar a política de estabilização será intensificada. Um governo achará politicamente difícil deixar que os negócios vão à bancarrota, e que os trabalhadores fiquem desempregados, quando dispõe dos meios para incrementar a demanda e evitar essa situação desagradável.

A indexação dos débitos elimina o problema da bancarrota devido à deflação inesperada. A taxa de juros ex post é igual a alguma taxa de juros contratada, presumivelmente a taxa real, mais a taxa de inflação. Quando a taxa de inflação cai, o mesmo ocorre com a taxa de juros nominal. Assim, a estabilização não traria a ameaça de falência às firmas e, também importante, não traria pressões políticas para seu abandono.

4. INDEXAÇÃO COM VARIAÇÃO DOS PREÇOS RELATIVOS

Até aqui viemos considerando os argumentos pró e contra a indexação numa economia onde os preços relativos não se alteravam, ainda que o nível de preços como um todo pudesse se alterar. Entretanto, parte da oposição à indexação aparece quando as pessoas pensam sobre seus efeitos sobre uma inflação que parece causada pelo aumento de preços em um setor. Com a indexação, a inflação em um setor importante, como a agricultura ou combustíveis, seria difundida imediatamente a todos os outros setores através de seu impacto sobre o custo de vida e, dessa forma, sobre os salários nominais. Um recente artigo de Walter Heller in **Wall Street Journal** é um bom exemplo deste ponto de vista. Ele escreveu:

Um sistema abrangente e automático de indexação teria traduzido prontamente uma alta absurda de preços dos produtos, não somente em taxas de juros mais altas como também salários mais altos. Assim, a indexação colocaria uma pressão constante de alta nos custos sobre o nível geral de preços. No atual sistema, temos no mínimo uma chance de lutar para evitar a conversão “débil” de 1973-74 numa “forte” espiral preço-salário estendendo-se no futuro (. .). Desse modo, devido a seus impactos desiguais, o sistema existente joga areia nas engrenagens da inflação. A indexação lubrificaria as engrenagens e tornaria mais rápido o processo de inflação⁽⁴⁾.

O argumento de Heller exerce um grande atrativo intuitivo mas julgamo-lo errado. Como se viu no modelo de um setor, a indexação salarial é equivalente à incorporação total de qualquer realimentação de preços sobre as demandas de salários nominais. A oferta de trabalho é uma função do salário real e não do nominal. Agora, caso se acredite, como nós, que qualquer equilíbrio pleno no mercado de trabalho pode incorporar a realimentação de preços de todos os outros setores, concluir-se-ia imediatamente que o equilíbrio pleno ou de longo prazo de um modelo multi-setorial será o mesmo com ou sem indexação, exceto possivelmente em um caso importan-

(4) Walter Heller — “Has Time come for indexing”, **Wall Street Journal**, 20, junho, 1974.

te a ser discutido abaixo. Assim, qualquer diferença entre a economia indexada e não indexada pode ser apenas temporária.

Para observar mais cuidadosamente as diferenças de curto prazo nas reações de uma economia com e sem indexação, pode-se construir um modelo simples de dois setores, no qual a oferta de trabalho em cada setor é uma função dos salários nominais no curto prazo e dos salários reais no longo prazo. A indexação equivale à perfeita previsão, ou à introdução de preços correntes nas funções de oferta de trabalho. Os produtos teriam seus preços relativos estabelecidos no mercado de bens e serviços e o nível de preços agregado seria determinado pela equação da teoria quantitativa. Agora, imponha-se sobre esta economia um choque exógeno de oferta — digamos, uma redução no produto de um setor. Para motivar o exercício, poder-se-ia pensar o setor como a agricultura e a variação como uma piora exógena no clima. Quais são os efeitos sobre o produto e os preços de um choque adverso como esse no curto e no longo prazo, ou de forma equivalente, na economia indexada e não indexada?

Devido à equação da teoria quantitativa essa questão torna-se fácil de ser respondida. No curto prazo, os preços no setor afetado sobem e o produto cai. Se a demanda pelo produto do setor é inelástica (elástica) em relação a preços, os preços e o produto caem (sobem) no outro setor. No caso inelástico, uma vez que o produto está caindo em ambos os setores, sabe-se que o índice agregado de preços deve se elevar. No caso elástico, uma vez que os preços estão se elevando em ambos os setores, o índice de produto da economia como um todo deve cair. Assim, sabe-se que no curto prazo o índice de preços agregado deve se elevar e o produto total deve cair.

Agora, comparemos este curto prazo, ou solução sem indexação, ao longo prazo, ou solução com indexação. Adotar a indexação significa permitir ao trabalho reagir às variações no nível de preços. Desde que, tanto no caso elástico como inelástico, o nível de preços agregado eleva-se depois de uma redução na oferta de um setor, e uma vez que um aumento nos preços reduz a oferta de trabalho em ambos os setores, o nível de produto da economia cairá ainda mais no longo prazo do que ocorreu no curto e o nível de preços no longo prazo será maior.

As diferenças de curto prazo entre a economia indexada e não indexada de dois setores são exatamente paralelas ao caso de um setor. No modelo de um setor encontra-se que, sempre que o nível de preços for maior que o esperado pelo trabalho, o produto cresce temporariamente acima de seu nível de equilíbrio de longo prazo. Na economia de dois setores o choque de oferta inesperadamente fez aumentar os preços para além do nível percebido pelos trabalhadores. Ainda que o produto caia, é mais alto do que o será no longo prazo, quando todos os efeitos da redução da oferta derivados do aumento dos preços se refletirem nas demandas de salário.

Para retornar ao argumento de Heller, nossa conclusão é de que a indexação não tem nenhum efeito sobre o nível final de equilíbrio tanto dos preços como do produto, mas que realmente afeta a velocidade pela qual a economia alcança o equilíbrio depois de, digamos, um embargo de combustível ou um fracasso agrícola. Sob nossas arranjos atuais, é verdade que outros setores, que não aqueles nos quais a inflação se origina, são isolados por um tempo dos preços setoriais ascendentes, mas somente por algum tempo. Como o custo de vida aumenta, os trabalhadores começarão a demandar aumentos compensatórios em seus salários, mesmo que esses preços possam não terem se elevado em seu próprio setor. O processo é rápido e automático com indexação e, somos tentados a dizer, lento e penoso sem ela. Durante o período de ajustamento do desequilíbrio, os preços serão maiores sob a indexação, mas isso não nos informa nada sobre seu nível final.

Salientou-se que o nível final de preços e produtos deveria ser independente da indexação. Entretanto, pode-se colocar com bastante força o argumento de que, na realidade, a taxa de inflação pode ser maior para uma economia não indexada, devido ao problema das expectativas. As predições sobre a inflação futura não são um problema na economia indexada porque todos os aumentos no CV são automaticamente refletidos em ajustamentos ex post de salários. Ao contrário, na economia sem indexação os trabalhadores precisam prever as taxas de inflação futura, e é possível, portanto, que a economia reaja a um choque temporário, movendo-se para uma taxa de inflação permanentemente mais alta.

A "nova" teoria da inflação demonstra que uma economia pode alcançar seu nível de equilíbrio de produto a qualquer taxa de inflação, desde que a taxa seja corretamente prevista.

Ora, se a elevação nos preços da alimentação que se acabou de analisar induzisse os trabalhadores a prever um aumento na taxa de inflação, a economia sem indexação seria forçada a escolher entre aceitar uma taxa permanentemente mais alta de inflação igual à nova taxa esperada pelos trabalhadores, ou aceitar um período de estabilização enquanto aquelas expectativas são forçadas a voltar a seu nível original. Na economia com indexação, os preços subiriam automaticamente para seu nível de longo prazo, mas não haveria alteração na taxa permanente de inflação. Se se pensar que os governos são relutantes em pagar os custos da estabilização, então a variação temporária na oferta, que provocou um pulo único e definitivo nos preços sob indexação, bem poderia levar a uma taxa de inflação permanentemente mais alta quando sem indexação. A julgar pelos recentes acontecimentos na economia dos Estados Unidos, cremos que essa possibilidade não é apenas uma curiosidade, mas está de fato ocorrendo. As pessoas falam como se a má colheita de 1974 irá causar uma inflação permanente, e não apenas um salto único e definitivo nos preços. As demandas salariais refletem essas expectativas pessimistas sobre os preços futuros, o que, obviamente, torna mais difícil evitar a inflação no futuro.

5. A CORREÇÃO MONETÁRIA NO BRASIL

Em anos recentes, o Brasil implementou a correção monetária em uma ampla variedade de contratos monetários, incluindo impostos, salários e instrumentos de débito⁽⁵⁾. Durante o mesmo período em que essas políticas foram adotadas, o Brasil reduziu com sucesso sua inflação, de cerca de 90% em 1964, para uns 15% em 1973, enquanto mantinha uma taxa de crescimento real de 4% ao ano per capita. Não é muito surpreendente, dessa forma, que o Brasil fosse apresentado pelos defensores da correção monetária como um exemplo de aplicação bem sucedida de seu programa, isto é, estabilização sem o custo usual em termos de produto.

O propósito aqui não reside em sustentar se esse tipo de raciocínio post hoc é sábio no caso do Brasil. Pretende-se le-

(5) Para uma descrição mais completa do sistema brasileiro, v. [5] e os outros capítulos deste volume.

vantar um outro ponto que parece ter sido negligenciado em toda a discussão da correção monetária no Brasil e que consiste simplesmente no seguinte. Do lado dos salários o Brasil não é um exemplo do tipo de sistema de indexação proposto por Friedman. No sistema de Friedman, que viemos discutindo neste estudo, a correção da inflação sobre os salários é sempre **ex post**. Os ajustamentos salariais são feitos com base na inflação passada mas não para a inflação futura esperada. Este não é o caso no sistema brasileiro. No Brasil, os aumentos salariais são concedidos para restaurar o salário real prevalecente durante os vinte e quatro meses anteriores e para compensar aumentos futuros ou esperados nos preços e produtividade. Alguma parte do nível corrente de salários é, assim, dedicada a compensar a inflação futura esperada. A maior parte da controvérsia sobre a aplicação da política salarial está calcada na subestimação da inflação.

O elemento chave no sistema de indexação dos salários de Friedman é o ajustamento **ex post**. Os salários não deveriam conter nenhum componente de inflação esperada, pois esta é a única forma de evitar os custos de desemprego da estabilização. Quer os salários sejam determinados por negociações privadas ou por decreto governamental, se contêm uma compensação para a inflação durante a vida do contrato pelo qual foram estabelecidos, qualquer esforço bem sucedido para reduzir a inflação abaixo da taxa prevista deve significar por definição que os níveis de salário real **ex post** serão mais altos que os planejados. Se o emprego é uma função do salário real, então deve diminuir durante a estabilização, uma vez que a indexação dos salários contém um componente de inflação esperada.

É exatamente para evitar isso que a indexação **ex post** está designada.

É de certa forma irônico que o Brasil, onde o governo tinha o poder para alterar a forma pela qual os salários eram determinados numa economia inflacionária, não tenha utilizado esse poder para introduzir reformas fundamentais. A inflação esperada, que tinha sido uma característica informal das negociações salariais anteriores, ao invés de ser eliminada, foi legalizada especificamente em fórmulas de cálculo de reajustes salariais que incluem a inflação futura. É verdade que a taxa de inflação esperada foi arbitrariamente reduzida, mas isso simplesmente expôs o governo a acusações de favoritismo todas as vezes que a taxa de inflação era subestimada, como o foi fre-

quentemente nos anos iniciais do programa. Toda essa controvérsia poderia ter sido evitada com um sistema **ex post**, dado as transferências da inflação entre trabalhadores e capitalistas são automaticamente restauradas em tal sistema.

Ao continuar com uma nova versão do velho sistema de expectativas, agora com o governo fazendo as previsões no lugar anteriormente ocupado pela Nação, ele se colocou na posição inviável de parecer decidir sobre a incidência da inflação. Isso tende a maximizar a controvérsia sobre a política salarial, sem ganhar nenhum benefício permanente em termos de propriedades estabilizadoras para a economia.

Por todas as supostas imperfeições do programa brasileiro de inflação, deve-se admitir que a taxa de inflação no Brasil foi reduzida com uma perda extraordinariamente pequena em termos de produto e desemprego. Como isso foi feito com uma política salarial que, segundo nossa argumentação não constitui um instrumento estabilizador particularmente bom? Defendemos que a estabilização no Brasil representa realmente um exemplo de uso bem sucedido de controles de preços e salários, acompanhados de uma macropolítica consistente, ao invés de por indexação. O governo, como se vê, tinha o poder de estabelecer arbitrariamente a taxa de inflação esperada a qualquer nível. Ele usou este poder para reduzir o aumento das taxas salariais, ao mesmo tempo em que estava controlando e reformando o sistema fiscal de modo a reduzir os deficits governamentais e a expansão da oferta monetária. Em uma economia de mercado, sem nenhum controle central sobre os acordos salariais, o deslocamento para taxas inferiores de inflação esperada requer um período de desemprego porque as expectativas sobre a inflação não caem instantaneamente. Não se deve esquecer que o governo também interveio ativamente no estabelecimento de preços: formou uma comissão de controle de preços e forçou decisões de preços nas empresas principais que eram grosso modo consistentes, tanto com a política salarial quanto fiscal. Assim, se há uma lição a ser extraída do caso brasileiro, residirá na enorme vantagem de ser capaz de controlar preços e salários durante o período em que políticas fiscal e monetárias restritivas estão sendo aplicadas em ordem a reduzir a taxa de inflação. Porém o Brasil não deve ser estudado como um exemplo de indexação de salários.

6. PROBLEMAS PRÁTICOS

Embora se possa empreender uma defesa consistente da indexação em termos teóricos, há alguns problemas práticos impressionantes quanto a implementação, o que faz com que muitos se oponham à medida. O primeiro consiste, logicamente, em que não há índice perfeito em um mundo onde preços diferentes estão subindo a taxas diferentes. O índice que reflete perfeitamente as mudanças do custo de vida dos ricos seria impróprio para os pobres. Os preços em diferentes regiões do país ou setores diferentes da economia se comportam diferentemente. Os preços relativos entre setores e regiões estão constantemente se alterando. Isso significa que, mesmo com a indexação, as redistribuições inflacionárias não podem ser eliminadas. Na realidade, o risco inflacionário poderia ser exacerbado pela indexação por causa da velocidade maior pela qual os impulsos inflacionários seriam transmitidos entre setores. Não consideremos que estes problemas no uso de qualquer índice agregativo tenham peso suficiente para que se abandone a indexação como um todo. Pois, a questão que se deve levantar é se a indexação com um índice reconhecidamente insatisfatório é melhor que as outras políticas alternativas disponíveis. Obviamente todos prefeririam um mundo com preços estáveis, sem necessidade de indexação. Porém, este não é o mundo em que estamos. Em nossa situação presente, a indexação nos parece menos ruim que todas as outras alternativas que abordamos, quer para conviver com a inflação, quer para dela se livrar.

Um segundo problema político com a indexação sob o ponto de vista de ajustamentos salariais são as defasagens. É claramente impossível ajustar instantaneamente salários, à medida em que os preços sobem. Se o sistema é tal que o salário real de equilíbrio é atingido no momento do ajustamento periódico da inflação, então, à medida em que o tempo passa, o salário real médio estará obviamente em nível inferior ao deste equilíbrio, todas as vezes que haja inflação. Uma solução consiste em fazer uma previsão para a inflação futura esperada antes da próxima negociação salarial. Esta foi, como vimos, a solução usada no Brasil.

Mas não é uma boa solução devido às razões discutidas na seção 3. A alternativa mais óbvia é reduzir o período de ajustamento e eliminar a inflação prevista. Entretanto, se se o fi-

zer, alguém deverá reembolsar os assalariados, ex post, por todas as perdas advindas da inflação. Para se fazer isso não é suficiente ajustar simplesmente os salários pelo tanto de inflação, pois, todas as vezes que os preços se elevam, os trabalhadores estão efetivamente fazendo um empréstimo livre de juros aos homens de negócios, pelo qual deveriam ser reembolsados. Deixando de lado a produtividade por um momento, e se referindo ao Gráfico 1, suponha-se que o salário real de equilíbrio no mercado de fatores é \bar{W} . Suponha-se agora que os salários tenham sido ajustados de modo que $W_{t-1}/P_{t-1} = \bar{W}$

Neste momento os preços sobem para P_t . Antes dos reajustes salariais o salário real caiu para W_{t-1}/P_t . Durante o período de $t-1$ para t , o trabalhador empresta uma quantia igual ao triângulo ABC ao empresário. No tempo t , ele deveria receber um ajustamento sobre o CV em seu salário nominal igual à inflação no período t . Seu salário deveria ser elevado para:

$$W_{t-1} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

que irá restaurar o nível do salário real a \bar{W} . Porém, adicionalmente o trabalhador deveria ser compensado pelo empréstimo que inadvertidamente fez.

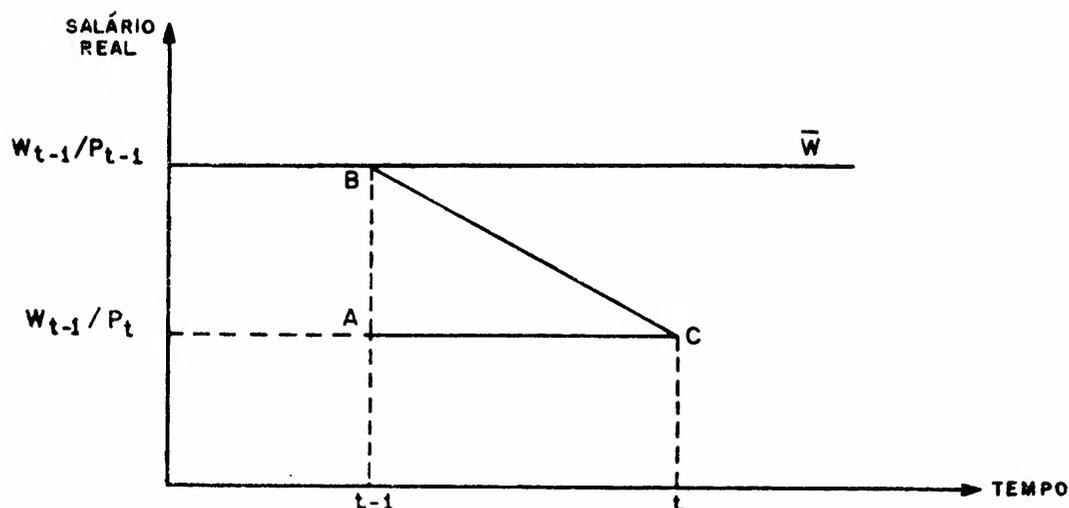
Se a taxa de inflação é constante no período de tempo, ele deveria obter $1 + r$ vezes a área no triângulo ABC, onde r é a taxa de juros sobre o período de ajustamento.

$$\begin{aligned} & \text{Amortização do empréstimo inflacionário} = \\ & = W_{t-1} \frac{(P_t - 1) (1+r)}{2P_t} \end{aligned}$$

$$\text{sendo } P_{t-1} = 1$$

A vantagem do sistema ex post e sua diferença sobre o sistema baseado na inflação prevista reside em que os salários são baseados apenas nos níveis de preço ex post, não incluindo em si a inflação futura esperada.

GRÁFICO - 1



Os salários se elevam apenas após os preços terem se elevado, nunca antes. Nesse tipo de indexação os aumentos salariais são resultados da inflação passada, não deixando fundamento para argumentar que poderiam ser a causa de inflação no futuro. Isto não é verdade para o sistema de indexação que usa uma predição inflacionária ao estabelecer níveis salariais. Aí a indexação poderia ser uma profecia que se auto-realiza.

Uma delicada questão enfrentada por todos os sistemas de indexação é como abordar a produtividade. No sistema brasileiro de indexação, realiza-se um ajustamento devido a ganhos futuros esperados de produtividade, uma previsão que geralmente tem sido demasiado baixa. Como resultado, o salário real dos trabalhadores se elevou bem menos que a taxa de crescimento do produto, o que deve ter causado uma transferência significativa de salários para lucros. (Houve também uma grande elevação no emprego). Pelas mesmas razões que se acabou de apresentar para não incluir previsões nos níveis correntes de salários, um modo superior de abordar a produtividade é fazer correções ex post, como fizemos com a inflação. Novamente certos ajustamentos devem ser feitos para o empréstimo originado dos incrementos de produtividade não compensados. Observando o Gráfico 2, se a produtividade está se elevando à taxa λ , então o salário real no tempo t deveria ser

igual a $\bar{W}_{t-1} (1+\lambda) = \bar{W}_t$. Novamente os trabalhadores fazem um empréstimo aos empresários igual ao triângulo DEF pelo qual são compensados.

Esta quantia é:

$$\frac{W_{t-1} \lambda(1+r)}{2}$$

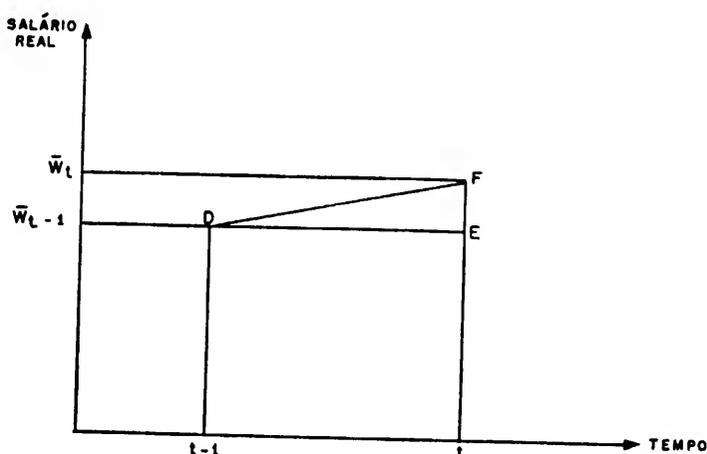
Colocando juntas tanto a correção inflacionária quanto a devida produtividade, os salários no tempo deveriam ser:

$$W_{t-1} \left(1 + \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}} + \lambda \right).$$

Adicionalmente, deveria ser feito no tempo t um pagamento distinto totalizando:

$$\frac{W_{t-1} (1+r)}{2} \left(\frac{p_t - p_{t-1}}{p_t p_{t-1}} + \lambda \right).$$

GRÁFICO - 2



A vantagem deste sistema é que faz a inflação não discriminatória e não inclui expectativas erradas sobre o futuro. Daria conta de mudanças repentinas na inflação e, igualmente importante, das mudanças repentinas na produtividade. Responderia à objeção, que muitos fazem, de que a indexação criaria uma inflação explosiva, quando o aumento em preços se deve a uma queda real na produção devido a condições climáticas adversas ou a mudança nos termos de troca, causadas por eventos como o embargo petrolífero. Ambos eventos trazem uma queda no produto médio por trabalhador, o que logicamente se reflete em uma queda no termo de produtividade na nossa equação salarial. O termo λ poderia mesmo ser negativo. Quando isso ocorre, os salários reais não se elevariam a taxas de suas tendências passadas. Assim, as rendas reais seriam ajustadas para baixo de modo a refletir uma redução na oferta disponível da economia.

Diversos críticos da indexação mantêm que, se todas as rendas e ativos fossem protegidos contra a inflação por meio da indexação, qualquer redução na oferta líquida causaria uma inflação explosiva, em virtude de que o papel dos preços na redução da demanda agregada seria drasticamente diminuído. Isto seria bem verdade se o sistema fiscal fosse indexado conforme Friedman propõe. Do lado da oferta, a indexação tende a fazer a oferta agregada da economia independente dos preços. E fará o mesmo do lado da demanda. Pois os preços reduzem a demanda de três modos, dois dos quais seriam eliminados por uma indexação abrangente. Primeiro, os preços em ascensão podem redistribuir a renda no setor privado para as pessoas com propensão maior a poupar, i. é, de salários para lucros. Segundo, a inflação redistribui a renda ao governo, desde que todo o sistema fiscal está estabelecido em termos nominais e devido a serem as alíquotas de impostos progressivas. Terceiro, os preços em ascensão reduzem a oferta monetária real que reduz a demanda através de seus efeitos no investimento e no consumo. Apenas o terceiro efeito permaneceria caso a indexação fosse adotada. Há assim a possibilidade de que as curvas de demanda e de oferta da economia sejam tão próximas da vertical que o nível de preços será extremamente instável. A resposta de Friedman a esta acusação é de que este ponto não é sério, desde que o lado oposto do argumento reside em que o setor é mais estável, i. é, mais próximo ao nível de pleno emprego, e que é mais importante que o nível de preços.

Julgamos a perspectiva de tal instabilidade de preços pouco atraente. Para evitar isto podemos ou tornar os ajustamentos sobre o CV menos que completos, ou não indexar o sistema fiscal. No caso anterior durante qualquer inflação haveria uma transferência de salários para lucros que não seria nunca compensada. No último caso as transferências seriam para o governo. A maioria dos esquemas de indexação fazem o mesmo. Enquanto isso significa que a inflação transfere a renda de salários para lucros, o ajustamento parcial também reflete o fato indubitável de que cada um de nós pode evitar alguns dos custos da inflação, devido a nossa habilidade de substituir produtos com altos preços.

Este é um problema de juízos de valor, mas pensamos que a vantagem está no lado de não indexar os passivos fiscais do governo, o que transforma o sistema fiscal em um estabilizador automático de preços. Porém, ainda mais importante, faz com que a inflação não redistribua renda entre os grupos no setor privado, como faria qualquer esquema de indexação parcial. Do modo como vemos a questão, o maior perigo da inflação reside em que ela coloca vários grupos uns contra os outros, pois toma renda de alguns para dá-la a outros. Tomar renda de todos igualmente e dá-la ao governo deveria criar uma expressiva opinião pública a favor da estabilidade dos preços, e aliviar ao mesmo tempo as tensões sociais entre o trabalho e as empresas.

7 CONCLUSÃO

Em nossa opinião a indexação tem duas vantagens avassaladoras sobre outros sistemas alternativos. Primeiro, a indexação torna os níveis de emprego e de produção de uma economia mais independentes do nível de preços e, segundo, reduz as fricções sociais geradas pela inflação, ao eliminar as redistribuições de renda e riqueza causadas pela inflação inesperada. Em uma economia sem indexação, é o papel dos preços esperados nos contratos salariais e de débitos que constituem o maior empecilho a uma estabilização bem sucedida, uma vez que geram desemprego e dificuldades financeiras quando a economia se move de uma taxa de inflação a outra mais baixa. Ironicamente, e em aparente contradição à lógica e à intuição, o sistema que compensa automaticamente os aumen-

tos passados de preços pode ter taxas de inflação inferiores às daquele que não o faz, visto que atingir um nível de preços desejado gera menos oposição política com indexação do que sem ela. Este é simplesmente o resultado do fato de ser o nível de preços mais distante do mundo real com a indexação do que sem. Se as variáveis importantes na economia, como o emprego, os termos de empréstimo, e investimento, não são afetadas pelo nível de preços, então o público será relativamente indiferente ao nível de preços que o governo decide estabelecer. Nenhuma destas vantagens da indexação é revertida em uma inflação setorial, conforme reclamam alguns críticos.

A inflação é um fenômeno social terrivelmente desagregador. Sob nossos arranjos atuais, todo o grupo é forçado a tentar proteger sua renda real, utilizando-se de qualquer poder econômico ou político que possua. Gera-se o máximo de discórdia. A indexação é um mecanismo que procederia a estes ajustamentos inflacionários automaticamente e sem grandes problemas. É um remédio que tornaria mais fácil conviver com a doença da inflação e ao mesmo tempo sua cura mais fácil, devido ao reduzido desemprego durante a estabilização. Não são muitos os medicamentos contra a inflação que podem se arrojar tais vantagens.

Na tentativa de decidir sobre a aplicabilidade e a sabedoria da indexação, tanto seus proponentes como seus oponentes têm estudado o Brasil como um exemplo de indexação de salários. Isto é um erro. O Brasil não pode ser considerado como exemplo de indexação de salários, pelo menos do tipo proposto por Friedman, pois o sistema brasileiro não ajusta meramente salários ex post para a inflação passada, porém, ao invés disso, eleva-os com antecedência pela inflação futura esperada. Esta é a diferença fundamental com relação à proposta de Friedman, que é a de que os ajustamentos inflacionários devem ser sempre realizados ex post. Os brasileiros reduziram efetivamente a inflação com seu sistema de indexação, todavia isto se deve ao poder do governo de aplicar níveis de preço e salários consistentes com as políticas monetária e fiscal restritivas. Assim, o Brasil deve ser considerado mais propriamente como uma aplicação bem sucedida de controles seletivos de preços e salários, e não de indexação, durante a estabilização.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- [1] COLLIER, Robert P. — **Purchasing Power Bonds and Other Escalated Contracts**, Formosa: Taipei, ROC, Buffalo Book Co., 1969.
- [2] FELLNER, William — “The Controversial Issue of Comprehensive Indexation”; (mimeo).
- [3] FINCH, David — “Purchasing Power Guarantees for Deferred Payments” **International Monetary Fund Staff Papers**, fev., 1956.
- [4] FISCHER, Stanley — “The Demand for Index Bonds”, MIT: Department of Economics, Working Paper 132, 1974.
- [5] FISHLOW, Albert — “Indexing Brazilian Style: Inflation without Tears?” **Brookings Papers on Economic Activity**, 1974, 1.
- [6] FRIEDMAN, Milton — “Using Escalators to Help Fight Inflation”, **Fortune**, jul., 1974.
- [7] ————— — “Facing Inflation”, **Challenge**, nov., 1973.
- [8] GRAMLICH, Edward M. — “The Distributional Effects of Higher Unemployment” **Brookings Papers on Economic Activity**, 1974, 2.
- [9] GIERSCH, Herbert, et al. — **Essays on Inflation and Indexation**, Washington, D.C.: American Enterprise Institute, 1974.
- [10] HEIN, John — “A Note on the Use of Indexes Abroad”, **Journal of Finance**, 1969, pp. 546-53.
- [11] MORAG, Amotz — “For an Inflation-Proof Economy” **American Economic Review**, março, 1962, pp. 177-85.
- [12] Organization for Economic Development and Coordination, Committee on Financial Markets — **Indexation of Fixed Interest Securities**, Paris: OECD, 1973.

- [13] ROBSON, Peter — "Index-Linked Bonds", **Review of Economic Studies**, out., 1960, pp. 57-68.
- [14] SARNAT, Marshall — "Purchasing Power Risk, Portfolio Analysis and the Case for Index-Linked Bonds", **Journal of Money, Credit and Banking**, ago., 1973, pp. 36-45.
- [15] SIEGEL, Jeremy J. — "The Theory and Consequences of Contracting in Nominal Terms", University of Chicago: Graduate School of Business, mimeo, maio, 1974.
- [16] VEGA, Ramon — "Wage Escalator Clauses and Inflation: The Experience of Selected European", U.S. Treasury, mimeo., out., 1973.