

INFLAÇÃO

Amosia

Amostra

INFLAÇÃO

Ganhadores e Perdedores

**MARK BLYTH
NICOLÒ FRACCAROLI**



ALTA/CULT
EDITORA

Inflação

Copyright © 2026 STARLIN ALTA EDITORA E CONSULTORIA LTDA.

Alta Cult é uma Editora do Grupo Editorial Alta Books.

Copyright © 2025 by Mark Blyth and Nicolò Fraccaroli

ISBN: 978-85-508-2974-6

Translated from the original Inflation © 2025 by Mark Blyth and Nicolò Fraccaroli. ISBN 978-1-324-10614-2. All rights reserved. This Portuguese edition is a complete translation of the original, specially authorized by the original publisher, W. W. Norton & Company. PORTUGUESE language edition published by Starlin Alta Editora e Consultoria Eireli. Copyright © 2026 by STARLIN ALTA EDITORA E CONSULTORIA LTDA.

Impresso no Brasil – 1ª Edição, 2026 – Edição revisada conforme o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 2009.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

B648i
Blyth, Mark
Inflação: Ganhadores e Perdedores / Mark Blyth e Nicolò Fraccaroli. – Rio de Janeiro : Alta Cult, 2026.
296 p. : il. 15,7 x 23 cm.

Título original: *Inflation: A Guide for users and losers*
ISBN 978-85-508-2974-6

1. Inflação. 2. Política monetária. 3. Economia política. 4. Distribuição de renda. I. Título.

CDD 332.41

Índice para catálogo sistemático:

1. Valor do dinheiro / Inflação / Deflação / Estagnação / Fatores que influenciam a flutuação do valor – 332.41

Todos os direitos estão reservados e protegidos por Lei. Nenhuma parte deste livro, sem autorização prévia por escrito da editora, poderá ser reproduzida ou transmitida. A violação dos Direitos Autorais é crime estabelecido na Lei nº 610/98 e com punição de acordo com o artigo 184 do Código Penal.

O conteúdo desta obra fora formulado exclusivamente pelo(s) autor(es).

Marcas Registradas: Todos os termos mencionados e reconhecidos como Marca Registrada e/ou Comercial são de responsabilidade de seus proprietários. A editora informa não estar associada a nenhum produto e/ou fornecedor apresentado no livro.

Material de apoio e erratas: Se parte integrante da obra e/ou por real necessidade, no site da editora o leitor encontrará os materiais de apoio (download), errata e/ou quaisquer outros conteúdos aplicáveis à obra. Acesse o site www.altabooks.com.br e procure pelo título do livro desejado para ter acesso ao conteúdo.

Suporte Técnico: A obra é comercializada na forma em que está, sem direito a suporte técnico ou orientação pessoal/exclusiva ao leitor.

A editora não se responsabiliza pela manutenção, atualização e idioma dos sites, programas, materiais complementares ou similares referidos pelos autores nesta obra.

Produção Editorial: Grupo Editorial Alta Books

Diretor Editorial: Anderson Vieira

Editor da Obra: J. A. Ruggeri

Vendas Governamentais: Cristiane Mutus

Produtora da Obra: Tentáculos Editorial

Revisão Técnica: Carlos Bacci Jr.



Rua Viúva Cláudio, 291 – Bairro Industrial do Jacaré
CEP: 20.970-031 – Rio de Janeiro (RJ)
Tels.: (21) 3278-8069 / 3278-8419
www.altabooks.com.br – altabooks@altabooks.com.br
Ouvidoria: ouvidoria@altabooks.com.br



Mark dedica este livro à sua esposa, Jules, que de fato leu esta obra enquanto a escrevíamos, e à sua filha, Vivien, que talvez a leia um dia.

Nicolò dedica este livro a seus pais, Alba e Franco, e a seus irmãos, Cecilia e Pietro, pelo apoio contínuo e por serem a melhor família que alguém poderia desejar.

Amostra

AVISO LEGAL: Nicolò desenvolveu, juntamente com Mark, a ideia deste livro enquanto era pesquisador de pós-doutorado na Brown University e antes de ingressar no Grupo Banco Mundial como economista. As conclusões, interpretações e opiniões expressas neste livro são inteiramente de responsabilidade dos autores. Elas não refletem necessariamente as posições do BID – International Bank for Reconstruction and Development / Banco Mundial e de suas organizações afiliadas, nem as dos diretores executivos do Banco Mundial ou dos governos que eles representam.

Amostra

Sumário

INTRODUÇÃO	1
1. CINCO COISAS QUE NÃO CONTAM A VOCÊ SOBRE A INFLAÇÃO	14
2. POR QUE FAZEMOS O QUE FAZEMOS QUANDO HÁ INFLAÇÃO?	37
3. HISTÓRIAS DA INFLAÇÃO E A POLÍTICA DA CULPA	65
4. QUANDO A INFLAÇÃO SE TORNA HIPER	98
5. POR QUE NÃO PREVIMOS?	135
6. AS GUERRAS DA INFLAÇÃO SÃO GUERRAS DE CLASSE?	166
CONCLUSÃO	193
AGRADECIMENTOS	208
NOTAS	209
ÍNDICE	281

Amostra

INFLAÇÃO

Amosia

Amostra

INTRODUÇÃO

POR QUE PRECISAMOS REPENSAR O QUE AÇHAMOS QUE SABEMOS SOBRE A INFLAÇÃO?

Ouvimos opiniões que nos fazem sentir bem, em vez de ideias que nos fazem pensar com profundidade.¹

— Adam Grant

No verão de 2021, Nicolò Fraccaroli procurou Mark Blyth sugerindo que escrevessem juntos um livro sobre inflação. Mark perguntou de que serviria um livro assim. Eles poderiam escrever o tal, mas por quê? O que haveria para explicar que já não soubéssemos?

Ainda na década de 2010, Nic e Mark escreveram livros sobre austeridade,² a política de cortar gastos do governo, muitas vezes em meio a uma recessão, para fazer a recessão desaparecer. Depois de socorrer o sistema financeiro global em 2008, políticos e comentaristas logo passaram a se preocupar com os inevitáveis efeitos inflacionários de todo aquele “gasto” e, em 2010, argumentaram com sucesso a favor de uma política geral de cortes orçamentários para evitá-los. Ambos os livros basicamente diziam: “Isso não vai funcionar como eles pensam, e pode muito bem ser um desastre.” Uma década depois, após muita resistência, isso se tornou o consenso entre os economistas.³

Antes de a inflação recrudescer em 2021, os governos pareciam ter aprendido as lições da crise financeira e dos anos de austeridade de 2010 a 2016 e haviam

enfrentado a covid com uma impressionante rodada de gastos públicos. Então, quando a inflação — que definimos neste livro como “o aumento dos preços de bens e serviços ao longo do tempo” — surgiu no rastro da epidemia, a alegação de que a inflação precisava ser resultado de todo esse “gasto excessivo” ganhou tração instantaneamente. O economista Larry Summers afirmou, em um discurso na London School of Economics, que, devido ao gasto excessivo durante a pandemia, “precisamos de cinco anos de desemprego acima de 5% para conter a inflação — em outras palavras, precisamos de dois anos de desemprego a 7,5% ou cinco anos a 6% ou um ano a 10%”⁴ para reduzir a inflação. Argumentos como esse nos lembraram dos argumentos dos formuladores de políticas a favor da austeridade em 2010.⁵ Embora a resposta à covid inicialmente parecesse exatamente o oposto da austeridade, começamos a sentir que a história estava se repetindo. Em 2008 e 2009, gastar para combater a crise era a palavra de ordem. Em 2010, a austeridade era o único jogo em campo. Passamos a nos perguntar se a luta contra a inflação não seria, na verdade, apenas “austeridade por outros meios”, uma década depois.

Nossas suspeitas cresceram à medida que o debate a respeito das causas e das consequências da inflação se tornava mais acalorado ao longo de 2021. Economistas proeminentes discordavam veementemente sobre as causas da inflação. Não se tratava de uma discussão técnica entre acadêmicos em torres de marfim. Isso importava porque identificar os fatores causadores da inflação era fundamental para decidir o próximo passo: como *combater* a inflação. No início de 2022, uma estratégia específica de combate à inflação começou a receber muita atenção: a de que, como exemplifica a citação de Larry Summers acima, a única forma de impedir que os preços saíssem do controle seria provocar uma grande recessão econômica.

O raciocínio era o de que os bancos centrais precisariam elevar as taxas de juros, aumentando assim o custo do investimento e do serviço da dívida. Isso teria o efeito de destruir empregos conforme a economia desacelerasse, o que eliminaria a inflação. Caso contrário, as pessoas começariam a esperar que os preços continuassem subindo, e essa própria expectativa faria a inflação aumentar ainda mais, à medida que salários e preços passassem a se empurrar mutuamente

para cima em uma “espiral”. O desemprego é ruim, mas seria a única coisa capaz de impedir o desenvolvimento dessa “espiral salário-preço” da inflação, que é pior.

Assim como os cortes de gastos da austeridade foram retratados como a ressaca depois da festa de gastos que todos tivemos de suportar, agora “todo mundo” teria de sofrer⁶ essa recessão como o custo inevitável dos gastos excessivos com a covid. Isso também nos diziam ser a única solução. Se não cerrássemos os dentes e suportássemos essa recessão agora, provavelmente estaríamos a caminho de um pesadelo de hiperinflação como os que encontramos em lugares como Argentina, Venezuela, Zimbábue ou até mesmo a República de Weimar, na Alemanha, que supostamente abriu o caminho para o sucesso eleitoral de Hitler.

Para nós, esse refrão soava muito parecido com as alegações de “austeridade terapêutica” da década de 2010, que pediam que todos sofressem em nome do bem maior, mas das quais nenhum bem resultou. Esse argumento a favor da elevação das taxas de juros para combater a inflação ignorava o fato de que, assim como a austeridade, o aperto do cinto na forma de juros mais altos realmente só prejudica aqueles cujo cinto já está apertado desde o início. Ou seja, não sofremos todos igualmente com recessão e desemprego. Então, combater a inflação seria mesmo apenas “austeridade 2.0” — uma forma de “austeridade monetária”? A hiperinflação era realmente um risco que nossos governos estavam correndo? E era verdade que “não há alternativa” a não ser gerar intencionalmente uma recessão e desemprego para escapar da armadilha da inflação? Acabou se revelando que tínhamos muito mais a dizer do que imaginávamos inicialmente. “Quanto mais a gente olhava para isso”,⁷ como David Byrne, dos Talking Heads, disse certa vez, “mais as coisas saltavam aos olhos”.

Especificamente, todos somos ensinados que dinheiro demais causa inflação. Mas acontece que o velho ditado de Milton Friedman de que “a inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário”⁸ é verdadeiro apenas da mesma forma que “tiroteios são sempre e em todo lugar um fenômeno balístico”. É claro que não se pode ter um tiroteio sem balas, mas isso não diz por que ele aconteceu nem quem provavelmente seria atingido.

Além disso, toda a noção de que é necessária uma grande recessão para curar a inflação não apenas foi desmentida pelos acontecimentos recentes — a

inflação caiu enquanto o emprego e o crescimento aumentaram em muitos países, especialmente nos Estados Unidos. Mas também descobrimos em nossa pesquisa que esse pedaço de sabedoria convencional tem um apoio teórico e empírico surpreendentemente fraco. Como mostraremos, não existe uma relação direta entre inflação e desemprego, pela qual os bancos centrais possam trocar um “mal” pelo outro. Também constatamos que a noção de que as pessoas têm um tipo específico de “expectativa” sobre preços futuros que os bancos centrais podem usar para conduzir a economia é igualmente duvidosa. Por fim, se estimarmos o dano causado pela inflação às chances de vida das pessoas e o dano causado pelo desemprego, o prejuízo do desemprego supera o da inflação em uma proporção de seis para um.⁹ Estaríamos, então, nos prejudicando por meio de uma recessão autoimposta para alcançar um bem muito menor?

Aprofundando-nos ainda mais nessas questões, voltávamos repetidamente aos anos 1970, a última vez em que os países ricos do mundo enfrentaram uma grande inflação. O então presidente do Federal Reserve dos Estados Unidos, Paul Volcker, elevou as taxas de juros para provocar uma recessão massiva e as manteve altas até que a inflação recuasse. Mas e se as verdadeiras lições dos anos 1970 estivessem em outro lugar? E se a elevação promovida por Volcker tivesse sido, na verdade, excessiva e tardia? E se a inflação já estivesse caindo de qualquer forma e por razões totalmente diferentes? Se for assim, nossa política atual seria igualmente falha, mas (até agora) tivemos sorte?

Dado que Nic e Mark já tinham experiência prévia em desmontar o argumento a favor de recessões terapêuticas durante o período de austeridade entre 2010 e 2016, isso os levou a pensar que talvez, afinal, tivessem algo novo e relevante a dizer sobre esse tema. Havia outro elemento comum nos debates sobre inflação e austeridade. Em ambos os casos, os formuladores de políticas recorreram a “manuais econômicos” prontos, de prateleira, em suas respostas às duas crises, o que pode ser algo perigoso.

Se você assiste a futebol americano, sabe que jogadas-padrão do manual são muito úteis quando se quer agir rapidamente em uma situação familiar. Mas confiar nessas jogadas padrão também nos impede de enxergar soluções “fora do manual” que se ajustem melhor a territórios desconhecidos. Com a austeridade, o

manual econômico veio, em grande medida, dos anos 1920, e a jogada era “cortar os gastos públicos para gerar crescimento econômico”. Isso não funcionou pela simples razão de que, se todos nós (o Estado, as empresas e os consumidores) cortarmos gastos ao mesmo tempo, não haverá renda gerada da qual se possa poupar e, a partir disso, não haverá poupança para investir. Sem investimento, não pode haver crescimento¹⁰ — justamente aquilo que a austeridade, de forma paradoxal, tentava alcançar.

Em 2021, os formuladores de políticas lidaram com a inflação retornando a um manual escrito a partir da experiência dos anos 1970. Mas por que a solução política óbvia para um aumento maciço nos preços do gás natural e uma mudança na demanda de, digamos, restaurantes para “se vou ficar preso aqui no Zoom no futuro previsível, preciso de um sofá novo agora mesmo” (o que de fato enfrentamos em 2021) teria sido tornar mais caro o custo de tomar dinheiro emprestado — especialmente para aqueles que já estavam mais restritos em termos de crédito — está longe de ser claro. Isso, por sua vez, nos levou a pensar se o manual da inflação dos anos 1970 é mesmo correto. E, se não for, como ficamos presos a ele? Taxas de juros mais altas são realmente a melhor forma de lidar com preços em alta? Existem alternativas viáveis? Essa era a única jogada disponível no manual? Estávamos correndo o risco de provocar uma recessão — em meio ao avanço do populismo e da polarização política — sem um bom motivo?

Nos próximos capítulos, você encontrará as respostas para essas perguntas e muitas outras, com base nas evidências existentes de que dispomos, tanto das experiências passadas com inflação quanto das pesquisas mais recentes. Mostraremos, por exemplo, que as hiperinflações são, na verdade, a exceção, não a regra, e que o chamado gasto público excessivo pode, na melhor das hipóteses, explicar apenas uma pequena parte da história da inflação. Veremos que existem algumas alternativas às elevações de juros, mas, para enxergá-las, é preciso querer olhar além da luz do proverbial poste do bêbado.¹¹

O JOGO DO ELEFANTE: HISTÓRIAS SOBRE A INFLAÇÃO E A TRANSFERÊNCIA DE CULPA

A verdade é que sempre existem alternativas à elevação das taxas de juros; caso contrário, não estaríamos debatendo as causas da inflação. No fim de 2021, começamos a perceber que aqueles que discutiam as causas da inflação estavam, consciente ou inconscientemente, jogando uma versão do famoso “Jogo do Elefante”. O Jogo do Elefante é um truque mental de salão em que você imagina um grupo de indivíduos vendados, trancados em uma sala com um elefante estranhamente passivo. Cada um deles se aproxima do elefante por um ângulo diferente, tentando descobrir apenas pelo tato o que há à sua frente. Quem segura a tromba acha que é uma grande cobra. Quem esfrega a perna acha que é uma árvore. Só quando são libertados da escuridão é que veem o elefante como ele realmente é.

Passamos a nos interessar por que algumas pessoas têm tanta certeza de que estão diante de uma cobra, enquanto outras têm certeza de que estão diante de uma árvore. Ou seja, interessam-nos as diferentes histórias sobre a inflação que emergem, não apenas para explicar o fenômeno da inflação, mas também como armas políticas na disputa para transferir os custos da inflação para outra pessoa. Por que isso importa? A inflação cria vencedores (sim, existem alguns) e perdedores, além de abusadores. Como consequência, diferentes histórias sobre a inflação retratam diferentes heróis, vítimas e vilões, dizendo-nos quem causou o problema, quem será prejudicado por ele e, de forma crucial, quem terá de pagar a conta.

Mostraremos que há quatro histórias principais, ou gêneros, que dominaram o debate. Cada uma delas identifica um vilão diferente como responsável pela alta dos preços: o governo, os trabalhadores, as disrupções provocadas pela guerra na Ucrânia e pela covid, e as corporações gananciosas. Identificar um vilão não se trata apenas de culpar e envergonhar. Isso indica o que fazer para combater a inflação. Por exemplo, se o vilão é o governo, basta cortar seus gastos. Se o vilão são cadeias globais de suprimento enredadas, não está claro que cortar gastos ou elevar

juros faça alguma coisa para resolver esses problemas. Mas fazê-lo pode muito bem compensar certos grupos cujos ativos são prejudicados por esse tipo de choque.

Cada uma dessas histórias vem acompanhada de um conjunto diferente de políticas para trazer os preços de volta ao normal. Algumas delas concordam com o manual dos anos 1970 e defendem a criação de uma recessão. Outras propõem soluções alternativas, como controles de preços, que eram vistos como irremediavelmente heterodoxos quando o debate sobre a inflação começou, mas que mais tarde foram implementados por governos nem tão heterodoxos assim, sem grande alarde e com resultados mistos. Da mesma forma, desta vez, quando os bancos centrais elevaram os juros, eles de fato não conseguiram provocar uma recessão, e em muitos países o emprego aumentou, em vez de cair. Os bancos centrais celebraram o fato de terem provocado uma “deflação imaculada” (ou um “pouso suave”, como preferem chamar) sem causar uma recessão. Mas essa não era a jogada prevista no manual. Então, eles causaram o resultado ou apenas levaram o crédito por ele? Também temos algumas respostas para isso.

Tentaremos convencê-lo de que realmente não existe uma única história verdadeira e atemporal sobre a inflação. Em vez disso, queremos mostrar que algumas explicações são melhores do que outras, em casos específicos e em períodos específicos. Pode-se argumentar que os preços subiram devido aos gastos do governo ou dos lucros corporativos, mas isso talvez seja apenas a cauda ou a perna do elefante da inflação. Cada uma dessas histórias sobre a inflação é uma história parcial. Pode-se argumentar em prol da parcialidade simplesmente porque os protagonistas de determinadas histórias foram um pouco apressados ao tirar conclusões, em vez de esperar que evidências mais sólidas surgissem, o que pode ser verdade em alguns casos. Afinal, precisamos de algumas certezas, e consolidar a interpretação dominante do “que está acontecendo” e de “quem é o culpado” é uma parte importante da criação dessa certeza. Porém, como economistas políticos, também sabemos que interesses podem desempenhar um papel importante na formação de qualquer narrativa econômica.

Isso não é teoria da conspiração. Ninguém planejou intencionalmente uma inflação global. Mas, uma vez que essa inflação surgiu, alguns não viram apenas um problema. Viram também uma oportunidade.

Para um político de um partido de oposição, é conveniente culpar a inflação nos gastos imprudentes do governo incumbente. Se você é uma grande rede de supermercados, é conveniente atribuir os preços mais altos que cobra de seus clientes aos custos mais elevados de eletricidade e transporte. E é revelador que os bancos centrais defendam a necessidade de controlar salários (uma tarefa do governo) invocando o espectro de uma espiral salário-preço fora de controle, avançando rumo à hiperinflação, em vez de controlar preços (uma tarefa do banco central). Não se trata simplesmente de oportunismo e ganância. É apenas parte do jogo da inflação, um jogo cujas regras ficam ocultas para muitos em benefício de poucos. Uma dessas regras é que, embora a inflação seja prejudicial, ela também apresenta oportunidades para alguns. Essas oportunidades existem por causa de uma característica específica da inflação: ela cria vencedores, perdedores, usuários e, em alguns casos, abusadores.

OS VENCEDORES, PERDEDORES, USUÁRIOS E ABUSADORES DA INFLAÇÃO

Neste livro, queremos mostrar que a inflação não é aquilo que a maioria dos formuladores de políticas públicas — ou a maioria das pessoas — pensa que ela é. Em vez disso, a inflação tem múltiplas causas e tantas manifestações quanto. Ela também tem profundas implicações distributivas. Basicamente, a pergunta que deveríamos estar fazendo é: quem ganha e quem perde com a inflação? Não deixa de ser estranho pensar que existam “vencedores” ou “usuários” da inflação, pois somos repetidamente informados pela imprensa, por políticos e por banqueiros centrais de que ninguém se beneficia da inflação. Isso, no entanto, fica longe da verdade. Como veremos, algumas pessoas, algumas empresas e até alguns países certamente ganham com ela.

Pense na Arábia Saudita comprando os jogadores de futebol mais caros do mundo para iniciar uma liga profissional com os superlucros que obteve em 2021–23 com a alta dos preços do petróleo.¹² Isso exemplifica os vencedores da inflação, que se viram em situação melhor graças aos preços mais altos dos ativos que possuem e dos quais extraem renda. Mas também existem os usuários

da inflação. Esses são os comentaristas e políticos que usam a inflação, ou mais especificamente, determinadas narrativas sobre a inflação, como armas políticas. Eles utilizam essas histórias para nos convencer de que é o fator X, e não o Y, o causador da inflação e, portanto, a solução deve ser a política A, e não a B. Em outras palavras, a inflação tem custos reais, e os contadores de histórias não querem que sua base política pague esses custos. Assim, contam uma história que lhes permite transferir esses custos para outra pessoa.

Quando você começa a pensar na inflação como um problema de distribuição — quem recebe o quê, quando, onde e por quê —, fica claro por que a afirmação de que ninguém se beneficia da inflação é profundamente equivocada. Certamente existem os perdedores da inflação, e ela impõe custos reais a eles. Em um mundo de profundas desigualdades de renda, riqueza e oportunidades de vida, no qual, por exemplo, nos Estados Unidos, “aproximadamente 40% dos americanos têm dificuldade para pagar por alimentos, cuidados médicos, moradia e outros serviços básicos”,¹³ milhões de pessoas já enfrentavam dificuldades antes mesmo de a inflação desvalorizar ainda mais suas rendas. Para muitas pessoas, dois anos de inflação de 10% podem empurrá-las para a situação de rua. Para esses grupos, há razões claras pelas quais conter a inflação é uma prioridade. Mas pare por um momento e considere o seguinte.

Uma parte significativa do aperto de renda que observamos nos últimos anos foi composta por aumentos no custo dos combustíveis fósseis. Pensar sobre a inflação impulsionada pelos combustíveis fósseis nos mostra como os perdedores acabam sendo manipulados pelos vencedores e pelos usuários.

Como observado acima com o exemplo da liga de futebol saudita, a alta da inflação foi uma dádiva para as empresas de combustíveis fósseis e para as economias intensivas em carbono, que antes de 2022 vinham enfrentando pressões crescentes de governos, ativistas, investidores e consumidores para reduzir suas operações baseadas em carbono. Desde fevereiro de 2022, com o mundo enfrentando escassez de carbono devido ao embargo de fato do gás russo na Europa; à relutância da Arábia Saudita em bombear mais petróleo para manter os preços elevados; e às preocupações dos produtores de xisto dos EUA em gerar outro ciclo de “boom e colapso”, preços e lucros dispararam,¹⁴ especialmente no

período de 2021–23. E, com esse boom, esses países e empresas — e os políticos que eles financiam — passaram a reagir abertamente contra a transição verde de que o mundo inteiro precisa. Eles, como vencedores e abusadores da inflação, conseguiram transformar em arma a dor causada pela inflação para contestar os custos futuros da descarbonização em nome da inflação e da proteção dos perdedores, salvando assim seus ativos às custas de todos os demais. Em resumo, a inflação é um jogo de redistribuição de custos. Neste livro, mostramos como esse jogo é jogado.

Mostraremos quem ganhou e quem perdeu com a inflação, e quem se aproveitou dela. Também mostraremos por que muitas vezes é difícil identificar quem são os verdadeiros vencedores, enquanto os perdedores permanecem bastante claros. Mas, nesse cenário sombrio, há alguma esperança. Veremos que diferentes países vivenciaram inflações bastante distintas e que, em alguns países, os formuladores de políticas públicas de fato fizeram diferença. Governos — ou o Estado de forma mais ampla — podem transferir recursos dos vencedores e usuários para os perdedores. Eles podem e de fato (às vezes) redistribuíram os ganhos da inflação dos primeiros para aliviar o fardo dos segundos. Podem conter as ações dos abusadores da inflação. Argumentaremos que as guerras inflacionárias são, de fato, guerras de classe de um certo tipo, mas a boa notícia é que isso ocorre principalmente por omissão, e não por intenção deliberada, e que podemos fazer melhor se entendermos melhor a inflação — que é justamente o objetivo deste livro.

MAS A INFLAÇÃO NÃO ESTÁ DESAPARECENDO? O PROBLEMA DO “ÔNIBUS DE LONDRES”

Na verdade, não achamos que ela esteja desaparecendo. Antecipando um pouco, argumentamos que, na maior parte do tempo, as inflações são causadas por choques de oferta. Os preços do petróleo sobem, os preços do trigo aumentam, as cadeias de suprimentos entram em colapso. Esse tipo de coisa. No entanto, como discutiremos em detalhe mais adiante, a maioria das nossas ideias convencionais sobre inflação se concentra em desequilíbrios no mercado de trabalho ou no

crescimento da oferta de moeda. Isso cria um problema, porque, se você estiver atento ao aumento acelerado dos salários e a políticas monetárias frouxas, acabará minimizando os efeitos dos choques de oferta e das empresas ansiosas por proteger (e ampliar, sempre que possível) seus lucros. Isso será um problema se pudermos razoavelmente esperar mais choques desse tipo no futuro — e acreditamos que podemos.

Chegamos a essa conclusão ao desenvolver uma compreensão diferente dos anos 1970, o período que embasa grande parte do nosso pensamento sobre inflação. Nossa versão enfatiza os choques de oferta, em vez dos fatores monetários, e disso extraímos uma lição preocupante. Sim, este episódio específico de inflação pode estar perdendo força, mas não será o último. Em uma economia global fortemente interligada, na qual os efeitos, por exemplo, das mudanças climáticas sobre as cadeias alimentares e as cadeias de suprimento agrícola estão apenas começando a ser sentidos, provavelmente podemos esperar mais choques desse tipo no futuro.

Como discutimos de forma mais aprofundada na conclusão, se somarmos os efeitos das mudanças climáticas sobre os custos de seguros; o aumento das tensões geopolíticas que resultam em tarifas e sanções; e o crescimento do nacionalismo, levando a maior protecionismo, podemos estar caminhando para um mundo caracterizado pelo modelo do “ônibus de Londres” da inflação. Ou seja, não aparece nenhum por um longo tempo e, de repente, todos aparecem de uma vez, batendo uns nos outros e tornando as coisas cumulativamente piores. É por isso que você deve ler este livro sobre inflação agora. O que vimos de 2021–25 foi uma amostra do novo normal. Estamos voltando a um mundo mais inflacionário, mas não pelas razões que você costuma ouvir nos jornais e dos comentaristas. Para sobreviver a esse futuro, precisamos pensar sobre a inflação de maneira diferente.

O RESTANTE DESTES LIVRO

No primeiro capítulo, contamos cinco coisas que não costumam lhe dizer sobre a inflação. Começamos detalhando diferentes tipos de inflação — a boa, a ruim e a terrível — e, em seguida, mostramos como as medidas de inflação são construídas

e por que o velho ditado “entra linguíça, sai linguíça” realmente se aplica aqui. Discutimos o que é um índice de inflação; como ele é elaborado; as coisas surpreendentes que ele mede e as que não mede, como habitação [algo que pode variar entre os países]; e por que toda essa estatística aparentemente obscura é importante. Em suma, o que importa é aquilo que entra nessa conta; não existe uma medida “verdadeira” de inflação por aí, e a política desempenha um papel importante na decisão sobre o que é e o que não é inflação.

O segundo capítulo pergunta por que sempre recorremos às taxas de juros como forma de combater a inflação. Revisamos o que elevar as taxas de juros fez — e, de maneira crucial, o que não fez — no passado, e examinamos políticas alternativas aos aumentos de juros. Discutimos por que, entre essas alternativas, as políticas de controle de preços aplicadas para conter a inflação nos anos 1970 são vistas como um fracasso, e como esses controles de preços se saíram desta vez em economias tão diversas quanto Espanha, Hungria, Alemanha e Escócia.

O terceiro capítulo detalha as várias narrativas sobre a inflação que tentam explicar o que a causa, quem é o culpado e quem precisa pagar por ela. Argumentamos que existem quatro grandes gêneros que veem o responsável pela inflação no estímulo fiscal do governo, nas reivindicações dos trabalhadores por salários mais altos, nos choques de oferta ou nas empresas gananciosas ampliando seus lucros. Cada um aponta o dedo da culpa em uma direção diferente, com soluções e implicações correspondentemente distintas.

O quarto capítulo discute quão provável é que inflações como a nossa entrem em uma espiral que leve a um colapso social efetivo na forma de hiperinflação. Discutimos o que a hiperinflação é e o que não é, analisando em detalhe os casos da Venezuela, do Zimbábue, da Argentina e da Alemanha do período entre guerras. Chegamos à conclusão tranquilizadora de que a hiperinflação é muito rara, apesar da frequência com que é usada para marcar pontos retóricos ou políticos.

O quinto capítulo pergunta: por que não vimos essa inflação chegando? Este capítulo começa estabelecendo o que chamamos de a “história consolidada” dos anos 1970 na economia, que forma a base do nosso atual manual de combate à inflação. Usamos duas lentes para analisar essa história: a suposta “queda” da famosa “curva” do professor Phillips, um arcabouço popular para interpretar

mudanças na inflação, pelas mãos de economistas do mainstream nos anos 1970 e 1980 — apesar do fato de que ainda a usamos hoje como estrutura para compreender a inflação; e a ascensão dos bancos centrais independentes como parte do novo regime de estabilidade de preços que foi construído em reação à inflação dos anos 1970. Em seguida, discutimos as ideias centrais do novo regime de estabilidade de preços que foi construído nos anos 1980 e 1990. Este capítulo destaca como essa história consolidada moldou profundamente nossas ideias sobre o que é a inflação, como lidar com ela e por que não a vimos chegando.

O sexto capítulo pergunta: as guerras inflacionárias são guerras de classe? Tendo detalhado o que a inflação é, de onde ela veio, como pensamos sobre ela e, de maneira crucial, por que pensamos assim, agora mergulhamos nas questões distributivas centrais em jogo. Aqui, extraímos o essencial das narrativas rivais sobre a inflação para detalhar quem ganha, quem perde, quem usa a inflação para proteger seus lucros e quem usa a inflação para abusar dos outros na forma de busca predatória por rendas.

Ao olhar de forma mais crítica para a inflação, respondemos a muitas das perguntas com as quais começamos. Mas isso também suscitou novas questões que valem a pena considerar, e é isso que fazemos na conclusão. Nosso futuro será mais inflacionário? Ou essa inflação é apenas um evento pontual, e estamos prestes a retornar a um mundo de baixa inflação? Apresentamos dois futuros possíveis — um de retorno à baixa inflação devido a forças deflacionárias na economia global, e outro de inflação estruturalmente mais alta daqui para frente. Embora vejamos o momento atual principalmente como um choque do lado da oferta que irá se dissipar, argumentamos que a inflação não voltará aos níveis extremamente baixos de que desfrutamos durante grande parte dos últimos trinta anos. Em vez disso, sugerimos por que um nível estruturalmente mais alto de inflação pode estar reservado para nós no futuro e, se for esse o caso, o que deveríamos fazer para nos preparar para esse mundo. Mas, para começar, vamos mergulhar no que é a inflação e em como sabemos que estamos vivendo uma.

CINCO COISAS QUE NÃO CONTAM A VOCÊ SOBRE A INFLAÇÃO

O único homem que conheço que se comporta de maneira sensata é o meu alfaiate; ele tirava minhas medidas novamente toda vez que me via, enquanto todos os outros continuavam usando as medidas antigas e esperavam que elas servissem.¹

— George Bernard Shaw, *Homem e Super-homem*

NÚMERO 1: EXISTEM DIFERENTES TIPOS DE INFLAÇÃO: A BOA, A RUIM E A TERRÍVEL

Então, vamos começar nossa jornada para entender o que é a inflação, por que ela (frequentemente) não é o que parece ser e por que nossas explicações sobre a inflação são, na melhor das hipóteses, limitadas. Vamos começar por como saberíamos que estamos no meio de uma inflação, em vez de em uma situação em que alguns preços particularmente chamativos (aluguéis, combustível, imóveis) estão subindo sem afetar todo o resto. Para entender isso, primeiro precisamos definir o que é inflação.

Inflação é um aumento geral e sustentado do nível médio de preços. Mas vamos aprofundar o que isso realmente significa. Você pode pensar que temos inflação quando os preços estão altos demais. Mas isso levanta a pergunta: altos em relação

a quê? Os preços são muito altos na Suíça, por exemplo, um país com inflação muito baixa (1,4% em junho de 2024).² Para usar um exemplo comum, na Suíça um Big Mac custa cerca de US\$6,00. Na Turquia, onde a inflação ultrapassou 75% em maio de 2024, os Big Macs ainda são muito mais baratos e custam cerca de US\$2,60. Então, qual deles é caro?

O ponto-chave a entender aqui é que a inflação não diz respeito, de fato, a quão relativamente caras as coisas são, mas a como seus preços estão mudando. Falamos de *inflação* sempre que os preços estão subindo e de *deflação* quando os preços estão caindo. Se a inflação anual é de 10%, isso significa que, se você pagou US\$1,00 por um café no ano passado, neste ano provavelmente pagará US\$1,10. Ao focar as mudanças, a inflação nos dá um retrato do nosso poder de compra, que, no caso dessa xícara de café, acabou de cair 10%. Da mesma forma, você provavelmente já adivinhou que os Big Macs na Suíça³ custam mais porque as pessoas recebem salários mais altos lá do que na Turquia. Mas, se supusermos que os salários permaneçam constantes e que ambos os países enfrentem, digamos, 100% de inflação, então consumidores suíços e turcos enfrentarão um aumento semelhante no preço de seus McDonald's, mesmo que isso signifique US\$12,00 para os suíços e US\$5,20 para os turcos. Qual deles é mais atingido por isso é uma questão bem diferente.

Em suma, o que realmente importa quando falamos de inflação é *o quanto, quão rapidamente e com que abrangência* os preços estão mudando. O “quanto” se refere à magnitude da mudança. Podemos nem perceber se os preços aumentarem de 1–2% de um ano para o outro, mas certamente ficaremos preocupados se os preços dobrarem em um ano. Também nos importamos com a *rapidez* com que a inflação aumenta em relação aos nossos salários. Pelo menos em teoria, se o preço do combustível dobrar, mas nossos salários também dobrarem, não ficaríamos tão alarmados, pois isso seria, como dizem os economistas, uma mudança “nominal”, e não “real”.⁴ Os números mudaram, mas a relação entre salários e preços não. Ainda assim, como discutiremos em breve, as pessoas frequentemente confundem mudanças nominais e reais, o que faz com que os efeitos reais da inflação sejam diferentes da nossa percepção subjetiva sobre ela.⁵

No entanto, se a velocidade da mudança não chamar sua atenção, a *abragência* chamará. A inflação só é inflação — e só é realmente um problema — quando afeta muitos dos itens que consumimos ao mesmo tempo. Lembre-se: inflação é um aumento do nível geral de preços em média. A palavra “média” é importante aqui. Por exemplo, se a carne bovina do hambúrguer na Turquia ficar cara demais, os consumidores sempre podem trocar por frango ou cordeiro. O problema surge quando a inflação afeta todos os itens e você não consegue substituir. É por isso que nos importamos com a *abragência* da inflação e por que ela é mais bem definida como um movimento geral de alta no nível médio de preços. Com base nessa percepção e, possivelmente, inspirado pelos filmes de faroeste spaghetti de Sergio Leone, o presidente do Banco da Itália (então membro do conselho do Banco Central Europeu), Fabio Panetta, definiu de forma útil três tipos de inflação: a boa, a ruim e a terrível.⁶

A inflação pode, de fato, ser *boa* se for moderada. Preços moderadamente mais altos geralmente são um sinal de uma economia em crescimento, na qual os salários, ao menos em teoria, aumentam em linha com a produtividade dos trabalhadores. Em um mundo assim, mesmo que os preços subam, os salários acompanham, e as pessoas conseguem comprar a mesma quantidade de bens, senão mais. Por esse motivo, o objetivo da maioria dos bancos centrais,⁷ incluindo o Federal Reserve dos EUA e o Banco Central Europeu, não é reduzir a inflação a qualquer custo, mas sim manter uma taxa de inflação estável e positiva, geralmente em torno de 2%.

A inflação *ruim* decorre de choques negativos de oferta que empurram os preços para cima e deprimem a economia. Foi isso que enfrentamos recentemente quando, por exemplo, os fechamentos causados pela covid e a guerra entre a Rússia e a Ucrânia reduziram drasticamente a disponibilidade de bens e a oferta de petróleo, o que elevou de forma acentuada tanto os preços ao consumidor quanto os preços de energia. Esse tipo de inflação é considerado ruim porque não afeta apenas o próprio bem, petróleo ou gás, mas também se espalha para os preços de outros itens relacionados, comprimindo ainda mais as rendas. No entanto, a inflação ainda não é *terrível* enquanto os preços retornarem aos níveis normais

assim que o choque se dissipar, neste caso quando fontes substitutas de energia forem encontradas ou quando as cadeias de suprimento forem redirecionadas.

Pelo menos em teoria, a inflação se torna *terrível* quando, para usar a linguagem da economia, as “expectativas” de inflação se “desancoram”. Falaremos muito mais sobre isso adiante, mas basicamente descreve uma situação em que as pessoas continuam esperando que os preços subam porque eles já subiram e, diante dessa expectativa, as empresas elevam seus preços de forma antecipatória, gerando inflação no processo. Os preços, como dizem os economistas, “perderam sua âncora”. Se isso acontece, a teoria econômica prevê que as pessoas comprarão itens agora em vez de amanhã,⁸ porque esperam que esses itens custem mais amanhã. Elas também pedirão salários mais altos para lidar com esses preços futuros mais elevados que esperam. Ao fazer isso, porém, tanto a demanda quanto os salários sobem, levando as empresas a cobrar preços mais altos por sua oferta limitada de bens, que também se torna mais cara para elas porque precisam pagar salários mais altos. E assim, preços e salários passam a se empurrar mutuamente para cima em um ciclo.

Essa situação é muito difícil de escapar. Mas, como veremos no capítulo 4, ela também é um evento muito raro. A inflação vivenciada nos EUA e na UE de 2021 a 2024 não foi impulsionada por uma “espiral salários-preços”.⁹ Além disso, parece que, especialmente nos Estados Unidos, tanto a economia quanto o emprego cresceram enquanto as taxas de juros foram elevadas, e ainda assim as expectativas permaneceram estáveis. Isso, como veremos mais adiante, não está de acordo com a teoria de que a inflação é causada pelo desancoramento das expectativas das pessoas em relação aos movimentos futuros de preços. Mas isso sugere que é importante saber que tipo de inflação estamos enfrentando, já que cada tipo aponta para respostas de política muito diferentes. Então, como saberíamos que tipo estamos enfrentando? Para entender isso, precisamos ver como a inflação é medida.

NÚMERO 2: COMO A INFLAÇÃO É MEDIDA

O Federal Reserve dos EUA define inflação como “o aumento dos preços de bens e serviços ao longo do tempo”. Ele nos lembra que a inflação “não pode ser medida por um aumento no custo de um produto ou serviço, ou mesmo de vários produtos ou serviços. Em vez disso, a inflação é um aumento generalizado do nível geral de preços dos bens e serviços na economia”.¹⁰ O Fed monitora a inflação observando diferentes “índices de preços”. Índices de preços são construções estatísticas que somam itens com preços distintos, atribuem pesos conforme sua importância relativa e os comparam a algum ponto no tempo ou nível de preços. O Fed pode então “monitorar o índice” ao longo do tempo para nos dar um panorama geral de como esse nível geral de preços está se movendo. Embora existam muitos índices de preços possíveis que o Fed pode usar, o Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC, na sigla em inglês), o principal órgão dirigente do banco central, concentra-se principalmente em um desses índices, o índice de preços de Personal Consumption Expenditures (PCE) [Despesas de Consumo Pessoal. O PCE é uma medida dos preços de bens e serviços comprados pelos consumidores nos Estados Unidos, e é preparado pelo Bureau of Economic Analysis. Ele é preferido em relação a outros índices porque cobre uma ampla gama de categorias de gastos, é atualizado com mais frequência¹¹ e, segundo o Fed, se ajusta melhor ao duplo mandato¹² do banco central de alcançar estabilidade de preços e pleno emprego. Ainda assim, o Fed também monitora o Consumer Price Index (CPI), que é muito semelhante ao PCE, mas em geral registra taxas de inflação mais altas do que o PCE devido às diferentes formas (diferentes fórmulas, pesos e escopo, entre outras coisas) pelas quais são medidos.

Os dados usados para construir o índice CPI nos Estados Unidos são coletados pelo Bureau of Labor Statistics por meio de uma pesquisa mensal que mede os preços de uma cesta de oitenta mil bens e serviços que representam o que os americanos compram no dia a dia.¹³ Essa cesta inclui, entre outras coisas, o custo de uma maçã, o preço da gasolina, a tarifa de TV a cabo (mesmo que praticamente ninguém mais tenha TV a cabo), bem como o custo de