

No final de 1993 a economia brasileira permanecia em profundo desequilíbrio macroeconômico. Esta instabilidade, que se desencadeou em 1979, caracterizava-se pela alta inflação, pela alta taxa de juros e pelo desemprego generalizado. Apenas o balanço de pagamentos estava equilibrado, graças à desvalorização do câmbio de 1983, mantida nos dez anos seguintes. Os elevados superávits comerciais que se obtêm nesse período e a negociação da dívida nos termos do Plano Brady sugeriam que o problema da dívida externa estava sendo solucionado. Neste capítulo, e nos próximos três, examinarei o problema do equilíbrio macroeconômico do Brasil durante os anos 1990 e início dos anos 2000, concentrando a atenção nos quatro grandes preços de qualquer economia: (1) no capítulo 15, a taxa de inflação, ou variação nominal dos preços dos bens e serviços, que no Brasil havia se tornado inercial, independente do nível de demanda, e que afinal é vencida com o uso da teoria inercial da inflação; (2) no capítulo 16, a taxa de salários, que cai relativamente aos lucros desde os anos 1980, produzindo-se forte concentração de renda; (3) no capítulo 17, a taxa de câmbio, que se valoriza depois da estabilização dos preços, em 1994, restabelecendo-se o desequilíbrio externo ao mesmo tempo que a economia continua semi-estagnada; e (4) no capítulo 18, a taxa de juros, que se mantém em todo o período elevadíssima, agravando o desequilíbrio fiscal e impedindo a retomada dos investimentos e do desenvolvimento. Neste capítulo começarei pela inflação inercial.

Quando, no início de 1985, completou-se a transição democrática, o Brasil estava imerso em uma crise econômica, mas não se dava conta da sua gravidade. Sabia-se da sua existência desde o início da década, mas seu diagnóstico era impreciso e parcial. Só se percebiam seus aspectos mais aparentes: a crise da dívida externa e a alta inflação, na época já em torno de 5% ao mês. A inflação apenas se tornou alta e crônica nos anos 1980. Uma primeira aceleração da inflação ocorrera nos governos Kubitschek e João Goulart, mas foi controlada em seguida. Durante os anos 1970 a inflação esteve em torno de 50% ao ano. Em 1979, o segundo choque do petróleo e os erros de política econômica que então foram cometidos elevaram o patamar de inflação para 100%, nível em que permaneceu por três anos. Em 1983, com a des-

valorização da moeda nacional, elevou-se para 200%, que correspondia a cerca de 5% ao mês, mantendo esse nível pelos três anos seguintes.

A Nova República começou em 1985 com grandes esperanças. O fracasso do Plano Cruzado levou a inflação para um novo patamar de aproximadamente 600%. Em meio à crise sem precedentes causada pelo colapso do Cruzado, que também marcou o fim do Pacto Popular-Democrático, que presidira a transição democrática, assumi o Ministério da Fazenda e fui responsável por um plano provisório de estabilização que ficou com meu nome, Plano Bresser. Demiti-me sete meses e meio depois, diante da impossibilidade de levar adiante qualquer política de reforma tributária e ajuste fiscal. A política ortodoxa do “feijão com arroz” tentada por meu sucessor, Maílson da Nóbrega, assim como o novo congelamento de 1988, o Plano Verão, não lograram resultados. Em março de 1990, último mês do governo Sarney, a inflação atingiu 72%, caracterizando-se um quadro de hiperinflação.

Com a eleição de Fernando Collor de Mello começa um novo período na história do país, marcado pela dominância da onda liberal que vinha do hemisfério Norte. Entretanto, por ignorar o caráter inercial da inflação brasileira, o Plano Collor, seguido pelo Plano Eris, rigorosamente ortodoxos, o primeiro capturando 70% das poupanças financeiras do setor privado, o segundo controlando rigidamente a moeda, fracassam logo em seguida, para perplexidade daqueles que o apoiaram.¹ Como fracassará, em seguida, em 1992, outro plano ortodoxo, pateticamente monetarista, desta vez formalmente patrocinado pelo FMI.²

Só em setembro de 1993 a esperança de controlar a inflação ressurgiu, quando uma parte dos economistas que haviam desenvolvido a teoria da inflação inercial volta ao governo, e o Plano Real começa a ser delineado.³

¹ O Plano Eris foi, na verdade, uma continuação do Plano Collor. O nome se deve ao presidente do Banco Central, Ibrahim Eris, que liderou o forte aperto monetário de então, sob aplauso do FMI. Para uma análise das razões do fracasso do plano, essencialmente porque seus formuladores não sabiam o que era a inflação inercial, ver Bresser-Pereira e Nakano, 1990. O *paper* foi escrito em maio de 1990, quando havia uma espécie de “consenso” de que o plano teria êxito devido a seu caráter duro e ortodoxo e ao apoio dos técnicos do FMI e do Banco Mundial, que visitamos no início de julho de 1990, logo após termos apresentado nosso *paper* no seminário workshop *Economic problems of the 1990's* (Knoxville: University of Tennessee, 30 de junho 1990). Naquele momento esses técnicos voltaram a nos afirmar sua confiança de que o plano seria bem sucedido, revelando patética incompetência.

² O ministro é então Márcilio Marques Moreira. Em sua equipe está Armínio Fraga.

³ Estamos agora no governo Itamar Franco. Fernando Henrique Cardoso é o ministro da Fazenda. Sucessivamente aceitam participar de sua administração três formuladores da

A alta inflação que começou no Brasil no início dos anos 1980, quando se principia sua medição mês a mês e não mais por ano, deixou sempre os melhores economistas ortodoxos, monetaristas, perplexos. O forte ajuste fiscal de 1983 havia levado o déficit público para perto de zero, mas não havia logrado a estabilização dos preços. Lembro-me bem de meu amigo Affonso Celso Pastore — um dos melhores economistas neoclássicos do país — dizer-me, no final de 1984, quando era presidente do Banco Central: “Bresser, não entendo o que está acontecendo. Já fiz tudo para derrubar a inflação e ela não cai!” Minha resposta foi imediata: “Não cai porque é uma inflação inercial. Se você houvesse lido os dois artigos que lhe dei no ano passado, você compreenderia melhor o que está acontecendo e o que é preciso fazer para acabar com esse tipo de inflação”.⁴

De fato, nós — economistas neo-estruturalistas ou novo-desenvolvimentistas — tínhamos uma nova teoria para explicar a inflação no Brasil. Essa teoria, que surgira na América Latina no início dos anos 1980 — a teoria da inflação autônoma ou inercial — não apenas decifrava um quebra-cabeça importante, mas, adicionalmente, sugeria que a solução do problema, embora difícil, não era tão custosa quanto a teoria econômica ortodoxa pretendia. Eu e meu companheiro de estudos Yoshiaki Nakano tivemos uma participação direta no desenvolvimento dessas novas idéias.

Minhas próprias idéias sobre a inflação tinham origem em Ignácio Rangel e nas suas idéias sobre a inflação de custos ou administrada, e ainda na identificação que ele fez da inflação.⁵ Essas idéias eram revolucionárias. Explicavam como era possível conviverem, como aconteceu já em 1963, quando o

teoria da inflação inercial: os economistas neo-estruturalistas da PUC do Rio de Janeiro Edmar Bacha, André Lara Resende e Pérsio Arida. Quando o último é nomeado presidente do BNDES, leva para o governo o modelo de neutralização da inércia que 10 anos antes havia formulado com Resende (e que ele me descreveu no dia anterior a ser convidado para a Presidência do BNDES). Outro economista da PUC, Gustavo Franco, que depois seria presidente do Banco Central, teve papel importante na implementação, não na formulação do plano.

⁴ Referia-me a “Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação” (1983), e a “Política administrativa de controle da inflação” (1984a), os dois artigos básicos sobre a inércia inflacionária que havia escrito com Yoshiaki Nakano, e que foram publicados ainda em 1984, em Bresser-Pereira e Nakano, 1984b.

⁵ As idéias de Rangel estão referidas na seção “Inflação de custos ao invés de demanda” do capítulo 5 deste livro. Este capítulo pertence à 1ª edição (1968), quando eu não havia ainda começado a pensar no problema da inércia.

livro foi publicado, recessão e inflação. Rangel descobrira uma especificidade das situações de alta inflação que a teoria econômica convencional, fosse ela monetarista ou keynesiana, não explicava. Além disto, Rangel dera um passo decisivo na compreensão das relações entre a inflação e a moeda, ao aprofundar a idéia estruturalista de que a oferta de moeda é endógena, passiva. Não era o aumento da quantidade de moeda que explicava a inflação, mas era o aumento desta, provocada pelo poder de monopólio e pela necessidade de reduzir as crises cíclicas, que induzia o aumento da oferta monetária. Alguns anos mais tarde, lendo uma resenha das idéias sobre moeda endógena,⁶ verificaria que nenhum economista dos países centrais escrevera com tanta firmeza e clareza sobre o assunto antes de Rangel, embora vários deles, como Wickel, Keynes, Schumpeter e Joan Robinson houvessem insinuado a idéia.

Durante os anos 1960 e 1970 adotei basicamente essa visão da inflação. Acrescentei apenas a idéia, já então conhecida, de que o conflito distributivo tinha um papel essencial na explicação do processo inflacionário. Entretanto, durante a década de 1970, após a crise do petróleo, surgira um fato histórico novo nas economias desenvolvidas: a estagflação. As economias centrais viam suas taxas de inflação aumentarem enquanto entravam ou permaneciam em recessão. O mesmo fenômeno que Rangel estudara e explicara dez anos antes, examinando a economia brasileira, repetia-se agora em nível mundial. A estagflação teve, nos países centrais, a conseqüência perversa de minar as teorias keynesianas de inflação, que foram substituídas por teorias monetaristas baseadas nas expectativas dos agentes econômicos — expectativas que então se haviam transformado em um instrumento mágico que dava uma resposta a todos os problemas mal resolvidos pelos economistas.

INÉRCIA INFLACIONÁRIA DETECTADA

Havia, entretanto, um fato que nem as teorias convencionais, nem a teoria de Rangel explicavam: a estabilidade da inflação em determinados patamares. Este fenômeno era universal, embora fosse particularmente visível na economia brasileira. Durante quase todos os anos 1970, por exemplo, a inflação permaneceu relativamente estabilizada em torno de 40% ao ano. Em 1979 mudou de patamar e permaneceu estável em torno de 100% ao ano. Por quê? As teorias monetaristas eram claramente insatisfatórias e as keyne-

⁶ Merkin, 1982.

sianas haviam perdido poder explicativo com a estagflação. O estruturalismo era uma explicação limitada, já que os pontos de estrangulamento na oferta de bens agrícolas revelavam-se menos importantes do que pareciam. E as idéias de Rangel, embora esclarecedoras, explicavam uma dinâmica de aceleração e desaceleração da inflação, mas não explicavam porque a inflação mantinha-se estável por vários anos em um mesmo patamar, independentemente da demanda e da oferta, independentemente, portanto, do mercado.

Em 1980, depois de ter visto a inflação dar um salto, passando de 50% para 100% ao ano, e em seguida estabilizar-se nesse nível, em um processo claramente independente da demanda, tive uma intuição. O fato de que a inflação administrada ou de custos tendia a generalizar-se nas economias modernas, caracterizadas por um capitalismo oligopolista ou tecnoburocrático, em que o Estado desempenhava um papel econômico fundamental, não era uma explicação suficiente para o fenômeno. Havia um problema adicional e básico: a defasagem nos aumentos de preços das empresas, que levava ao repasse automático dos aumentos de custos para preços, independentemente da demanda. Conforme escrevi no ano seguinte:

As elevações de custos e preços não ocorrem todas ao mesmo tempo em todas as empresas. Elas ocorrem alternadamente, em uma e outra empresa. Este fato é decisivo. Suponhamos três empresas, A, B e C, no sistema. Se estas três empresas aplicam rigorosa e alternadamente a política de margem fixa sobre o custo, a taxa de inflação, uma vez iniciada, torna-se permanente. A combinação de margem fixa sobre o custo com mudanças alternadas de preços não leva necessariamente a um aumento da taxa de inflação, mas à manutenção dos níveis de inflação em um determinado patamar.⁷

Creio que essa é a primeira formulação da teoria da inércia inflacionária no Brasil. Não posso afirmar que essa idéia óbvia tenha me ocorrido de forma totalmente independente. Na teoria estruturalista da inflação de Noyola (1956) e Sunkel (1958) já havia a idéia do processo de propagação de um aumento inicial de preços.⁸ Por outro lado, Mário Henrique Simonsen (1970), em um estudo pioneiro sobre inflação, havia falado sobre a “realimentação inflacionária”. Nem os estruturalistas, nem Simonsen, entretanto, usaram a

⁷ Bresser-Pereira, 1981a: 17.

⁸ Noyola, 1956; Sunkel, 1958; Simonsen, 1970.

idéia de aumentos defasados de preços baseados no conflito distributivo, ou seja, na luta dos agentes econômicos para manter sua participação na renda, para explicar a estagflação das economias centrais e da economia brasileira. No modelo eclético de Simonsen, a realimentação era apenas um fator a ser combinado com os fatores monetários e de demanda.⁹

Entretanto, só logrei uma compreensão mais geral e ampla da inflação a partir dos trabalhos que escrevi em seguida com Nakano. Seu primeiro artigo sobre o tema, de 1982, mostrava porque a inflação brasileira de então não era de demanda, havendo compatibilidade entre recessão e inflação.¹⁰ Em seguida escrevemos juntos um artigo teórico sobre a inflação, “Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação” (1983). Com ele, afinal, tínhamos uma exposição sistemática e formal da teoria da inflação inercial.¹¹

Naquela época, os economistas da PUC do Rio de Janeiro, particularmente Francisco (Chico) Lopes, André Lara Resende, Pérsio Arida e Edmar Bacha estavam também desenvolvendo suas idéias sobre o assunto, mas não haviam ainda escrito um trabalho sistemático sobre a inércia inflacionária.¹² Depois de escreverem artigos refutando a aplicabilidade à economia brasileira da curva de Philips, que relaciona inversamente desemprego e inflação e atribui implicitamente a inflação ao excesso de demanda, esses economistas estavam então escrevendo trabalhos sobre a indexação dos salários, que serviriam de base para suas próprias visões da inércia inflacionária. Entretanto, não haviam até então produzido uma visão clara e sistemática da própria inflação inercial. Desta forma, Nakano e eu, ao escrevermos sobre o tema, avançáva-

⁹ Nenhuma idéia é realmente nova neste mundo. Muitos anos depois eu descobriria que, em 1972, Felipe Pazos havia publicado um livro nos Estados Unidos, *Chronic Inflation*, no qual já estavam presentes muitas das idéias sobre a inflação autônoma ou inercial. Naquele momento, entretanto, as idéias que usei, primeiro para minhas aulas na FGV e depois no artigo, pareciam-me uma descoberta extraordinária, iluminadora, ainda que estivessem em embrião. Em alguns momentos em minha vida eu me senti entusiasmado com uma idéia. Aquele era um desses momentos. Afinal eu começava a decifrar o mistério da estagflação e das altas inflações.

¹⁰ Nakano, 1982.

¹¹ Bresser-Pereira e Nakano, 1983.

¹² O primeiro trabalho sistemático sobre a inércia, produzido na PUC do Rio de Janeiro, foi escrito por Chico Lopes. Ele, que entrara em conflito teórico com seus colegas da PUC, André e Pérsio, ao optar por um congelamento no final de 1984, chegou a um acordo com seus colegas, e apresentou no congresso da Anpec, em dezembro, um maravilhoso artigo sobre a inflação inercial (Lopes, 1984b).

mos por caminhos desconhecidos. Nossa formação estruturalista, sem dúvida, ajudava-nos. Permitia que não ficássemos amarrados às idéias convencionais sobre a inflação, de origem keynesiana e monetarista, mas isto era tudo.

Nosso objetivo era explicar uma inflação que permanecia estável por vários anos, em patamares elevados independentemente da existência de excesso de demanda. Para isto, a primeira coisa que fizemos foi distinguir os fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. Esta era uma distinção nova, que não estava presente na literatura internacional sobre a inflação. Todas as teorias sobre a inflação estavam centradas nos seus fatores aceleradores. Quando cada teoria perguntava qual era a causa da inflação, visava saber o que acelerava ou desacelerava a taxa de aumento dos preços. Os monetaristas afirmavam que a inflação era causada (acelerada) pelo aumento da quantidade nominal de moeda acima do aumento da renda; os keynesianos atribuíam-na ao excesso de demanda em relação à oferta agregada; os estruturalistas, a estrangulamentos na oferta e aos efeitos propagadores dos aumentos setoriais de preços; os administrativistas, ao poder monopolista das empresas, sindicatos e do próprio governo, que eram capazes de impor choques constantes de preços, os quais, em seguida, propagavam-se para o resto da economia. Todos os modelos partiam do pressuposto de que a inflação era zero. A partir desse pressuposto as teorias procuravam explicar porque a inflação deixava de ser zero e acelerava-se.

Não há dúvida que determinar as causas da aceleração da inflação é importante. Apenas faz pouco sentido a interminável discussão sobre qual das teorias é a correta — se a keynesiana, a monetarista, a estruturalista ou a administrativa — já que, dependendo do caso, a aceleração da inflação poderá ser melhor explicada por uma ou por outra causa, ou por uma somatória de causas. E de qualquer forma, não havia qualquer novidade a respeito desse problema. O fundamental, o novo, entretanto, era saber por que a inflação se mantinha estável em um determinado patamar. Em outras palavras, quais eram os fatores mantenedores da inflação.

Muitas vezes, depois de nos colocarmos uma pergunta, a resposta torna-se óbvia. A manutenção do patamar de inflação decorre do fato de que os agentes econômicos, em seu esforço para manter sua participação na renda, ou de manter o equilíbrio dos preços relativos,¹³ e dado que os aumentos de preços são realizados defasadamente, não têm outra alternativa senão

¹³ Lembrar que na teoria econômica o equilíbrio dos preços relativos é dado pela razoável equalização das taxas de lucro, e por uma relação estável taxa de lucro-taxa de salários.

repassar aumentos de custos para preços, repetir no presente a inflação passada, indexar informalmente seus preços. A inflação inercial torna-se assim o resultado do conflito distributivo entre empresas capitalistas, burocratas e trabalhadores para manter sua participação na renda. Através da indexação informal, realizada através de reajustes defasados, assíncronicos, os preços relativos vão sendo continuamente equilibrados e desequilibrados. Não há nenhum ponto de equilíbrio dos preços relativos, apenas um vetor de equilíbrio. Ao redor desse vetor, os preços nominais fixos, temporariamente, caem, gradualmente, em termos reais, durante o período entre reajustes; e sobem no momento do reajuste, mas na média os agentes econômicos estariam satisfeitos com seus preços e, portanto, com sua participação na renda.¹⁴

Se já houver uma indexação formal, como era o caso da economia brasileira, a inercialização da inflação será naturalmente facilitada. E se as empresas forem principalmente oligopolistas, usando uma política de preços baseada em margens (*mark-ups*) relativamente fixas, esse processo será ainda mais vigoroso. Mas não é necessário que haja poder de monopólio para a inflação tornar-se autônoma da demanda e inercializar-se em um determinado patamar. Basta que os agentes econômicos já estejam acostumados com uma inflação alta. Basta que saibam que podem aumentar seus preços sem prévio acordo, mesmo que a demanda não esteja aquecida, porque os seus concorrentes não terão outra alternativa senão fazer o mesmo. Em nosso artigo de 1983 enfatizamos demais o papel dos *mark-ups* fixos, mas aos poucos fomos compreendendo que o fundamental era a indexação informal da economia, era a expectativa dos agentes econômicos de que os preços continuassem a ser aumentados de acordo com a inflação passada, mesmo em uma situação de recessão, já que esperavam que seus concorrentes também o fizessem.

Quando nos deparamos com esse tipo de inflação, não a chamamos inicialmente de inflação “inercial”, nem de “crônica”. Estávamos descobrindo uma coisa nova, não sabíamos que já havia na literatura norte-americana algumas referências à “inércia inflacionária”. Adroaldo Moura da Silva havia escrito um artigo interessante, embora contraditório, sobre a inflação inercial.¹⁵ Mas não demos muita atenção a isso. Como se tratava de um fenômeno novo, inventamos um nome: “inflação autônoma”. Autônoma, porque não era in-

¹⁴ Se esse vetor de equilíbrio não existe, é sinal que o conflito distributivo é mais grave, que os agentes estão ativamente insatisfeitos com sua participação na renda. Nesse caso, e se os agentes dispuserem de algum poder de monopólio, teremos adicionalmente um fator acelerador da inflação.

¹⁵ Moura da Silva e outros, 1983.

fluenciada pela demanda. Usamos também a expressão “inércia”, mas secundariamente. Foi só depois do Plano Cruzado, quando a inflação inercial ficou conhecida por esse nome, que decidi usar também essa expressão normalmente.

Quanto aos fatores sancionadores da inflação, Nakano e eu definimos dois em nosso artigo de 1983: a moeda e o déficit público. Em relação à moeda, não estávamos inventando nada. Estávamos apenas repetindo as idéias de Ignácio Rangel. Se a moeda já é em parte endógena em inflações normais, moderadas, torna-se estritamente endógena em alta inflação. A política monetária é por definição passiva nesses casos. O máximo que o governo pode fazer é política de juros, porém não pode determinar a oferta nominal de moeda, que tem de crescer com a inflação, tem de “acomodar-se à inflação”, como gostam de dizer os monetaristas, para que a quantidade real de moeda seja minimamente mantida e a recessão não se aprofunde grave e inutilmente. Na alta inflação, seja ela inercial ou hiperinflação, a oferta nominal de moeda cresce menos do que a inflação, já que há um inevitável processo de desmonetização, na medida em que os agentes econômicos procuram reter o mínimo de moeda em seu poder.

Novidade parcial, em relação aos fatores sancionadores da inflação, era a inclusão do déficit público nessa categoria. De acordo com o efeito Olivera-Tanzi, já se sabia que a elevação da inflação provocava a redução da receita tributária real. Nós acrescentávamos a este fator técnico um fator político. Já que a inflação elevada exige que a quantidade de moeda seja aumentada, por que não aumentá-la incorrendo em déficit e financiando-o com emissões? É claro que seria possível aumentar a oferta nominal de moeda através da realização de superávits públicos e do resgate de títulos do Tesouro. Mas, afinal, os governantes não são de ferro... A existência da inflação inercial é um incentivo ao déficit público, ao financiamento inflacionário de despesas públicas.

UMA NOVA ESTRATÉGIA CONTRA A INFLAÇÃO

Descoberta uma nova teoria da inflação, uma nova política para controlá-la se impunha. Nakano e eu passamos a discuti-la ainda no primeiro semestre de 1983, quando começamos a escrever “Política administrativa de controle da inflação”, nosso segundo artigo básico sobre a teoria da inflação inercial.¹⁶ Estava claro para nós que as políticas convencionais de esta-

¹⁶ Bresser-Pereira e Nakano, 1984a.

bilização não se aplicavam ao caso. Não fazia sentido restringir a demanda, quando a economia já estava em recessão. Menos sentido ainda fazia pretender controlar a oferta de moeda, já que esta era endógena. A tentativa de controlar administrativamente os preços dos oligopólios, embora aparentemente mais razoável, na verdade não fazia sentido, não apenas devido às dificuldades inerentes ao controle de preços, mas principalmente porque quando a inflação é alta e inercial as empresas devem aumentar seus preços regularmente, pelo menos todos os meses. Neste caso, pretender controlar os ajustes de preços de cada empresa oligopolista não faz sentido. Indexar também não faz, na medida em que se engessam os preços relativos. Finalmente, conviver com a inflação, como pretendiam os estruturalistas nos anos 1950, quando a inflação estava em torno de 20% ao ano, não faz sentido quando a inflação passa a ser de 5%, 10%, 20%, 30% ao mês, ou seja, quando a inflação torna-se totalmente inercial.

Não enfrentávamos, por outro lado, uma hiperinflação, situação na qual a economia torna-se inteiramente dolarizada e os preços passam a ser aumentados diariamente, quando não a cada hora. Quando isso acontece, uma reforma monetária com o uso de uma âncora nominal — em princípio a taxa de câmbio, que é fixada e tornada conversível em dólar — garantirá a estabilização desde que seja acompanhada de um ajuste fiscal e de outras reformas institucionais, visando tornar a política monetária independente. Basta que o governo tenha reservas internacionais em moeda forte ou o apoio de uma potência estrangeira que lhe assegure essas reservas, e consiga, em seguida ao choque, zerar o déficit público. O ajuste fiscal é essencial, já que a hiperinflação é sempre conseqüência de profunda crise fiscal, na qual o Estado deixa de ter crédito, perdendo, assim, capacidade de financiar não-inflacionariamente qualquer déficit.

Estávamos em 1983 diante de uma situação de “alta inflação”, intermediária entre uma inflação pequena, moderada, típica dos países desenvolvidos, na qual a inércia é um fator secundário, e a hiperinflação. Estávamos diante de uma alta inflação tipicamente inercial, e para esta, já estava claro para nós, não havia outra alternativa senão controlá-la administrativamente, ou seja, através da política de rendas, do controle direto dos preços. Para controlá-la indiretamente, através de política fiscal e monetária, seria preciso que não houvesse a autonomia da inflação em relação à demanda. Se quiséssemos controlá-la através de âncoras, deveríamos primeiro deixar que a hiperinflação dolarizasse a economia. Esse risco, entretanto, ninguém estava disposto a correr.

Mas como controlar administrativamente a inflação sem pensar em um controle caso a caso, como é próprio dos sistemas de controle de preços de

empresas oligopolistas? Só víamos duas alternativas: ou montava-se um sistema de prefixação gradual, baseado na previsão de uma inflação futura declinante, e estabeleciam-se guias (*guide-lines*) para os agentes econômicos aumentarem seus preços a taxas decrescentes, ou estabelecia-se um congelamento geral e rápido de todos os preços e salários.

Afinal, no *paper*, fizemos a proposta do congelamento como segunda alternativa, caso a inflação continuasse a se acelerar. Não falamos em “choque heterodoxo”. Chamamos nossa proposta de “solução heróica de controle da inflação”. O artigo foi publicado na *Revista de Economia Política* em julho de 1984. Um mês depois saía publicado no Boletim do Conselho Regional de Economia um pequeno artigo de Chico Lopes com uma proposta firme e corajosa de congelamento, que Chico chamou de “choque heterodoxo”.¹⁷ O artigo chamou a atenção e o nome “pegou”, passando a ser usado universalmente.

Naquele ano de 1984, a teoria da inflação inercial amadureceu finalmente. Nakano e eu havíamos escrito dois artigos que deixavam o diagnóstico e a terapêutica da inflação brasileira claros. Pérsio Arida, ainda em 1983, esboça uma estratégia de neutralização de inércia.¹⁸ André Lara Resende publica em setembro, na *Gazeta Mercantil*, “A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial”, em que propunha uma reforma monetária através da qual, por algum tempo, conviveriam duas moedas.¹⁹ Desta forma seria possível aos agentes econômicos redefinir seus contratos na nova moeda. Em novembro daquele ano ambos escreveram para um seminário organizado por John Williamson, em Washington, um artigo melhor estruturado e fundamentado sobre a mesma idéia “Inertial inflation and monetary reform”.²⁰ Rudiger Dornbusch estava no seminário e chamou a proposta de “Larida”. Esse artigo foi publicado em um livro nos Estados Unidos e depois traduzido para o português. Seja pela qualidade do artigo, seja pelo fato de ter sido publicado originalmente em inglês, esse trabalho ficou reconhecido como o artigo fundador da teoria da inflação inercial, quando, na verdade, inventou uma forma alternativa ao congelamento com tabelas de conversão — uma alternativa imaginosa, que seria decisiva no Plano Real, muitos anos depois. Para os agentes econômicos que adotassem a nova moeda, os ajustes de preços na moeda antiga passariam a ser diários e, assim, seriam sincronizados

¹⁷ Lopes, 1984a.

¹⁸ Arida, 1983.

¹⁹ Lara Resende, 1984.

²⁰ Arida e Lara Resende, 1984.

como em uma hiperinflação teórica. Dessa forma, no momento em que a reforma monetária eliminasse a moeda antiga, a âncora nominal representada pela nova moeda teria a capacidade de eliminar a inflação, já que não haveria preços atrasados ou adiantados; os preços relativos estariam razoavelmente equilibrados.

Eu participava apaixonadamente do debate. No final daquele mesmo ano publiquei com Yoshiaki Nakano um livro, *Inflação e recessão*, no qual reunimos todos os artigos que escrevêramos sobre o tema até então, inclusive dois artigos originais, escritos no primeiro semestre de 1984, um sobre a curva de Philips e a inércia, outro sobre as causas da aceleração da inflação em 1983.²¹

Os grupos da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo e da PUC do Rio de Janeiro encontraram-se algumas vezes em 1984. Em julho de 1984, em uma viagem à Argentina, Lara Resende e eu conversamos extensamente. No final de setembro encontrei-me com Pêrsio e conversamos longamente sobre nossas idéias comuns.

Pêrsio estava fascinado com a idéia de que era possível haver um equilíbrio macroeconômico, com déficit público zerado e alta inflação inercial. Estávamos de pleno acordo. A inflação inercial ou autônoma da demanda estava clara para nós. Eu podia dar uma ênfase um pouco mais estruturalista, podia dar maior importância ao conflito distributivo do que André e Pêrsio. Tinha minhas dúvidas sobre a operacionalidade das duas moedas, que evitavam o congelamento, mas exigiam mais adiante, depois que a nova moeda indexada se tornasse dominante, que se estabelecesse uma âncora entre as duas. Estas idéias, aliás, foram depois desenvolvidas por André em sua proposta da criação de um *Currency Board*, e da convivência de uma moeda conversível em dólar (que substituíria a moeda indexada) com o velho cruzeiro por algum tempo. No fundo, com sua idéia, o que André e Pêrsio queriam era criar uma situação de dolarização de fato, em que os preços são modificados diariamente, sem incorrer na hiperinflação. Em 1985 dei um curso sobre inflação, usando textos extremamente atuais sobre a inércia inflacionária e a hiperinflação que, depois do Plano Cruzado, foram reunidos em um livro por um aluno meu.²²

Em relação a Chico Lopes, minhas posições e as de Yoshiaki Nakano eram ainda mais próximas. Nós, como ele, dávamos uma enorme importância à mecânica defasada dos reajustes de preços e ao conflito distributivo real

²¹ Bresser-Pereira e Nakano, 1984b.

²² Rego, org. 1986.

que estava subjacente. Por isso, também criticávamos fortemente a posição monetarista, expressa especialmente por Thomas Sargent em seu artigo sobre o fim das hiperinflações em quatro países após a Primeira Guerra Mundial.²³ Segundo o economista das expectativas racionais, bastou aos governos da Alemanha, Áustria, Hungria e Polônia mudarem o regime de política econômica e as correspondentes expectativas quanto ao aumento da oferta de moeda, para que a hiperinflação nesses países fosse subitamente controlada. Esta visão segue a perspectiva monetarista segundo a qual é possível pensar em um equilíbrio macroeconômico em alta inflação, desde que as expectativas sejam condizentes com o aumento dos preços e da oferta de moeda. O modelo de Friedman de inflação é perfeitamente compatível com a idéia de inércia. Não é por outra razão que na última edição do livro introdutório de economia de Samuelson, agora co-assinado por Nordhaus, existe uma seção sobre inflação inercial. Esta é rigorosamente decorrente de expectativas.

Ora, atribuir a inflação inercial às expectativas é, de um lado, uma obviedade e, de outro, um equívoco. É uma obviedade porque é claro que os agentes econômicos aumentam defasadamente seus preços porque têm a expectativa de que os demais agentes também o farão. Mas é um equívoco quando se imagina que os agentes, que mudam facilmente de expectativas, mudem também de decisão sobre seus preços. As expectativas são voláteis. Muitas vezes no Brasil houve uma reversão de expectativas — todos pensaram que agora a inflação baixaria — e nem por isso ela baixou. As decisões econômicas, entretanto, que o pensamento neoclássico equivocadamente identifica com as expectativas, são mais difíceis de mudar. O agente econômico é sempre avesso ao risco e defende com unhas e dentes sua participação na renda. Tentar mudar o regime de política econômica e as expectativas, quando prevalece uma inflação de tipo inercial, e esperar que, em decorrência, a inflação seja controlada, é *nonsense*. Nas hiperinflações que Sargent estudou foi possível controlar a inflação em um dia, quando se tornou viável impor uma âncora cambial sem que houvessem preços excessivamente atrasados ou adiantados, já que a economia estava dolarizada e os preços aumentavam livremente, todos os dias, senão todas as horas, garantindo um razoável equilíbrio dos preços relativos. Não foi principalmente porque mudaram o regime de política econômica e as expectativas, mas porque foi possível paralisar a inflação em um único dia, sem que houvesse grandes ganhadores ou grandes perdedores.²⁴

²³ Sargent, 1982.

²⁴ Em 1984, quando li o artigo de Sargent, comecei a desenvolver essas idéias junto com meus alunos. Escrevi-as pela primeira vez no artigo com Nakano, em que analisamos o

Quando a inflação é inercial, é inútil imaginar que uma mudança de regime de política econômica e a conseqüente mudança de expectativas resolverão o problema. Dado que a inércia está baseada nos aumentos defasados de preços, que se tornam obrigatórios para os agentes econômicos que não podem perder participação na renda, apenas soluções que sejam neutras do ponto de vista distributivo, que convertam os preços relativos para o vetor de equilíbrio, serão viáveis. Por isso é tão difícil controlar uma inflação inercial. O congelamento pode controlá-la, como aconteceu em Israel em 1985 e no México em 1987, mas desde que sejam aplicados os sistemas de conversão pela média e que um acordo social abra espaço para perdas residuais inevitáveis.

O PLANO REAL

Esta teoria tão simples, embora estivesse sendo discutida desde o início dos anos 1980, continuava desconhecida pela maioria dos economistas que lidavam com a economia brasileira nesse período. O fracasso dos sucessivos planos de estabilização de preços — foram doze planos até 1993 — deveu-se, essencialmente, a esse desconhecimento. Os planos de estabilização de *Del-fim Netto*, nos anos 1980, o Plano Arroz-com-Feijão, de *Mailson da Nóbrega*, os três planos do governo *Collor*, todos ignoravam a inércia inflacionária. Os Plano Cruzado, *Bresser* e *Verão* reconheceram o caráter inercial, mas foram derrotados pelo populismo reinante no governo *Sarney*. Dos doze planos de estabilização, cerca de cinco incluíram congelamento de preços, alguns foram heterodoxos, a maioria, ortodoxos. Todos falharam.²⁵

Quando *Fernando Henrique Cardoso* assume o Ministério da Fazenda, um novo congelamento tornara-se politicamente inviável. As experiências anteriores, algumas traumáticas como o Plano Cruzado (pelo seu fracasso retumbante) e o Plano *Collor* (pelo confisco das poupanças), haviam deixado a sociedade e o mercado financeiro traumatizados. Se um congelamento nessas condições não era viável, e se não se estava disposto esperar que a hiperinflação eliminasse as defasagens de aumentos de preços, não havia outra alternativa senão provocar uma “dolarização” ou uma “otenziação” arti-

Plano Cruzado e fizemos uma primeira reavaliação da teoria da inflação inercial (*Bresser-Pereira e Nakano*, 1986: 136-137). Mais tarde, enquanto discutia com meu genro, *Hélcio Tokeshi*, os microfundamentos da inflação inercial, essas idéias amadureceram, ficando clara a distinção entre expectativas e decisão. *Tokeshi* escreveu sobre o tema em sua tese de mestrado na Unicamp (*Tokeshi*, 1991).

²⁵ Para uma avaliação desses doze planos, ver *Bresser-Pereira*, 1996.

cial dos preços através da adoção de uma moeda indexada, ou, mais simplesmente, de um índice-moeda sem poder liberatório, que acompanhasse o dólar, na linha proposta originalmente por Pêrsio Arida e André Lara Resende.²⁶

Quando esses dois economistas participaram, em 1986, do Plano Cruzado, entenderam que um plano de estabilização dessa natureza seria difícil de ser explicado e implementado, e optaram pelo congelamento. Quando discuti com minha equipe a seqüência do Plano Bresser, a idéia similar da “otenziação” da economia foi levada em consideração, mas chegamos ao mesmo diagnóstico. Entretanto, em 1993, a estratégia do congelamento de preços havia se esgotado politicamente. Desta forma, quando a equipe do Cruzado restabeleceu-se no governo, um plano de estabilização neutralizando a inércia através de uma reforma monetária foi adotado, agora sob o comando de Fernando Henrique Cardoso: era o Plano Real.

Em junho de 1993, quando a taxa de inflação encontrava-se acima de 20% ao mês e o governo Itamar Franco via-se paralisado pela alta inflação, Fernando Henrique Cardoso assumiu o ministério. Novas esperanças surgiram, dado o apoio político que recebeu e a excelente equipe de economistas que convocou. Como primeiro resultado positivo da existência de uma nova equipe econômica, a forte e irracional reação contra um choque econômico, que dominara o país após o fracasso do Plano Collor I, desapareceu. Estava claro que a nova equipe logo adotaria uma terapia de choque, que provavelmente combinaria políticas econômicas ortodoxas e heterodoxas. Estava claro que o maior componente da inflação alta e persistente no Brasil era a inércia. A explicação convencional relacionando inflação aos déficits orçamentários, embora válida em situações normais, tinha se provado recorrentemente equívoca no Brasil, particularmente nos anos imediatamente anteriores. O déficit orçamentário havia chegado a zero em 1990 e 1991, mas a inflação permaneceu em seu alto patamar. Outra sabedoria convencional — aquela que atribui a inflação a um aumento na oferta de moeda —, também havia se provado dramaticamente errônea. Mesmo os economistas monetaristas reconheciam agora o caráter passivo ou endógeno da oferta de moeda quando a inflação é alta e inercial.²⁷

O Plano Real, que liquidaria com a alta inflação em 1º de julho de 1994, começou a ser desenvolvido quando Pêrsio Arida completou a equipe econômica, assumindo a Presidência do BNDES. A proposta era de que a infla-

²⁶ A OTN era um título do governo indexado diariamente. A “otenziação” era muito semelhante à adoção de um índice-moeda indexado ao dólar.

²⁷ Ver, por exemplo, Pastore, 1994.

ção alta e inercial deveria ser controlada através de um choque ou de uma reforma monetária que reduzisse instantaneamente a inflação, seguido ou precedido de um mecanismo de neutralização da inércia. Estava claro para os economistas neo-estruturalistas e inercialistas que a estabilização da inflação alta ou inercial deveria ser dividida em quatro fases: (1) preparação, consistindo essencialmente de ajuste fiscal; (2) coordenação das expectativas através da correção dos preços relativos para neutralizar a inércia; (3) um choque de preços, normalmente acompanhado de uma reforma monetária e da adoção de uma âncora nominal (a taxa de câmbio), reduzindo, assim, dramaticamente os preços e (4) consolidação através de um ajuste fiscal adicional de mais uma política monetária rígida.

As fases 2 e 3 poderiam ser invertidas, dependendo da estratégia adotada. No Brasil, as tentativas anteriores — a começar pelo Plano Cruzado — haviam adotado primeiro o choque de preços e depois a correção dos preços relativos através de tabelas de conversão. Estratégias semelhantes foram adotadas com sucesso em Israel (1985) e no México (1987). No Brasil, como na Argentina (Plano Austral, 1985), fracassaram. Assim, em 1994, a decisão tomada foi a de adotar a segunda e mais complexa alternativa: primeiro neutralizar a inflação através do mecanismo da URV (Unidade Real de Valor), para a qual os preços foram convertidos nos três meses anteriores à reforma monetária (entre 1º de abril e 1º de julho de 1994). No dia da reforma monetária — um choque anunciado — a inflação, que nesse momento já estava em 45% ao mês, foi praticamente zerada, sem que fosse necessário qualquer congelamento.

A idéia original no Plano Real de ter duas moedas coexistindo: a velha moeda, em que a inflação seria alta; e uma nova moeda indexada. Este sistema dual permitiria aos agentes econômicos converter seus contratos, de uma forma voluntária e voltada para o mercado, da velha moeda, em que os contratos incorporavam a expectativa de inflação, para a nova moeda, que — por ser atrelada ao dólar — não teria inflação. Dessa forma, quando a reforma monetária eliminasse a moeda velha, as pressões inflacionárias, derivadas dos desequilíbrios dos preços relativos e do fato de que, numa inflação inercial, os preços alteram-se de forma defasada e não-sincronizada, estariam ausentes. Os preços relativos na nova moeda já estariam equilibrados, não haveria defasagens entre seus aumentos, já que nos três meses de dupla moeda eles estavam aumentando todos os dias, de acordo com a variação da taxa de câmbio, de forma que as tabelas de conversão (*tablitas*), visando eliminar dos contratos a inflação esperada, não seriam necessárias.

No início dos anos 1990, o êxito da estabilização na Argentina através da adoção de um *Currency Board* levou economistas a defenderem essa al-

ternativa. A equipe econômica de Fernando Henrique Cardoso viu essa alternativa como radical, e deu preferência à proposta mais simples. Ao invés de emitir uma segunda moeda, o governo criaria um índice-moeda diário refletindo a inflação presente porque era atrelado à taxa de câmbio. Não seria, na verdade, uma moeda, porque os pagamentos continuariam a ser feitos com a moeda velha, o cruzeiro. Mas, sendo um índice-moeda, os contratos, inclusive as vendas a crédito e os salários, poderiam ser voluntariamente convertidos para ela, evitando a necessidade de uma *tablita* no dia da reforma monetária, quando a velha moeda seria extinta.

O Plano Real foi dividido em três fases. Na primeira, entre dezembro de 1993 e fevereiro de 1994, o ajuste fiscal, baseado em cortes na despesa pública e em um aumento de impostos, permitiu um orçamento equilibrado para 1994. O Congresso, depois de alguma oposição inicial, aprovou o ajuste fiscal que a equipe econômica definiu como pré-requisito para a implementação da segunda fase do programa.

A segunda parte do plano, de março a junho de 1994, consistiu em neutralizar a inércia utilizando um índice, a URV, que mensurava dia a dia a inflação presente. Esse índice foi rigorosamente vinculado à variação da taxa de câmbio e utilizado para ajustar todos os preços na economia: salários, preços privados e públicos, contratos de longo prazo, aluguéis e aplicações financeiras. Os salários foram todos convertidos obrigatoriamente para o novo índice pelo seu valor médio dos últimos meses, não tendo havido resistências à decisão. Como os contratos estavam convertidos neste índice, os preços em URV permaneciam estáveis, enquanto os preços em cruzeiro mudavam todos os dias — como acontece sob hiperinflação e dolarização plena. Conforme prognosticado, o mercado assegurou que a conversão de cruzeiros para URV fosse feita basicamente (não plenamente) segundo o valor médio real dos contratos, ao invés de seus valores nominais de pico.

A terceira fase do plano foi o choque anunciado — ou reforma monetária — que, no dia 1º de julho, transformou a URV em uma nova moeda, substituindo o cruzeiro, que foi extinto. A taxa de inflação foi imediatamente reduzida para próximo de zero. Nos dias seguintes, a nova moeda, que os agentes econômicos esperavam ficasse atrelada ao dólar numa relação um para um, foi na verdade valorizada em torno de 15%. O Banco Central aproveitava assim a pressão pela venda de dólares e compra de reais que imediatamente ocorreu para consolidar a estabilização. Além do original mecanismo de neutralização da inércia, a URV, o governo adotava um velho mecanismo de controle das altas inflações — a âncora cambial. O uso e abuso dessa âncora nos anos seguintes, sempre em nome do Plano Real, teria consequên-

cias desastrosas para a economia brasileira. A combinação perversa de câmbio baixo e altas taxas de juros, mesmo depois da valorização de 1999, manteve a economia semi-estagnada, inviabilizando os investimentos, enquanto as dívidas internas e externas aumentavam explosivamente, impulsionadas pela taxa de juros. Veremos como e porque isto ocorreu no próximo capítulo.

TAXA DE INFLAÇÃO

A alta inflação, que prevaleceu no Brasil entre 1980 e 1994, foi portanto controlada nesse último ano. No Plano Real, porém, o governo cometeu o erro de manter algumas indexações, principalmente financeiras. A partir de 1995, aprofundou o erro ao aceitar a indexação dos preços dos serviços públicos que privatizava. Como podemos ver pelo Quadro 21, a taxa de inflação tendeu a estabilizar-se em um patamar inercial muito baixo nos quatro primeiros anos. Com a flutuação cambial de 1999, a inflação acelerou, embora muito menos do que se temia, e acabou se inercializando em torno de 6%. Com a depreciação de 2002, tudo indica que o patamar da inflação brasileira passou para cerca de 10%.²⁸ No primeiro momento, a indexação dos salários parecia irrelevante, no segundo, aumentou de importância, no presente momento está claro que a obtenção pelos trabalhadores de ajustes salariais muito próximos ao aumento do IPC é o fator decisivo a indexar a inflação presente à passada.²⁹ O Brasil está, portanto, no segundo estágio de um processo de reinercialização da inflação — o da indexação informal dos salários. Do primeiro estágio — a indexação formal de alguns contratos — nunca saiu. Existe agora a possibilidade de a economia voltar ao terceiro estágio de inercialização — aquele no qual as empresas indexam informalmente seus preços à inflação passada, como faziam antes do Plano Real. Não é necessário que isto ocorra, já que uma inércia de em torno de 10% anuais não chega a permitir que as empresas passem a indexar automaticamente seus preços.

²⁸ Esses números são, naturalmente, meras aproximações. Os cálculos formais da *core inflation* não substituem essas estimativas.

²⁹ A média aritmética dos 27 reajustes salariais ocorridos entre fevereiro e maio, de acordo com levantamento do próprio DIEESE. A indexação é impressionante. Na média o INPC aumentou 18,51% nesses quatro meses, e os ajustes salariais foram de 16,99%. A indexação foi portanto de 92%! *Folha de S. Paulo* (2/6/2003). Por outro lado, os salários médios estão caindo por duas razões: primeiro, quando a inflação se acelera, a indexação plena não repõe salário médio, e no período em questão a inflação acelerou; segundo, os trabalhadores demitidos devido à recessão imposta pela política econômica e reempregados devem estar obtendo salários menores.

Uma inflação de dois dígitos é, porém, uma fonte legítima de preocupação. O que fez o Banco Central durante o governo Fernando Henrique Cardoso e nos primeiros seis meses do governo Lula? Embora reconheça que há um componente inercial na inflação brasileira, e o inclua formalmente no seu modelo de meta de inflação, instaurado em 1999, o Banco Central continua a usar a taxa de juros básica para controlá-la. Diante da aceleração ocorrida na inflação devido à desvalorização cambial de 2002, no início de 2003 o governo Lula voltou a aumentar a taxa de juros nominal básica, chegando a 26,5%. E seu presidente, sancionando as notas explicativas oficiais do Banco Central, informou que essa política devia-se principalmente ao componente inercial da inflação.

Quadro 21
Inflação desde 1994

Ano	IPCA (em %)
1993	2.477,15
1994	916,43
1995	22,41
1996	9,56
1997	5,22
1998	1,65
1999	8,94
2000	5,97
2001	7,67
2002	12,35

Fonte: IBGE. Observações: (1) Índice de Preços ao Consumidor Ampliado, utilizado como parâmetro para o sistema de metas inflacionárias; (2) Índice acumulado de janeiro a maio de 2003.

Ora, sabemos que a inflação inercial é autônoma da demanda. Foi isto o que aprendemos com o desenvolvimento, nos anos 1980, da teoria da inércia inflacionária. Durante os 15 anos de alta inflação, entre 1980 e 1994, todas as tentativas de controlá-la através de elevação da taxa de juros e recessão fracassaram. O fracasso mais estrondoso, porque estava apoiado em um forte ajustamento fiscal que zerara o déficit público, foi aquele de 1992, que contou com o apoio formal do FMI. No final de 1991 a inflação estava em torno de 20% ao mês. O governo assinou uma carta de intenções com o FMI na qual se comprometia a manter o ajuste fiscal e a desenvolver uma rígida política monetária, elevando para isto radicalmente a taxa de juros básica. A perspectiva era de que a inflação cairia obedientemente um pouco menos

