

# AUGE E DECLÍNIO DO INFLACIONISMO NO BRASIL<sup>1</sup>

Gustavo H. B. Franco

## Introdução:

Nos últimos 60 anos, de variadas maneiras, e com incontáveis vestimentas e disfarces, economistas, políticos e pensadores brasileiros enxergaram “funcionalidade” na inflação, vale dizer, vislumbraram *um método nesta loucura*. Eles viram que, para financiar o investimento público, tributar sem ritos congressuais, corrigir (ou viciar) preços relativos, amolecer a rigidez nominal de contratos e livrar-se de dívidas, a inflação parecia ter uma contribuição para o crescimento brasileiro tão essencial quanto pecaminosa. Como se fosse a face negativa do Progresso, o lado destrutivo mas não menos essencial da Criação, aquilo que dissolve tudo o que é sólido<sup>2</sup>, e em torno da qual prevaleceu, entre os economistas, a omissão ou quando muito a ambigüidade. O invólucro doutrinário da relação entre a inflação e o desenvolvimento variou muito ao longo deste período. É raro de se encontrar um elogio aberto à inflação mas, em vez disso, com efeitos semelhantes, assistimos variadas formas de crítica, sempre emocional, às “políticas de estabilização ortodoxas” ou ainda, um silêncio resignado diante do que parecia ser uma fatalidade, uma tensão irreconciliável entre desenvolvimento e estabilidade.

Por mais que a inflação fosse identificada como uma violência contra a cidadania, especialmente a partir dos anos 1980, verificava-se que não havia como atribuir a culpa pela sua existência senão de forma abstrata ao Estado e ao capitalismo, aos gestores da moeda ou à ganância dos oligopólios, principalmente bancos, à irresponsabilidade dos sindicatos, aos atravessadores, ou às perdas internacionais. A inflação sempre foi imoral, mas um mal do qual todo político ou economista era sempre capaz de se distanciar, tal como se fosse uma “externalidade” negativa e inesperada do processo de crescimento. Por mais supérfluo que pareça, a designação das responsabilidades é essencial para o processo político decisório, inclusive e principalmente para deflagrar as políticas

---

<sup>1</sup> A ser publicado em Fabio Giambiagi *et al.* (orgs.) “Economia Brasileira Contemporânea, 1945/2004” (Rio de Janeiro, Editora Campus). Este texto descende de um outro, “A propósito do inflacionismo: os termos de troca entre desenvolvimento e estabilidade”, capítulo 8 de “O Desafio Brasileiro: ensaios sobre globalização, desenvolvimento e moeda” (São Paulo, Editora 34, 1999). Versões anteriores foram publicadas pelo Instituto Teotônio Vilela, na coleção *Idéias e Debate* n. 4, no começo de 1997, e em seguida, com pequenas alterações, em *Economia Aplicada* Vol. 1 (3) julho-setembro de 1997. Este texto consolida os anteriores e os reconfigura para o contexto desta coletânea acrescentando bastante material inédito. O autor agradece a Fábio Giambiagi pelas inúmeras sugestões para o aperfeiçoamento do texto, mas sem o intuito de caracterizar qualquer responsabilidade solidária. Agradecimentos são também devidos a Ana Flávia Soares dos Santos pelo belo trabalho de assistência de pesquisa.

<sup>2</sup> O leitor atento às alusões a Schumpeter, ao Fausto de Goethe e a Marx deve buscar em Berman (1987) uma discussão mais ampla sobre a “aventura da modernidade”. Neste ensaio, poderá perceber o quanto a desordem provocada pela inflação é relevante para a entrada do Brasil na “Era Moderna”, e assim, as razões pelas quais o assunto às vezes é tratado com notável ambivalência.

de estabilização, e posteriormente para estigmatizar o comportamento inflacionista.

Várias gerações de “desenvolvimentistas”, inclusive através desta designação auto-conferida, ocuparam-se basicamente de exaltar as chaves mágicas da industrialização, mas sempre mantendo prudente distância dos custos de um crescimento meio enviesado, dependente de uma apropriação indébita, vale dizer, do financiamento inflacionário do Estado. A tragédia social de nossos dias não é fenômeno recente, e surpreendentemente jamais foi associada ao inflacionismo, tão íntimo de nosso desenvolvimento por tantos anos. A indulgência nada tem de acidental: inflação esteve a serviço de uma causa muito nobre para que o ímpeto em perseguí-la fosse diminuído por considerações distributivas, como no célebre bordão de Delfim Netto sobre o “bolo”, ou pejorativamente designadas como de ordem meramente financeira ou monetária.

A seqüência deste ensaio está organizada em seções de natureza cronológica, a primeira das quais observando que o pós-guerra inaugura uma duradoura primazia do desenvolvimentismo inflacionista, que conheceria tensões apenas nos anos 1960, quando perderiam força tanto o crescimento quanto a Democracia. Na seção seguinte, trata-se resgate do inflacionismo pelo advento da indexação. Com ela, segundo se dizia, a inflação tornava-se indolor, uma espécie de subproduto poluente do processo de crescimento. Mas em meados dos anos 1980, a Nação já industrializada viu-se diante de novas e urgentes agendas a serem cumpridas: de um lado, restabelecida a Democracia, reapareceram notavelmente amplificadas as tensões distributivas represadas pelo regime militar, acrescidas de novos e legítimos anseios relacionados à questão social. De outro, a situação externa passou a exigir um outro padrão de inserção do país no processo de globalização, em boa medida inconsistente com os velhos ideais de autosuficiência.

Na seção seguinte, o mote é o modo como o declínio do inflacionismo é novamente sustado, desta vez pela ilusão de que a inflação podia ser “puramente inercial”, ou podia ser eliminada pelos “choques heterodoxos”. Com efeito, ao final da década de 1980, a hiperinflação vai se afirmando como expressão do impasse entre o desenvolvimentismo inflacionista e o imperativo de reduzir a desigualdade. A seção subsequente trata da síntese que se forma a partir de percepções aparentemente inconsistentes do processo inflacionário brasileiro como conflito distributivo e como resultado do desequilíbrio fiscal. Esta síntese, combinada com avanços no domínio da teoria e principalmente com as lições dos “planos heterodoxos”, veio a encontrar sua melhor expressão no desenho do Plano Real, com o qual a hiperinflação seria vencida, e o país assistiria uma redefinição radical nos termos de troca entre desenvolvimento e estabilidade. O país deseja um desenvolvimento em que o relacionamento entre Estado e Sociedade não envolva a tributação do pobre, através da inflação, mas parece não ter clareza sobre a extensão das implicações deste novo paradigma. É natural que haja debate, dúvida, e mesmo passos em falso, nesta redefinição do desenvolvimento, que parece se construir de medidas que parecem frontalmente contrárias aos cânones anteriores. Em conclusão, proclama-se o fim do velho inflacionismo, que viria a ser decretado, paradoxalmente, pelo primeiro Presidente da República de esquerda em várias décadas.

### **As raízes do inflacionismo: o “estruturalismo”**

A idéia de que os requisitos da estabilidade impunham obstáculos ao nosso crescimento encontrava profundas raízes na longa história de resistências do pensamento desenvolvimentista aos cânones básicos de programas de estabilização ditos ortodoxos propostos freqüentemente do exterior, pelas instituições de Bretton Woods<sup>3</sup>. A apologia à inflação não era comum, mas reconhecia-se abertamente a sua funcionalidade, e de maneiras que hoje veríamos como politicamente incorretas. A cautela do observador *estruturalista* consistia em afastar-se do problema, sem deixar de reconhecê-lo, refugiando-se na crítica feroz às maneiras convencionais de resolvê-lo, ou seja, desancava-se essa “política econômica denominada *de estabilização*” - o termo *ortodoxa* sequer existia na ocasião - cuja característica, na visão dos estruturalistas, era a “preponderância suprema que esta política empresta[va] aos problemas e instrumentos da esfera financeira, em detrimento de uma ação tanto necessária quanto urgente sobre a realidade estrutural e institucional”(Sunkel, 1958, pp. 108-110). A natureza exata desses obstáculos estruturais, todavia, jamais merecia muita elaboração. A condescendência para com os efeitos negativos da inflação era como o proverbial sentimento de missão de reformadores e visionários diante dos custos do Progresso. Raul Prebisch, num texto que se tornou clássico<sup>4</sup>, admitiria que, na falta de transformações estruturais, “a espiral inflacionária costuma ser o *caminho mais rápido*” (p. 173, grifos meus) para resolver os problemas do desenvolvimento, ainda que seja “um processo socialmente custoso e regressivo de elevar o coeficiente de poupança” (p. 132). E sobre as políticas de estabilização diria que “há inflação porque a economia é estruturalmente vulnerável, porque há fatores regressivos de distribuição de renda, porque há insuficiência de poupança ... Com o desenvolvimento regular e intenso da economia, poder-se-á opor o máximo de resistência contra essas forças inflacionárias, e sustentar sobre bases sólidas - *que hoje não existem* - a política de estabilidade monetária, *como parte integrante da política de desenvolvimento econômico*” (p. 135, grifos nossos).

Como já observado acima, a ênfase na industrialização raramente conheceu circunstâncias atenuantes nos anos em que reinaram Prebisch, Furtado e os desenvolvimentistas. O imaginário do desenvolvimento brasileiro registra, como ícones desses anos dourados, a figura sorridente e confiante de JK, a construção de Brasília - um desafio à Natureza e à “sonolência de uma sociedade que parasitava ao longo das praias, como caranguejos, ou como se quisesse ir embora” (Santos, 1997 p. 27), - as rugas com o FMI que tencionava estabelecer

<sup>3</sup> Veja-se, por exemplo, Prebisch (1961) e Sunkel (1958) para as interpretações cepalinas clássicas. Visões mais equilibradas sobre o dilema estabilidade & desenvolvimento durante os anos 1950 e 1960 podem ser encontradas, por exemplo, nos ensaios da famosa conferência internacional sobre inflação e crescimento no Rio de Janeiro em 1963 publicados em livro em Baer & Kerstenetzky (1964).

<sup>4</sup> “O falso dilema entre estabilidade e crescimento”, primeiro publicado no *Estúdio Económico da CEPAL* de 1961, depois publicado em livro em 1963. As citações aqui são da tradução em português editada em 1964.

amarras a nossos destinos gloriosos e, por fim, o enunciado básico do nosso futuro, onde se explicava como viver 50 anos em cinco, o Plano de Metas, “o maior instrumento de planejamento de toda a história do país”, a expressão clara de um “projeto de industrialização planejada” e de “predomínio sobre o neoliberalismo” (Bielchowski, 1988, p. 465).

Não obstante os ideais grandiosos, a historiografia não deixa de registrar, nas palavras de Carlos Lessa (1981, p. 73), “a subordinação das medidas da política de estabilidade ao atendimento dos objetivos de transformação da economia”, e mesmo uma “vocação inflacionista” (p. 75) no Plano de Metas. Não é que a indústria “conscientemente aspirasse a extrair vantagens da inflação, mas sim porque suas posições no processo econômico conduziam à formulação de política econômica *pelos linhas de menor resistência, tendentes a confirmar o movimento inflacionário*” (p. 84, grifos meus). Com efeito, o percurso da nossa política econômica nos anos 1950 parece sugerir que o sacrifício da estabilidade em nome do desenvolvimento não parecia resultar de uma escolha explícita e consciente no plano da política econômica. A inflação não era deliberada, mas tácita, um ruído que incomodava a alguns, ditos ortodoxos ou monetaristas, ou aos pobres, vítimas inocentes e silenciosas do Progresso, ou mais precisamente, do chamado “imposto inflacionário”, cuja compreensão ainda tomara muitos anos.

É curioso que o desenvolvimentismo brasileiro tenha conseguido preservar em torno de si a aura de projeto nacional redentor e, com isso, tenha logrado distanciar-se de alguns dos principais problemas que criou, como a concentração de renda que, curiosamente, não é vista como uma decorrência da aplicação, durante várias décadas, de um “imposto único sobre o pobre” - a inflação. É extraordinário que essas culpas tenham ficado sem dono.

### **Os anos 1960s: o compromisso em torno da indexação**

Em meados dos anos 1960, a supremacia desenvolvimentista experimentaria tensões crescentes tendo-se em vista uma novidade perturbadora, a *estagflação*, que viria a trazer o desencanto com a eficácia das políticas para o desenvolvimento e a sensação de aparente *esgotamento* desse crescimento ensimesmado, baseado na substituição de importações, e num inflacionismo que se pensava sem conseqüências. Dúvidas mais fundamentais se apresentavam sobre as reais possibilidades de superação do subdesenvolvimento. O pensamento desenvolvimentista, experimentava uma “reorientação ideológica - no dizer de Bielschowsky (1988, p. 492) - através de uma nova idéia-força que dominaria a escola cepalina no início dos anos 60, a saber, a de que as economias latino-americanas tendiam à estagnação ... [m]ercê de desenvolvimento concentrador de rendas, que agudizava a dualidade econômica e social dos países do continente”. É curioso: tudo se passa como se a concentração de renda não fosse obra da inflação, da qual dependia o dinamismo de um modelo econômico calcado na indisciplina fiscal, mas de alguma determinação impronunciável emanada de nosso passado colonial, ou de perversos mecanismos imanentes à ordem econômica internacional ou às contradições do capitalismo.

Os anos 1960s são confusos para a política econômica. Não escapa a diversos observadores, como Bielschowsky (1988, p. 484), que quando “pela primeira vez um desenvolvimentista nacionalista autêntico ... assumia um ministério econômico e era encarregado de redigir um programa econômico de governo” o resultado terminou sendo o que Abreu (1990, p. 206) descreveu como “um diagnóstico bastante ortodoxo da aceleração inflacionária no Brasil, enfatizando o excesso de demanda via gasto público como sua causa mais importante”. Mas se o desenvolvimentismo não tinha resposta para a aceleração da inflação, o mesmo se observava, ainda que de forma diversa, no campo oposto. Logo em seguida ao Plano Trienal de Furtado, o PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo), implementado com sucesso pelo governo militar, e a despeito das inatacáveis credenciais liberais de seus autores - Roberto Campos e Otávio Gouveia de Bulhões - teria aspectos *heterodoxos* bastante evidentes, a começar pelo próprio diagnóstico que fazia da inflação, além do amplo recurso ao controle de preços, e do uso, ainda que enviesado, do que mais tarde seria chamado de políticas de rendas. O sucesso do programa tem sido atribuído em grande medida a esses instrumentos não convencionais<sup>5</sup>, podendo-se dizer que a ortodoxia também não foi capaz de lidar com o problema dentro das fronteiras de suas próprias idéias.

Em meados dos anos 1960, portanto, as políticas *ditas de estabilização* já pareciam admissíveis, menos pela consciência dos benefícios da estabilidade, mas pela progressiva perda de eficácia de políticas inflacionistas para acelerar, e mesmo manter o crescimento. Mas sem prejuízo do fato de o autoritarismo político forçar, em seus próprios termos, a conciliação entre crescimento e estabilidade, e inaugurar novas condições para um novo equilíbrio de prioridades a partir do golpe de 1964, as preocupações com a inflação viriam, na prática, a reduzir-se progressivamente ao longo da década de 1970, predominantemente em função da engenhosidade dos mecanismos de indexação então desenvolvidos. É bem conhecido o sentimento de conforto ensejado pela indexação na medida que coloca a economia, conforme a expressão do professor, então ministro, Mário Henrique Simonsen, numa avaliação de época, em um estado de “quase-neutralidade” relativamente à inflação, deixando o governo “de mãos livres para promover o crescimento”, reconhecendo-se, todavia, que “a convivência pacífica, [com a inflação] tinha o seu preço: o elevado coeficiente de realimentação inflacionária” (Simonsen, 1975, p. 93). No entanto, não só este era um preço que o país parecia disposto a pagar, como era evidente a genuína satisfação em se engendrar um jeito de se contornar problemas geralmente causados por programas de estabilização sem que o país incorresse nos custos da manutenção da inflação. Verdadeiro “Ovo de Colombo”, a indexação evitava (ou, quem sabe, apenas adiava) os impasses que tanto nos confundiram anos 1960, e não sem motivo, foi acolhida pelo desenvolvimentismo com verdadeiro entusiasmo. Sua utilização avançou naturalmente da política salarial e cambial para o sistema tributário, as relações financeiras e a disciplina dos contratos, ao passo que seguimos crescendo nas bases habituais, sem tantas preocupações com a

---

<sup>5</sup> Veja-se, para os detalhes, Lara-Rezende (1990) e Moraes (1987).

aceleração da inflação e sem acreditar que a coexistência com a indexação pudesse degenerar em dependência progressiva ou algo pior.

O episódio do “milagre econômico” refletiu um impressionante conjunto de circunstâncias favoráveis - dentre os quais os efeitos positivos das reformas trazidas pelos primeiros anos do regime militar bem como um entorno internacional especialmente amistoso. Ou seja, mercê de condições especiais as políticas desenvolvimentistas recobram a eficácia perdida durante os anos 1960, derivando daí, possivelmente, a noção de que experimentávamos um “milagre”, uma *ressurreição* de um desenvolvimentismo inflacionista que os anos 1960 pareciam ter sepultado. Não se pode reduzir a importância das reformas de 1964-67, mas, de um modo ou de outro, a indexação era a inovação chave que conferiu sobrevida ao desenvolvimentismo inflacionista.

### **O declínio do inflacionismo: heterodoxia e hiperinflação**

A longo dos anos 1980, contudo, começa a ficar claro que se o “sacrifício da estabilidade no altar do crescimento” podia ser colocado em termos favoráveis em determinado momento histórico, isso não queria dizer necessariamente que os conceitos daí derivados resultassem aplicáveis em qualquer circunstância, ou que fizessem sentido como teoria geral. Com efeito, a medida que vamos nos distanciando dos anos em que vigoraram incontestes os mitos do “milagre” e da “inflação sem lágrimas”<sup>6</sup>, iam se apresentando novos desafios econômicos - como a crise fiscal que se desenvolveu progressivamente nos anos 1980, combinada à sucessão de choques de oferta de origem externa iniciada em 1973 - que fizeram com que as receitas anteriores para o crescimento deixassem de produzir outro efeito que não a aceleração da inflação para patamares até então desconhecidos e perturbadores. A sabedoria estabelecida no tocante à política econômica mostrava-se incapaz de proporcionar soluções a circunstâncias sem precedente - choques de oferta, mudanças exógenas em preços relativos, exaustão fiscal - e que lhe afiguravam incompreensíveis.

A partir da segunda metade dos anos 1970, vai se tornando evidente que, com a aceleração contínua da inflação, a sua alegada “neutralidade” teria de se manter a custo de uma indexação praticada sempre uma oitava acima. O uso continuado da anestesia parecia ter gerado imunidades. Com isso, evidentemente, acirrava-se a rigidez nos preços relativos, e nas respectivas “parcelas distributivas” (ou nas rendas reais de “agentes econômicos” destituídos de “ilusão monetária”), tornando cada vez mais inflacionários os impactos de novos choques. A tolerância para com a desigualdade diminuía e a sensação era a de que o “conflito distributivo” se acirrava, e que sua expressão não mais se resumia a uma inflação relativamente alta e aparentemente estável, vale dizer a uma inflação que se dizia *inercial*, mas em crônica aceleração<sup>7</sup>. A relação entre inflação e indexação vai se

<sup>6</sup> A expressão é devida a Albert Fishlow, um dos raros críticos da disseminação da indexação no Brasil nos anos 1970, cf. Fishlow (1974).

<sup>7</sup> Para uma avaliação da maneira pela qual as teorias de *inflação inercial*, associada ao trabalho pioneiro de Mário Henrique Simonsen nos anos 1970, e de *conflito distributivo*, mais recente, eram duas metades da mesma verdade, veja-se Bacha (1988).

tornando de mútua dependência, e vai assumindo uma natureza viciosa. Abre-se, assim, vagarosamente o caminho para a hiperinflação, que não se apresentava como processo explosivo, mas de lenta e penosa consumação, embora nem por isso menos destrutivo em suas conseqüências.

### **A hiperinflação brasileira**

É sempre controversa a definição exata de uma hiperinflação, ou o momento no qual esta condição é assumida por uma inflação muito grande, até então definida como “crônica”, “inercial” ou simplesmente “elevada”<sup>8</sup>. A definição mais comum, introduzida no estudo clássico de Philip Cagan (1956), considera que a hiperinflação começa no mês em que a inflação atinge 50% mensais e termina no mês em que a taxa de inflação cai abaixo desse nível, e assim permanece por mais de um ano<sup>9</sup>. Não há, de fato, nada de absolutamente singular com 50% mensais, e, com efeito, trinta anos mais tarde, quando o mesmo Cagan (1987) foi chamado a escrever o verbete “hiperinflação” em uma reedição do famoso Dicionário Palgrave - o mais antigo e célebre dos dicionários de economia - ele preferiu abandonar os 50%, talvez em razão da profusão de casos “intermediários”, em nada diferentes das “hiper”, em nome de uma definição *qualitativa* do fenômeno.

A Tabela 1 apresenta os 24 casos documentados de hiperinflação, observado o critério dos 50% mensais. Note-se que a contribuição brasileira para esta triste galeria parece modesta, pois registra-se apenas um episódio de 4 meses de duração ao final do Governo Sarney. Todavia, num estudo recente sobre a experiência internacional, Stanley Fischer *et al.* (2002) identificam, no período posterior a 1956, 45 episódios em 25 países de inflações que classificaram como “muito altas” - sendo estes os episódios que começam no mês em que o acumulado em um ano supera 100% e que terminam quando essa marca deixa de ser atingida por mais de um ano. Na Tabela 1 observa-se que, no Brasil, a inflação “muito alta” durou 182 meses e acumulou neste período o fantástico número de 20.759.903.275.651%<sup>10</sup>, o que apenas serve para evidenciar a arbitrariedade dos 50% mensais. Com efeito, se abaixamos o patamar definidor de uma hiperinflação para 25% - um número que Michael Bruno (1993, p. 4)

---

<sup>8</sup> Para um manual, com todos os detalhes e curiosidades das hiperinflações veja-se Franco (1995, cap. 6). Veja-se também a notável atualização e revisão empreendida por Fischer *et al.* (2002) da experiência recente com inflações muito elevadas.

<sup>9</sup> Buscava-se uma definição segundo a qual a hiperinflação não se interrompesse se houvesse um congelamento de preços, ou da taxa de câmbio, que mantivesse baixa a inflação artificialmente e apenas por breve período de tempo. Na verdade, na maior parte dos casos conhecidos de hiperinflações existem interrupções desse tipo, que devem ser vistas apenas como pausas fortuitas na marcha da inflação. Nos episódios estudados por Fischer *et al.* (2002) foram deliberadamente excluídos dos casos de hiperinflação aqueles onde os 50% mensais foram ultrapassados apenas uma vez, normalmente em episódios de liberalização de preços em economias ditas “em transição”.

<sup>10</sup> Dentre os 45 casos de “inflação muito alta”, o Brasil registra o segundo episódio mais longo (pouco mais de 15 anos), longo à frente do Congo (cerca de 14 anos) e perdendo apenas para a Argentina (mais de 17 anos), *cf.* Fischer *et al.* (2002, p. 845).

argumenta ser mais apropriado à experiência internacional - acharíamos que o Brasil esteve em hiperinflação *continuamente durante os sete anos anteriores a julho de 1994*. Na verdade, é justo dizer que o Brasil esquivou-se da fronteira dos 50% mensais em diversas ocasiões pela simples razão de termos feito congelamentos de preços em *cinco* diferentes ocasiões a começar com o Plano Cruzado, como se observa na Tabela 2 adiante.

Tabela 1  
Hiperinflações

Países	Período		Duração (em meses)	Taxa de Inflação		
	Início	Fim		Acumulada	Média	Pior Mês
Áustria	Out-21	Ago-22	11	6,878	47	134
Alemanha	Ago-22	Nov-23	16	10,115,776,266	322	32,400
Hungria	Mar-23	Fev-24	10	4,301	46	98
Polônia	Jan-23	Jan-24	11	69,886	81	275
União Soviética	Dez-21	Jan-24	26	12,399,023	57	213
China	Set-45	Mai-49	44	10,434,703,221,306	78	2,565
Grécia	Nov-43	Nov-44	11	2,197,771,119	365	8,500,000
Hungria	Ago-45	Jul-46	12	$3,8 \times 10^{27}$	19,800	$4,2 \times 10^{15}$
Argentina	Mai-89	Mar-90	11	15,167	62	197
Bolívia	Abr-84	Set-85	18	97,282	52	183
<b>Brasil<sup>1</sup></b>	<b>Dez-89</b>	<b>Mar-90</b>	<b>4</b>	<b>693</b>	<b>70</b>	<b>81</b>
Nicarágua	Jun-86	Mar-91	58	11,895,866,143	31	261
Peru	Jan-89	Set-90	21	573,377	51	412
Angola	Dez-94	Jun-96	19	62,446	36	84
Congo	Out-91	Set-92	12	7,689	35	114
Congo	Nov-93	Set-94	11	69,502	65	250
Armênia	Out-93	Dez-94	15	34,158	45	438
Azerbaijão	Dez-92	Dez-94	25	41,742	23	64
Geórgia	Set-93	Set-94	13	76,219	66	211
Tajiquistão	Abr-93	Dez-93	9	3,636	36	177
Tajiquistão	Ago-95	Dez-95	5	839	63	78
Turcomenistão	Nov-95	Jan-96	3	291	56	63
Ucrânia	Abr-91	Nov-94	44	1,864,714	15	285
Sérvia	Fev-93	Jan-94	12	156,312,790	54	175,093
<b>MEMO</b>						
<b>Brasil<sup>2</sup></b>	<b>Abr-80</b>	<b>Mai-95</b>	<b>182</b>	<b>20,759,903,275,651</b>	<b>16</b>	<b>81</b>

1. Conforme a definição de Cagan. 2. Conforme a definição de Fischer *et al* (2002) para inflações "muito altas", *cf* texto. Fontes: Cagan (1956), Franco (1995), Fischer *et al*. (2002), FMI, International Financial Statistics

Diante destes números superlativos é curiosa a resistência em se reconhecer que o Brasil viveu uma hiperinflação. O desconforto em considerar comparações com a Alemanha de 1923, ou com outras exóticas e longínquas experiências associadas a guerras e revoluções nos Balcãs e na China, e às



novas repúblicas resultantes da caótica desintegração do Império Soviético, tem a ver com o fato de que, afinal, reconhecer a existência da hiperinflação seria como uma rendição à necessidade imperiosa de se levar a política de estabilização às últimas conseqüências e ninguém que se julgasse herdeiro das bandeiras desenvolvimentistas via-se disposto a admitir uma derrota desse calibre. Mas a despeito desses pudores não havia como negar: a era da indexação parecia terminar de forma trágica num processo inflacionário virulento e destrutivo cuja única característica peculiar era uma aparente normalidade em seu desenrolar, ensejada pelos efeitos narcóticos da indexação. Em uma tácita reverência à gravidade da situação, já era difícil encontrar no *establishment* acadêmico brasileiro alguém que deixasse de reconhecer que o inflacionismo não deveria mais merecer a indulgência doutrinária de que desfrutou nas décadas anteriores. Não obstante, o compromisso de levar o combate à inflação às últimas conseqüências, no terreno das políticas públicas, viria apenas com o tempo, e não antes de diversos tropeços.

### **O fracasso da estabilização heterodoxa**

As hostes inflacionistas pareciam próximas da capitulação incondicional quando emergiu uma última possibilidade a explorar, quem sabe a inovação salvadora, a idéia de que podia existir uma política de estabilização dita “heterodoxa” que não interferisse com as políticas desenvolvimentistas, ou seja, que não necessitasse de medidas contracionistas na esfera monetária e fiscal. As abordagens para o problema da inflação que se seguiu aos choques externos dos anos 1970 assinalaram, para utilizar a famosa clivagem do professor Simonsen, a passagem do “gradualismo” para o “tratamento de choque” ou, mais especificamente, a transformação de posturas defensivas, caracterizadas pela introdução de *fricções* à aceleração da inflação mediante políticas contracionistas convencionais, para iniciativas envolvendo alguma descontinuidade monetária geralmente associada à alguma intervenção direta em preços e salários em maior ou menor grau. Nesse contexto, buscou-se alternativas em abordagens inovadoras para a estabilização que passariam à história com a denominação de “heterodoxas”. Antes mesmo desta designação se popularizar, especialmente através do livro clássico de Francisco Lopes (1986), já tínhamos experimentado algumas das técnicas que tanto mexeriam com a imaginação dos economistas depois das diversas alterações de padrão monetário seguindo-se ao Cruzado em 1986. Em 1979, por exemplo, empreendemos um experimento fracassado de pré-fixação que merece, as honras de sócio fundador do clube dos experimentalismos fracassados, do qual os *choques heterodoxos* se tornariam membros honorários. Estes, por sua vez, começando pelo Cruzado em 1986, reuniram diversas características novas sendo que, para nossos propósitos, importa destacar que juntariam, no plano da formulação, de um lado, desenvolvimentistas em nada interessados em comprometer a noção de que o desenvolvimento teria de ser liderado pela expansão das fronteiras do gasto público. E de outro, economistas de formação convencional interessados em burlar o *trade-off* definido pela famosa Curva de Phillips - vale dizer, os termos de troca entre inflação e desemprego - através de inovações afetando os mecanismos de coordenação decisória

inerentes aos processos de fixação de preços e salários numa economia indexada.

As coalizões unindo esses grupos, no Brasil como alhures, nascem marcadas pela heterogeneidade e se mostram extremamente vulneráveis ao oportunismo político como, de resto, as experiências dos planos Cruzado 1 (1986), Cruzado 2 (1987), Bresser (1987), Verão (1989), Collor (1990) e Collor 2 (1991) viriam a demonstrar amplamente. Na verdade, no centro de todos esses experimentos estava uma ferramenta antiga e perigosa: o congelamento de preços, um recurso que havia sido empregado em diversas ocasiões no passado por governos populistas, principalmente na Argentina, e com resultados nada brilhantes. Com efeito, foi através do Plano Austral, o pioneiro dentre os planos heterodoxos na região, que se construiu a noção de uma “estabilização sem lágrimas” e ocuparia o lugar da “inflação neutra” como expediente retórico a dar alento a grupos interessados em manter intocada a lógica inflacionista do desenvolvimentismo dos anos 1950. O plano heterodoxo parecia se constituir em uma esperteza latino-americana que destruiria essa perversa invenção anglo-saxã, a chamada Curva de Phillips, e sua infável moral calvinista e neoliberal, a negação da existência de refeições gratuitas (*no free lunch*) ou “a idéia recôndita da redenção do pecado pelo sacrifício”, como disse Prebish (1961, p. 129). A Tabela 2 deixa muito claro o fracasso dos congelamentos, inclusive para manter baixa a inflação durante a sua própria vigência. No Cruzado, o primeiro e mais longo dos congelamentos, a inflação acumulada é a mais baixa, mas, as distorções foram as mais acentuadas. Nos outros casos, os congelamentos são pateticamente ineficazes, como demonstrado na Tabela 2: *na média*, começavam quando a inflação chega a 28,8%, duraram 5 meses, acumulavam 44,4% de inflação durante a sua vigência, e seis meses depois de seu fim a inflação já tinha retornado a 21,6%.

Tabela 2  
Congelamentos de preços

Plano de Estabilização	Início	Fim	Duração (em meses)	Inflação Acumulada (%)		
				Antes	Durante	Depois
<b>Cruzado</b>	Mar-86	Nov-86	9	11.1	10.3	14.5
<b>Bresser</b>	Jun-87	Ago-87	3	14.5	21.6	16.5
<b>Verão</b>	Jan-89	Mai-89	5	27.3	100.8	37.6
<b>Collor I</b>	Mar-90	Jun-90	4	72.8	71.1	18.3
<b>Collor II</b>	Jan-91	Abr-91	4	18.3	41.1	21.1
<b>Média</b>			<b>5.0</b>	<b>28.8</b>	<b>44.4</b>	<b>21.6</b>

OBS: A inflação “antes” é a do último mês anterior ao congelamento, e de “depois” é a do sexto mês posterior ao fim. A média para o “durante” é ponderada pela duração. Fonte: IBGE, FGV.

Mas o passo final e fundamental para a construção retórica do “Plano Heterodoxo” no Brasil também não era novo, ao menos no mérito: a desqualificação do nexos convencional entre desequilíbrio fiscal, indisciplina monetária e inflação. Nessa linha, insistia-se em “visões críticas” alegando a *inexistência*, ou mesmo a *irrelevância*, do desequilíbrio fiscal, em geral com base na tese de que era possível identificar um “caráter financeiro” do déficit público, como se as despesas do setor público relativas a juros fossem de uma natureza

“diferente” daquelas relativas às compras de bens e serviços, o que modificaria fundamentalmente a conexão entre despesa pública e demanda agregada<sup>11</sup>. O finado professor Mário Henrique Simonsen bem sintetizava o estatuto analítico dessas teorias: “déficit não tem caráter”, ele dizia.

Todavia, pouco depois, a discussão sobre a natureza e magnitude do problema fiscal migraria para o terreno contábil, em boa medida em razão das discussões com o FMI, em meados da década de 1980, sobre metas fiscais, e aí transfigurou-se em algo bem mais sofisticado. Afinal, a ambigüidade de nossos números fiscais sempre foi uma parte muito importante do debate sobre as verdadeiras causas da inflação no Brasil; pois se a existência de um grande desequilíbrio fiscal não podia ser demonstrada convincentemente seria difícil propor os sacrifícios envolvidos no chamado “ajuste fiscal”. O fato é que, como pode ser visto na Tabela 3, os números para o déficit público para o período 1985-94 eram imensos e, à primeira vista, consistentes com uma inflação em aceleração. Porém, argumentava-se que esses números não deviam ser usados como indicadores da política fiscal pois as despesas referentes à correção monetária da dívida pública eram *resultantes* da própria inflação, de modo que a era possível dizer que o déficit, em alguma medida, era *resultado* da inflação, e não causa. Seria mais adequado, portanto, avaliar o tamanho do *pecado original* deduzindo esses pagamentos das despesas, reportando, dessa forma, o déficit, como ficaria conhecido, no “conceito operacional”<sup>12</sup>. Conforme pode ser visto na Tabela 3, o déficit no “conceito operacional” teve valores significativos, mas não impressionantes em 1985-89, e nulos para 1990-94, mesmo na presença de valores extremamente elevados para o déficit público no “conceito nominal”.

Tabela 3  
Déficit público, 1985-2003  
(médias anuais em %% do PIB)

Período	Déficit público		
	Nominal	Operacional	Primário*
1985-89	42.02	5.14	0.64
1990-94	38.78	0.02	2.82
1995-99	6.52	4.32	0.48
2000-03	4.25	0.68	3.85

Fonte: Banco Central do Brasil. \* superávit

<sup>11</sup> As teses aí em nada se relacionam com idéias posteriores, no campo da contabilidade pública, cujo foco era a necessidade de um tratamento diferenciado para o componente “nominal” da despesa com juros na contabilidade pública. Veja-se, por exemplo, Bresser Pereira & Dall’Acqua (1987) e também Tavares & Belluzzo (1986), um texto hermético e reverenciado nas escolas marxistas, e que concluía peremptório (originalmente o texto é de 1984), que “é espantoso que se continue a recomendar a redução do ‘déficit público’ e o aperto monetário, como políticas antiinflacionárias” (p. 70).

<sup>12</sup> O argumento era o de que o déficit, quando adequadamente medido, deveria corresponder à variação patrimonial real experimentada pelo governo. E esta, não deveria ser afetada pelas despesas com correção monetária da dívida pública, as quais, apenas recompunham o principal diante de um determinado nível de inflação. As variações patrimoniais do setor público, isto é, na dívida líquida do setor público, eram explicadas pelo déficit no conceito operacional, ou seja, deduzida a correção monetária.

Esses números modestos para o déficit “no conceito operacional” serviram para apoiar a perigosa hipótese de que *não havia causas de natureza fiscal para a inflação*. Conforme argumentou-se na ocasião: “os *fatores primários da inflação*, a saber, o déficit operacional do setor público e a política monetária, estão sob controle. Não há pressão exagerada de demanda e não há mais necessidade de promover importantes reajustes de preços relativos ... [d]e modo que a inflação é agora essencialmente inercial, isto é, os preços sobem hoje porque subiram ontem, de acordo com o mecanismo perverso de catraca da economia indexada”<sup>13</sup>.

Embora houvesse considerável cautela quanto à validade dessas premissas, especialmente dentre alguns dos formuladores dos planos econômicos a partir do Cruzado, a noção de que a inflação era impulsionada apenas e tão somente pelo seu próprio passado, ou que não tinha razão de ser, e que poderia terminar com algum artificialismo inteligentemente urdido, como um congelamento de preços ou uma *OTNização*, resultaram irresistivelmente tentadoras no mundo político. Tinha-se aí, ao menos potencialmente, uma inovação que poderia resolver por completo a paralisia em que nos encontrávamos diante do colapso do desenvolvimentismo inflacionista, ou seja, um outro “Ovo de Colombo”, como tinha sido a introdução da indexação nos anos 1960.

Malícia e ingenuidade pareciam formar uma poderosa combinação levando à implementação dessas teorias, especialmente depois da experiência argentina inicialmente bem sucedida do Plano Austral. A idéia da “inércia inflacionária”, ou dos fatores “reprodutores” ou “realimentadores” da inflação, encontrava renovado apelo, embora não contivesse lá muita coisa de novo<sup>14</sup>. A discussão do papel específico de políticas salariais, e de suas elaboradas fórmulas de reposição da inflação passada, conferia notável concretude e atualidade à construção. Mas o erro fundamental era o de achar que a inflação se esgotava nesses elementos de realimentação ou de se “confundir inércia inflacionária e inflação inercial”, como alertou o professor Simonsen (1989, p. 25). A relevância da “inércia” produzida por fatores institucionais jamais autorizaria qualquer descaso quanto ao desequilíbrio fiscal em que nos debatíamos, nem tampouco a ilusão de que o problema poderia ser resolvido por um artifício de péssima folha corrida como era o congelamento. A condução dos nossos sucessivos experimentos heterodoxos ofereceria uma patética e monótona sucessão de reprises pioradas do Plano Cruzado, cada qual trazendo uma nova e

---

<sup>13</sup> Arida & Lara-Rezende (1985, p. 151) grifos meus.

<sup>14</sup> Pelo menos uma década antes, Mário Henrique Simonsen havia estudado o problema com muito detalhe em seu “Gradualismo versus Tratamento de Choque” (1970). O fato de a inflação exibir “inércia”, ou, em linguagem técnica, características auto-regressivas, era tão antigo quanto a própria inflação. O que parecia instigante no caso brasileiro neste momento era a associação direta, e no plano econométrico, que se fazia entre mecanismos explícitos de indexação – como na política salarial, por exemplo – e a inflação “em ser”, boa parte da qual, ao menos aparentemente, pré-determinada. O trabalho econométrico a se destacar é o de Lopes (1986) e especialmente o de Eduardo Modiano, reunido posteriormente numa coletânea de 1988. Poucos macroeconomistas deixaram de escrever sobre o tema da “inflação inercial”, com opiniões variando do entusiasmo à repulsa incondicional.

mais contundente maneira de reviver o mesmo fracasso e reciclar as mesmas falácias.

Resulta desolador o saldo de nossas tentativas de estabilização heterodoxa. Conforme registra a curiosa compilação de Ricardo Henriques (1993, p. 58), tivemos, nesses anos loucos, 8 programas de estabilização econômica, 15 políticas salariais, 54 alterações de sistemas de controle de preços, 18 mudanças de política cambial, 21 propostas de renegociação da dívida externa, 11 índices oficiais de inflação, 5 congelamentos de preços e salários e 18 determinações presidenciais para cortes drásticos nos gastos públicos. Junte-se a isso 5 mudanças de padrão monetário a partir de 1986, somando 8 alterações desde 1942, quando o Cruzeiro substituiu o milréis, conforme pode ser visto na Tabela 4.

Tabela 4  
Padrões monetários, 1942-2004

Padrão Monetário	Início	Fim	Duração (em meses)	Inflação Acumulada (%)	Inflação Média Mensal
<b>1 Cruzeiro</b>	nov/42	jan/67	292	31,191	1.99%
<b>2 Cruzeiro Novo</b>	fev/67	mai/70	40	90	1.61%
<b>3 Cruzeiro</b>	jun/70	fev/86	190	206,288	4.10%
<b>4 Cruzado</b>	mar/86	dez/88	35	5,699	12.30%
<b>5 Cruzado Novo</b>	jan/89	fev/90	15	5,937	31.44%
<b>6 Cruzeiro</b>	mar/90	jul/93	41	118,590	18.85%
<b>7 Cruzeiro Real</b>	ago/93	jun/94	11	2,396	33.97%
<b>8 Real</b>	jul/94	*	115	150	0.80%

\* até março de 2004. Fonte: Ministério da Fazenda.

Indiscutivelmente, essa incontinência intervencionista resultou em piorar ainda mais as doenças que se tencionava combater não apenas pelo entulho composto de passivos judiciais, como também pelo ressentimento e hostilidade que deixava para trás, criando terríveis anticorpos nos chamados agentes econômicos contra quaisquer medidas que pudessem apontar para os mesmos velhos traumas. Não é outro o motivo pelo qual não houve triunfalismo do lado ortodoxo pelos seguidos fracassos da heterodoxia: o problema a ser enfrentado permanecia em aberto, e ainda mais difícil, emergindo como um desafio colossal à sabedoria econômica estabelecida. Muito havia sido aprendido no tocante às tecnologias de desindexação, mas ainda havia muito mais o que aprender com relação ao tratamento dos ditos *fundamentos*, ou seja, muito o que pensar sobre reforma do Estado e inserção externa como elementos, para usar a expressão de Raul Prebisch (1961, p. 135), de “uma política de estabilidade monetária como parte integrante da política de desenvolvimento econômico”. O Plano Real, refletindo estas lições, teria como virtude um duplo ataque ao problema: um tratamento extremamente sofisticado das questões pertinentes à indexação e à coordenação decisória durante a transição monetária mediante introdução da URV (Unidade Real de Valor), e, em paralelo, a deflagração de várias agendas reformistas relacionadas com as causas fundamentais da inflação brasileira. Esta receita, de que trataremos em mais detalhe adiante, terminou desferindo o tiro de misericórdia no velho inflacionismo.

### **Conflito distributivo e orçamento: uma síntese**

Foi popular, em certa época, o enunciado da inflação como “conflito distributivo”, tanto de maneiras abstratas e vagas, apelando às “contradições fundamentais” do capitalismo brasileiro “tardio”, quanto em modelos matemáticos de grande sofisticação onde se observava uma curiosa síntese de diversas influências: a recém popularizada teoria dos jogos, com seus “equilíbrios (não cooperativos) de Nash”, a tentar capturar a *irracionalidade* do fenômeno inflacionário, em decorrência da interação não cooperativa de agentes ditos *racionais* na ausência de ações coordenadoras, explorações no campo da “lógica da ação coletiva” (Manscur Olson), com ingredientes de “*Public Choice*”<sup>15</sup>. Todavia, embora muitos *insights* resultassem desta literatura no tocante a questões de coordenação, úteis para entender o fracasso dos congelamentos, e preciosos para a posterior construção da URV (Unidade Real de Valor), como será visto adiante, prevaleceu a noção de que esta sabedoria era essencial para *uma metade* do problema, e que sem o adequado tratamento dos chamados *fundamentos*, nenhum programa lograria sucesso. Ao mergulhar no estudo dos *fundamentos*, todavia, percebeu-se, com o tempo e com surpresa, que o “conflito distributivo” havia invadido e contaminado o terreno fiscal, ou mais precisamente o orçamento. A conciliação entre conflito distributivo e a visão convencional ligando a inflação ao déficit público estava logo a frente para ser descoberta, e o caminho para tanto era um enigma em torno do qual se encastelavam os adversários da “disciplina fiscal”: como poderia haver “desequilíbrio fiscal fundamental” se os números para o “déficit operacional” eram tão pouco expressivos como verificado na Tabela 3 acima?

Para deslindar este problema era necessário afastar-se do terreno da contabilidade pública, retornar à economia, e atinar para o fato de que a inflação afetava o valor real tanto da receita, através do chamado “efeito Tanzi”<sup>16</sup>, quanto da despesa, através da indexação imperfeita das dotações nos orçamentos públicos feitos no figurino da Lei 4.320/64. O Gráfico 1 mostra como a despesa (abstraída a correção monetária da dívida pública, ou seja, no “conceito operacional”) e a receita, ambas medidas em termos reais, ou como percentagem do PIB, se comportavam para diferentes níveis de inflação. Note-se que ambas tinham seus valores reais negativamente afetados pela inflação, embora a despesa de forma muito mais pronunciada, de modo que, pela combinação dos dois efeitos, *sempre havia um nível de inflação suficientemente alto para eliminar o déficit*, ou, ao menos, trazê-lo para um valor consistente com as receitas do

<sup>15</sup> Veja-se, sobre este tema específico, Simonsen (1986 e 1989), Fraga & Werlang (1983), Franco (1989) e Sá (1998).

<sup>16</sup> O chamado “efeito Tanzi” refere-se ao efeito deletério da inflação sobre a receita tributária em razão da defasagem temporal entre fato gerador e pagamento do imposto. Sabia-se, por outro lado, que, ao contrariamente ao usual, e ao que se observou nos casos “clássicos” de hiperinflação, a importância do “efeito Tanzi” no caso brasileiro era de ordem menor, tendo em vista a penetração da indexação no sistema tributário brasileiro. Para explicações mais detalhadas, comparações com outros países e debates sobre esse fenômeno no Brasil, veja-se Franco (1995, cap. 10).

chamado “imposto inflacionário”. Portanto, a inflação servia para “reprimir” o desequilíbrio fiscal original, aquele que existia quando a inflação era nula e que aparece no Gráfico 1 com a designação de “déficit potencial”. Note-se que as estatísticas *não mostram* este desequilíbrio *ex ante* ou “potencial”, que constitui a causa primária do processo inflacionário. Elas mostram os fatos acabados, o campo de batalha depois que as ações tiveram lugar, o ponto de equilíbrio no Gráfico 1, e não a batalha em si. Daí a dificuldade em se ilustrar o nexos convencional entre inflação e déficit público.

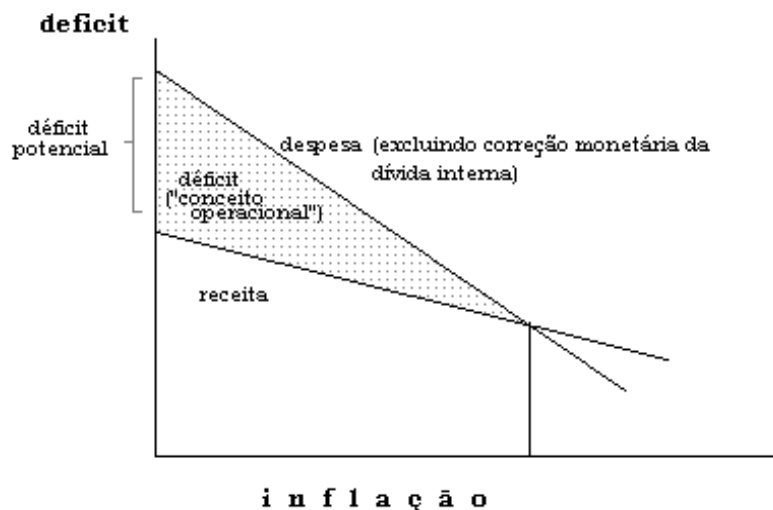


Gráfico 1: Impacto da inflação sobre o déficit público

A chave para o entendimento da crise fiscal e da hiperinflação brasileira pode ser encontrada, portanto, em uma localização meio óbvia: no orçamento. Desde 1964, com a Lei 4.320, o orçamento público se afirmou como um processo de concessão de uma autorização para gastar, baseada numa estimativa de receita, isto é, a Lei Orçamentária é autorizativa e não impositiva. Em razão disto, a partir de meados dos anos 1980, o Orçamento vai se transformando em uma coleção tão irreal quanto inconseqüente de desejos, de modo que vão se tornando crescentes, em conseqüência, as discrepâncias entre desejos (valores orçados) e gastos efetivamente realizados: em média, para o período 1990-1992, as despesas orçadas não chegaram a ter mais de 57% de execução, sendo que esta proporção caía para cerca de 45% se excluíssemos das despesas os salários do funcionalismo, para as quais a corrosão das dotações orçamentárias pouco afetava as obrigações (despesas) subjacentes<sup>17</sup>. A sociedade brasileira parecia expressar com clareza o desejo que o Estado brasileiro ampliasse seu papel no plano social, mas não exibia qualquer disposição para fornecer ao Estado os meios financeiros para isto, ou seja, mais impostos. Não é outra a essência da crise fiscal brasileira: desejos, que se tornaram direitos, às vezes extravasando o

<sup>17</sup> Franco (1995, p. 212) cf. dados de Guardia (1992). Para uma análise retrospectiva do problema, veja-se Guardia (2004).

terreno orçamentário e inscrevendo-se mesmo na Constituição, maiores que as possibilidades fornecidas pela tributação.

Vão se tornando cada vez mais agudas as tensões inerentes à continuação desse estado de coisas, pois o mecanismo de frustração de despesa através da inflação ia provocando um superfaturamento generalizado de pleitos a fim de que o racionamento imposto pela inflação fosse menos efetivo<sup>18</sup>. Era o conflito distributivo em sua forma mais pura, sendo travado no âmbito do Orçamento, e para a execução do qual a inflação vai assumindo o papel de fator de ajustamento forçado entre desejos e possibilidades, conforme mostrado através do Gráfico 1. E assim, o quanto mais se pretendia resolver as mazelas do país “por decreto”, no Orçamento Geral da União, ou mesmo na Constituição, fixando níveis irreais de despesa, mais alta se tornava a taxa de inflação necessária para trazer a despesa pública *ex post* para níveis consistentes com a realidade da receita pública. Em decorrência disto, o pesadelo da hiperinflação, que era inimaginável para a jovem Democracia que se reinstalava em 1984, se materializou em 1989, para muitos de forma surpreendente, pois ocorre sem que tivéssemos vivido as guerras e revoluções que supõe terem existido nos países listados na Tabela 1, e com números para o déficit no “conceito operacional” que, apenas na superfície, pareciam inofensivos.

O fato é que apenas depois de 1994, com o desaparecimento do recurso à inflação para “resolver” o déficit, a penúria de recursos, diante dos fins, se torna a regra, e a dívida pública se torna um problema crescente, uma vez que o desequilíbrio fiscal, ainda que combatido com mais afinco do que nunca, não desaparece por inteiro. O Estado via-se obrigado a caber dentro de seus próprios meios, e as tensões se tornam visíveis em toda parte, e em governos de todo tipo de orientação ideológica, culminando inclusive, mais recentemente, com a transformação observada nas concepções petistas sobre o problema fiscal brasileiro a partir de 2003. É bastante claro que, ao longo da segunda metade dos anos 1990, o país modifica gradual, mas profundamente as suas percepções sobre as contas públicas. Nada mais eloquente nesta linha que a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, inclusive e principalmente pela sua designação, em si, uma verdadeira revolução conceitual. Nos dias de hoje, parece pacificado o entendimento de que a indisciplina fiscal parece fazer parte de uma longa adolescência que o país se esforça para abandonar, embora ainda com certa hesitação e notáveis resistências localizadas.

### **O Plano Real: a volta ao “nominalismo” e o combate ao inflacionismo**

Os planos de estabilização que antecederam o Real esgotaram o cardápio de mecanismos coercitivos para resolver o problema de coordenação decisória inerente à estabilização: congelamento, pré-fixações, controles “*ad hoc*” de preços e salários em leis salariais com “redutores”, “expurgos”, “vetores” e

---

<sup>18</sup> Cresce o fenômeno do “contingenciamento” – controle de gastos “na boca do caixa” pelo Tesouro, em resposta ao qual surgem as “vinculações” de receita, criando classes privilegiadas de despesas e “sub-orçamentos” prioritários.



“*tablitas*”, ou em grandes esquemas envolvendo “pactos sociais”, “políticas de rendas”, amplos ou no âmbito de câmaras setoriais, para não falar na suprema violência, o “seqüestro de ativos” empreendido pelo Plano Collor. Nada deixou de ser experimentado, ou seriamente cogitado, assim formando um formidável acervo de experimentos fracassados, todos apontado sempre para a mesma lição: a estabilização apenas seria bem sucedida se fosse parte, e ao mesmo tempo um resultado, de amplas e profundas reformas com vistas a enfrentar os problemas apontados na seção anterior. Só assim a estabilização conquistaria o atributo verdadeiramente essencial, a credibilidade, que apenas o Real logrou alcançar exatamente por afastar a idéia de “mais um choque”, e colocar no centro do problema, com honras e desde o início, o ataque às causas fundamentais da inflação.

De um modo ou de outro, todavia, reforma monetária teria de haver, e neste terreno o Plano Real traria uma abordagem bastante inovadora para o problema da supressão coordenada da *memória* inflacionária e reconfiguração jurídica do instituto da correção monetária, problemas estes tornados muito mais sérios em razão da extrema desconfiança da sociedade para com qualquer esquema que envolvesse qualquer forma de “surpresa” ou coerção. A URV (Unidade Real de Valor) forneceu uma “solução de mercado” para o problema ao iniciar a criação de uma nova moeda estável seguindo, em etapas, o caminho inverso ao percorrido pela desagregação da moeda<sup>19</sup>. O primeiro passo seria a criação de uma “moeda de conta”, não apenas uma mistura de índices de preços com base no qual era fixada a taxa de câmbio entre o dólar e o Cruzeiro Real, mas uma “unidade de conta” de uso obrigatório em novos contratos, parte integrante do sistema monetário nacional, mas para a qual os contratos em vigor poderiam migrar apenas pela vontade das partes. Como a URV variava diariamente, em linha com o dólar (na verdade este em linha com aquela), revelou-se uma “moeda de conta” superior a qualquer outra, e portanto passou a beneficiar-se da operação de uma velha e testada lei, a Lei de Gresham<sup>20</sup>, que geralmente funcionava a favor do dólar, e com isso, em quatro meses a grande maioria dos contratos, incluídos salários, benefícios da Previdência, tarifas públicas, contratos dos setor público e boa parte das relações privadas haviam *aderido voluntariamente* à URV. Tal qual nos processos onde uma economia em hiperinflação experimenta a dolarização, e pode ser estabilizada instantaneamente com a fixação da taxa de câmbio. A construção era em tudo inovadora: tinha-se aí uma novidade: uma “dolarização virtual” num sistema bi-monetário onde tanto a URV quanto o Cruzeiro Real tinha “curso legal”, sendo que aquela “para servir exclusivamente como padrão de valor monetário” (Medida Provisória 434, depois Lei 8.880, Art. 1). Quando a URV viesse a desfrutar de “poder liberatório”, sendo

---

<sup>19</sup> Para uma descrição detalhada da arquitetura jurídica do sistema bi-monetário e as razões da criação veja-se Franco (1995, cap. 1).

<sup>20</sup> Diz a lei que “a moeda boa *expulsa* a má”, ou que na presença de duas moedas, os indivíduos sempre vão utilizar para pagamentos a moeda inferior guardando a melhor para si. Atribuído a Sir Thomas Gresham (1519-1579), suposto autor de um memorando publicado em 1578, o princípio era bem conhecido na época tendo sido enunciado pela primeira vez, de acordo com especialistas, em 1525 por Nicolau Copérnico em um ensaio sobre cunhagem de moedas.

assim emitida em cédulas e moedas, o Cruzeiro Real seria desmonetizado, de modo que jamais dois “meios de pagamentos” chegariam a conviver.

Com 4 meses de vida, em 1º de julho de 1994, a URV foi emitida, tornado-se, portanto, uma moeda “inteira”, e teve, como previsto, o seu nome mudado para Real. Encerrava-se de forma indiscutivelmente bem sucedida a batalha da *transição* para uma nova moeda, que seria melhor descrita, em linha com a filosofia básica da reforma, como a “nominalização” das relações econômicas feita de modo caracteristicamente “neutra” ou “horizontal”; nenhum “pacto social” poderia ser tão perfeito, nem tão abrangente e popular. Em seu último mês de vida, junho de 1994, o Cruzeiro Real experimentou inflação de 47,4% pelo IPCA e 45,2% pelo IGPM, ao passo que os preços medidos pelo IGP-DI em URV registraram uma inflação acumulada de 3,6% nos quatro meses de existência da URV, ou 0.89% mensais. Em julho, a inflação em Real<sup>21</sup> atingiu 6,4% e 4,3%, registradas nesses mesmos índices, mas doze meses depois, os números já mostravam sinais de convergência para níveis internacionais. O acumulado de 12 meses cai abaixo de 10% anuais em fins de 1996, para ambos os índices, que chegam ao fim de 1998 abaixo de 2% anuais.

O insofismável sucesso do Real deveu-se, em boa medida, à URV, mas também, em igual ou maior medida, ao *mix* de políticas macroeconômicas em vigor a partir de 1º de julho. O sucesso inicial, espetacular como o do Plano Cruzado, não deveria alimentar ilusões. Era exatamente aqui que começava a complacência no mundo político, sempre ansioso por declarar vitória, voltar aos velhos hábitos e abster-se das medidas “impopulares” e imprescindíveis para tornar a estabilização sustentável. Mas era também, e por outro lado, o momento crítico em que, feita a transição, o Banco Central, o responsável pela boa saúde da nova moeda, via-se diante do desafio de introduzir consistência macroeconômica através de “âncoras” que manteriam a inflação em níveis baixos de modo sustentável *para o resto dos tempos*. Ou seja, era preciso introduzir a idéia de não se tratar de um sacrifício temporário e reversível, mas uma *mudança de paradigma*, esta sendo, evidentemente, a parte mais delicada da estabilização.

Com essas elevada ambições, o teatro de operações deslocava-se para as ações com respeito a juros e câmbio, as quais deveriam levar em conta velhas e conhecidas lições ensinadas pelos modelos clássicos de Mundell e Flemming, bem como de Robert Triffin e seu famoso “trilema”<sup>22</sup>. Todavia, era fundamental

---

<sup>21</sup> A metodologia de cálculo da inflação nos dois primeiros meses do Real foi definida em lei de forma transparente e analiticamente inatacável. Os preços em Real em julho e agosto de 1994 deveriam ser comparados com preços em URV nos meses anteriores a julho, sempre usando a URV da data da coleta (cf. Art. 38 Lei 9.069/95). Tentativas de malversar essas regras com o objetivo de “levar vantagem” ocorreram no terreno judicial, mas todas malograram. Não obstante, a FGV ainda insiste em publicar como *seus* números “oficiais” os índices “contaminados” para julho e agosto de 1994, em confronto com o que manda a lei, assim provocando distorções no uso dos seus índices em contratos privados e no deflacionamento de séries de grandezas nominais.

<sup>22</sup> Robert Mundell e Marcus Flemming são pioneiros da “macroeconomia aberta”; seus modelos são amplamente utilizados no ensino de economia. O “trilema” de Robert Triffin, ou a “triade impossível”, é também um tema clássico da macroeconomia moderna, e foi estabelecido em torno da experiência dos EUA em 1971. Consiste em dizer que, sob mobilidade irrestrita de capitais, não

que se tivesse clareza de que estávamos na presença de condições fiscais melhoradas, mas ainda muito frágeis, que facilmente caracterizavam o que a literatura técnica conhece como “dominância fiscal”, ou seja, uma situação onde o déficit fiscal, ou mais precisamente a rolagem da dívida pública determinava a taxa de juros. Simultaneamente, no outro extremo, estávamos diante de condições formidavelmente favoráveis na conta de capitais, ou seja, diante de um autêntico “*capital surge*”. Circunstâncias tão especiais, na verdade, deixavam poucos graus de liberdade no desenho das chamadas “âncoras nominais”, mas o *mix* que indicavam, na verdade, resultaria muito poderoso para conter a inflação.

Desde logo foi descartada a idéia de um “*currency board*”, ou mesmo da fixação da taxa de câmbio, seja por que a experiência argentina inspirava preocupações, seja pelo entorno macroeconômico singular ou pelas resistências à idéia de abandonar a soberania monetária que tanto esforço vinha tomando para ser recomposta<sup>23</sup>. Para a surpresa de muitos, o Real iniciou sua existência num regime de livre flutuação cambial, com vistas, inclusive, a reforçar a idéia de desindexação e de primado do mercado também no câmbio. Os juros foram calibrados em níveis bastante elevados de forma a permitir a continuidade da rolagem da dívida interna, como não poderia deixar de ser num regime de “dominância fiscal”, e contra-arrestar o impacto expansionista da estabilização. Como resultado deste *mix*, a nova moeda apreciou em relação ao dólar, caindo dos R\$ 0,98 por dólar, onde começou a nova moeda, para um mínimo de R\$ 0,83 em algumas semanas, proporcionando inestimável ajuda no processo de estabilização, mas levantando preocupações quanto ao futuro das contas externas e polêmicas duradouras. O BC adotou um sistema de “bandas cambiais” que vigoraria, com diversos desdobramentos e variações, até 1999<sup>24</sup>.

Durante todo o período em que as “bandas” vigoraram as taxas de câmbio reais foram descritas como “sobrevalorizadas”, o déficit em conta corrente esteve na faixa de 3,5% a 4,5% do PIB, mas o BC esteve constantemente acumulando reservas em vista do estado excessivamente superavitário da conta de capitais. Não se tratava apenas de tirar proveito de circunstâncias externas excepcionalmente favoráveis para erradicar na prática, nas leis e nas mentes, males que nos afligiam há décadas, a inflação e o inflacionismo, mas do fato de que a magnitude das entradas de capitais no país nesses anos era tamanha que simplesmente não nos deixava outra alternativa<sup>25</sup>, especialmente diante da frágil

---

é possível manter, simultaneamente, taxas de câmbio fixas e política monetária independente. Apenas duas dessas três possibilidades podem coexistir.

<sup>23</sup> É interessante observar que as “metas para a inflação” ainda não se encontravam estabelecidas internacionalmente naquele momento como paradigma de política monetária. A Medida Provisória 542, de 1º de julho, depois Lei 9.069/94, trouxe, inclusive, vários elementos apontando no sentido do controle dos agregados monetários, até mesmo um limite de emissão de moeda. Na verdade, naquele momento, seria difícil adotar *alguma* meta para a inflação diferente de zero (ou da inflação americana) pois seria visto como “pré-fixação” e seguramente criaria um “piso” para a prática da indexação, inclusive salarial. A única meta consistente com o “nominalismo” que se procura implantar em nosso ordenamento jurídico era a inflação zero.

<sup>24</sup> Para um histórico ver Franco (2000) ou (1999, cap. 12) para uma versão mais resumida em português.

<sup>25</sup> Apenas como exemplo, entre 1995 e 2000, anos base para duas edições do Censo de Capitais Estrangeiros no Brasil, recebemos mais de US\$ 100 bilhões apenas em investimentos diretos. O

situação fiscal desses anos. Sem embargo, a ausência de ajuste fiscal, ou a permanência de uma situação de “dominância fiscal”, tornava a política monetária mais apertada do que poderia ser, e com isso vivíamos uma situação que os livros-texto designavam como *crowding out*, ou seja, o déficit fiscal “tomava o lugar” (*crowds out*) das exportações e do investimento privado na composição da demanda agregada. Tratava-se, portanto, de um *mix* de políticas macroeconômicas extremamente poderoso para extirpar a inflação, o que foi conseguido com sucesso e com sobras, mas apenas poderia vigorar enquanto se mantivessem as excepcionais circunstâncias externas que vivemos. Em fins de 1997, com a Crise da Ásia, e especialmente com a Crise da Rússia em meados de 1998, a necessidade de mudar as políticas domésticas se tornaria imperativa. Felizmente, os efeitos das “âncoras”, da desindexação, e de alguns anos de vida econômica inteligente sob estabilidade de preços haviam modificado a economia brasileira de forma permanente e profunda, o que não se tinha claro, ainda, em 1998.

### **Conclusão: a superação do inflacionismo**

A flutuação do Real em janeiro de 1999 foi um teste importantíssimo para o país; não se sabia ao certo como seriam as implicações inflacionárias de uma mega-desvalorização, e para a surpresa e alívio de muitos a experiência veio a demonstrar que a economia estava bem mais desindexada do que se pensava, ou seja, o vírus parecia mais estranho ao organismo do que jamais tinha sido. A estabilidade de preços era, naquele momento como agora, uma conquista de imenso valor para a Sociedade Brasileira, que a ela se adaptou de inúmeras formas que, inclusive, reduziam o espaço para o retorno do inflacionismo. De outro lado, as condições fiscais tinham sofrido sensível melhoria face ao acordo com o FMI que, em razão disto, permitiu a adoção de um novo *mix* de políticas macroeconômicas: com déficits fiscais bem menores (superávit primário elevando-se de zero para 3,2 % do PIB em 1999) e o câmbio flutuante, a política monetária poderia ser exercida com bem mais independência, o que se definia, agora no figurino das “metas para a inflação” (*inflation targeting*). Um momento inteiramente novo se iniciava na longa experiência inflacionária brasileira, caracterizado pela continuidade da política de flutuação cambial, e por uma inflação média baixa – 8,87 % anuais em média do período janeiro de 1999 a fevereiro de 2004, medida pelo IPCA. Mantida a periodicidade mínima para a indexação em 12 meses, o estrago causado pela inflação era, na verdade, muito menor que o causado pelas flutuações cambiais, cujos efeitos financeiros e contábeis foram um dos assuntos dominantes entre as empresas brasileiras nesses anos.

Durante praticamente todo o período posterior a 1999 estivemos sob a disciplina de um acordo com o FMI e sob uma política monetária orientada pelas “metas para a inflação”. São muitos os países a adotar este sistema, de modo que, tanto a inflação, quanto os métodos para tratar do problema, deixam de ter qualquer singularidade no Brasil relativamente ao resto do mundo. Deixamos de

---

estoque existente no início de 1995, acumulado desde o início dos registros de capital estrangeiro no Brasil não ultrapassava US\$ 45 bilhões.

ser *diferentes*. As Autoridades Monetárias cumpriram rigorosamente as metas nas duas primeiras edições de novo regime, em 1999 e em 2000, mas tiveram dificuldades nos anos que se seguiram, sempre em razão de flutuações cambiais acentuadas. Mas nada que, nem de longe, significasse a perda de controle do processo ou o retorno aos velhos patamares. Três “cartas-abertas” foram escritas por Presidentes do Banco Central a fim de explicar as razões do descumprimento ou mudança das metas, mas, ao que tudo indica, a inflação em 2004 deverá permanecer muito próxima da meta de 5,5% anuais.

De singular, na experiência brasileira com as metas para inflação, há apenas o contraste com a nossa experiência anterior. Na verdade, não deve ser perdido de vista que tanto o acordo com o FMI quanto o regime de metas de inflação tiveram continuidade após a eleição Presidente Luis Inácio Lula da Silva, com o qual se instalava o primeiro governo de esquerda que o Brasil teve desde João Goulart. A dimensão histórica deste fato não deve ser perdida. Ainda durante o segundo mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso, a Autoridade Monetária vinha sob permanente tensão, indicando que, a despeito da aparente superação do inflacionismo, se inaugurava uma nova fase de dúvidas sobre as possibilidades de crescimento sob condições de responsabilidade fiscal e moeda sadia. Estas tensões atingiram o seu apogeu durante os poucos meses que antecederam à posse do novo Presidente, sendo importantíssimo de se notar que o organismo econômico reagiu de forma violentamente contrária a um provável retorno do inflacionismo. Esta reação negativa foi, na verdade, dupla: no plano eleitoral parece pacífico que o sucesso do candidato do Partido dos Trabalhadores teve muito que ver com o abandono de um “nacional-populismo” que o acompanhou nas três eleições anteriores, e trazia implícito os vícios antigos do desenvolvimentismo inflacionista. No plano dos mercados, em paralelo, as dúvidas sobre a continuidade de políticas macroeconômicas convencionais, provocaram enorme turbulência nos mercados financeiros assim demonstrando que uma economia globalizada, sujeita à mobilidade de capitais e largamente penetrada pelo capital estrangeiro, não pode fugir à disciplina básica da consistência macroeconômica e de políticas convencionais neste domínio. Com efeito, neste momento, os mercados viriam a demonstrar fartamente que é muito difícil experimentar políticas “alternativas” no terreno monetário e fiscal, onde os paradigmas internacionais estão solidamente consolidados.

O leitor pode perfeitamente especular sobre a tese segundo a qual a globalização efetivamente subtrai soberania dos Estados Nacionais. É provável, todavia, que a leitura mais correta da experiência brasileira de conversão de um governo de esquerda à fé ortodoxa, tenha que ver com o fato de que o país *de fato experimentou* essas “políticas alternativas” em muitas variantes, *por várias décadas*, e com rendimentos largamente decrescentes e mesmo negativos. Conforme observamos ao longo deste ensaio, políticas inflacionistas e heterodoxas foram dominantes nas cinco décadas anteriores ao Plano Real. Sua superação não tem outra explicação tão convincente quanto sua evidente perda de eficácia. A inovação revolucionária diante da qual esteve o Presidente Luis Inácio Lula da Silva foi justamente a de *não (contra) revolucionar o que tinha sido recém revolucionado*, ou seja, seguir pelos caminhos convencionais da macroeconomia e não retornar às práticas inflacionistas do passado, de que

tratamos longamente neste ensaio. Sem dúvida, há certa dose de ironia em ter sido o Presidente Lula e seus companheiros de partido, durante tantos anos críticos implacáveis de políticas macroeconômicas convencionais praticadas por governos anteriores, aqueles que efetivamente sacramentaram o fim do ciclo de desenvolvimentismo inflacionista no Brasil. Ficava assim confirmada para além de divergências ideológicas e partidárias, uma tese que o Plano Real trouxe desde o seu início: o desenvolvimento econômico brasileiro, para ser justo e sustentável, precisa ter lugar sob responsabilidade fiscal e moeda sadia.

## Referências bibliográficas

- Abreu, M. P. (1990) "Inflação, estagnação e ruptura: 1961-1964" em M. P. Abreu (ed.) A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989 Rio de Janeiro: Campus.
- Arida, P. & Lara-Rezende, A. (1985) "Inertial inflation and monetary reform: Brazil" em J. Williamson (ed.) Inflation and indexation: Argentina, Brazil and Israel Washington: Institute for International Economics
- Bacha, E. L. (1994) "O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro" Revista de Economia Política 14(1) março.
- \_\_\_\_\_ (1988) "Moeda, Inércia e Conflito: reflexões sobre políticas de estabilização no Brasil" Pesquisa e Planejamento Econômico 18 (1).
- Baer, W. & Kerstenetzky, I. (1964) (eds.) Inflation and growth in Latin America Homewood: Richard D. Irwin Inc.
- Berman, M. (1987) Tudo o que é sólido desmancha no ar: a aventura da modernidade São Paulo: Companhia das Letras.
- Bielschowski, R. (1988) Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimento Rio de Janeiro: IPEA.
- Bresser Pereira, L.C. & Dall'Acqua F. (1987) "A composição financeira do déficit público" em E. Lozardo (ed.) Déficit Público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural São Paulo: Paz e Terra.
- Bruno, M. (1993) Crisis, stabilization and economic reform: therapy by consensus Oxford: Oxford University Press.
- Cagan, P. (1987) "Hyperinflation" em J. Eatwell *et al.* (eds.) The New Palgrave A Dictionary of Economics London: Macmillan.
- \_\_\_\_\_ (1956) "The Monetary Dynamics of Hyperinflation" em M. Friedman (ed.) Studies in the Quantity Theory of Money Chicago: University of Chicago Press.
- Fischer, Stanley *et al.* (2002) "Modern hyper- and high inflations" Journal of Economic Literature XL (3).
- Fishlow, A. (1974) "Indexing Brazilian style: inflation without tears?" Brookings Papers on Economic Activity 1.
- Fraga, A. & Werlang, S. (1983) "Uma visão da inflação como conflito distributivo" Revista Brasileira de Economia 37 (3)

- Franco, G. H. B. (2000) "The Real Plan and the Exchange Rate" Essays in International Finance, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, n. 217, Abril.
- \_\_\_\_\_ (1999) O Desafio Brasileiro: ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda São Paulo: Editora 34.
- \_\_\_\_\_ (1995) O Plano Real e outros ensaios Rio de Janeiro: Francisco Alves Editora.
- \_\_\_\_\_ (1989) "Inércia e coordenação: pactos, congelamentos e seus problemas" Pesquisa e Planejamento Econômico 19 (1).
- Guardia, E. (2004) "As razões do ajuste fiscal" em F. Giambiagi *et al.* Reformas no Brasil: balanço e agenda Rio de Janeiro: Nova Fronteira.
- \_\_\_\_\_ (1992) "Orçamento público e política fiscal: aspectos institucionais e a experiência recente, 1895-1991" Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Campinas, novembro.
- Henriques, R. (1993) "Economia em rumos sombrios: inflação, ordem e violência" em J. R. Vieira *et al.* (eds.) Na corda bamba: doze estudos sobre a cultura da inflação Rio de Janeiro: Relume & Dumará.
- Lara-Rezende, A. (1990) "A política brasileira de estabilização, 1963-1968" Política e Planejamento Econômico 12 (3) dezembro.
- Lessa, C. (1981) Quinze anos de política econômica São Paulo: Brasiliense.
- Lopes, F. L. (1986) O choque heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária Rio de Janeiro: Campus Editora.
- Modiano, E. M. (1988) Inflação: inércia e conflito Rio de Janeiro: Campus.
- Moraes, P. B. (1987) "O programa de estabilização de 1964: balizamento de preços com restrição de crédito" Revista Brasileira de Economia 41 (2) abril / junho.
- Prebish, R. (1961) "O falso dilema entre desenvolvimento econômico e estabilidade monetária" em Dinâmica do desenvolvimento latinoamericano Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1964.
- Sá, W. R. (1998) Jogos inflacionários e jogos de estabilização: uma economia política do combate à inflação alta e crônica Rio de Janeiro: IUPERJ & Editora Revan.
- Santos, J. F. (1997) Feliz 1958: o ano que não devia terminar Rio de Janeiro: Record.
- Simonsen, M. H. (1989) "Macroeconomia e Teoria dos Jogos" Revista Brasileira de Economia 43 (3).
- \_\_\_\_\_ (1986) "Rational Expectations, Incomes Policies and Game Theory" Revista de Econometria 6 (2).
- \_\_\_\_\_ (1970) Inflação: gradualismo versus tratamento de choque Rio de Janeiro: Apec Editora.
- \_\_\_\_\_ (1975) Brasil 2002 Rio de Janeiro: Apec Editora, 6a. edição.
- Sunkel, O. (1958) "O fracasso das políticas de estabilização no contexto do processo de desenvolvimento latino americano" em A. Pinto *et al.* A inflação recente no Brasil e na América Latina Rio de Janeiro: Graal.
- Tavares, M. C. & Belluzzo, L. G. (1986) "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea" em J. M. Rego (ed.) Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

