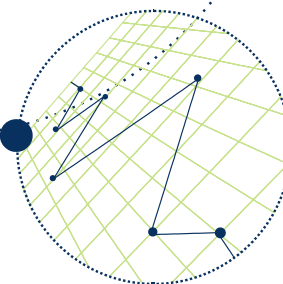


# Escola de **ECONOMIA** de São Paulo

**Textos para  
Discussão**

**182**

Março  
de 2009



## A DESCOBERTA DA INFLAÇÃO INERCIAL

LUIZ CARLOS BRESSER-PEREIRA



Os artigos dos *Textos para Discussão da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas* são de inteira responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente a opinião da FGV-EESP. É permitida a reprodução total ou parcial dos artigos, desde que creditada a fonte.

Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas FGV-EESP  
[www.fgvsp.br/economia](http://www.fgvsp.br/economia)

# A DESCOBERTA DA INFLAÇÃO INERCIAL

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Versão ampliada de “A inflação decifrada” (*Revista de Economia Política* 16(4) outubro 1996: 20-35).  
Fevereiro de 2009.

**Abstract:** This paper contains my version of the history of inertial inflation. The first complete formulation of the theory is in a 1983 paper by myself and Nakano; and the first paper that proposed a price shock combined with a conversion table is a 1984 paper also by the same authors. Resende and Arida write in 1984 the first paper proposing an indexed money to neutralize inertia; Francisco Lopes, again in 1984, relates inertial-inflation with hyperinflation. The main references are clearly presented.

**Key words:** inflation inertia indexation stabilization plan

**Resumo:** Este artigo apresenta a minha versão da história da inflação inercial. A primeira formulação completa dessa teoria está num artigo meu e de Nakano, de 1983; e o primeiro artigo que propôs um choque de preços combinado com uma tabela de conversão é de 1984, também dos mesmos autores. Resende e Arida escreveram em 1984 o primeiro trabalho propondo uma moeda indexada para neutralizar a inércia; Francisco Lopes, também em 1984, relacionou a inflação inercial com hiperinflação. As principais referências estão aqui claramente apresentadas.

**Palavras-chave:** inflação inércia indexação plano de estabilização

A decisão de indexar a economia brasileira foi tomada em 1964, no quadro de uma inflação relativamente alta, em torno de 70 por cento ao ano, que o governo militar herdou do governo Juscelino Kubitschek e da grave crise econômica e política de 1961-64. Nos primeiros anos, ela se limitava aos contratos financeiros, de forma que nos três anos seguintes foi possível reduzi-la através de uma política fiscal rígida para um patamar em torno de 40 por cento. Até 1979 a inflação brasileira se manteve aproximadamente nesse patamar. Entretanto, o segundo choque do petróleo e o choque dos juros internacionais desse ano, somados à política de crescer com poupança externa dos anos 1970 e a uma política monetarista de prefixação da taxa de câmbio para mudar as expectativas de inflação adotada em 1979/80, levaram o Brasil à grande e tríplice crise econômica: à crise da dívida externa dos anos 1980, à crise fiscal do Estado, e à alta inflação inercial.<sup>1</sup> A inflação que durante os anos 1970, girara em torno de 40 por

---

<sup>1</sup> Esta política de prefixar a taxa de câmbio em um nível inferior à inflação corrente foi uma desastrosa reprodução das políticas mais radicais adotadas na Argentina, no final dos anos 1970, e no Chile, no

cento ao ano, saltara para 100 por cento em 1980 devido ao choque externo de 1979 e à política monetária equivocada de 1979.<sup>2</sup> Em vista do fracasso da política baseada no conceito de expectativas racionais, o governo autoritário, em 1981 e em 1983, pôs em prática dois planos de estabilização convencionais, baseados em forte ajuste fiscal, elevação da taxa de juros, e depreciação da moeda. Entretanto, ao invés de cair, como esperavam os dirigentes da economia, a inflação se mantém, em 1981, no mesmo patamar dos 100 por cento do ano anterior, e sobe para 200 por cento em 1983, quando o governo decide por uma necessária desvalorização cambial. A alta inflação inercial afinal dominava a economia brasileira.

Entre 1980 e 1983, portanto, a inflação, que era crônica no Brasil, transformou-se em uma alta inflação inercial. Na inflação crônica já havia um componente inercial, que, a partir dessa transição, passa a ser dominante. A taxa de inflação, que era ainda medida em termos anuais, aumentara tanto que passou a ser medida em termos mensais. Entre 1964 e 1980 a inflação crônica estava relacionada à indexação formal da economia brasileira que havia sido introduzida em 1964 pelo regime militar principalmente para indexar contratos financeiros, mas não era ainda tão rígida para baixo como passou a ser no início dos anos 1980. Esta maior flexibilidade decorria provavelmente do fato de que naquele período a indexação era principalmente formal, enquanto que a partir dos anos 1980, com a elevação da taxa, passa a ser também informal: todos os preços e não apenas os formalmente indexados passam a ser aumentados de acordo com a taxa de inflação passada. Não foi, portanto, por mero acaso, mas como uma resposta a uma necessidade concreta, a um fato histórico novo, que entre 1980 e 1984 constitui-se no Brasil a teoria da inflação inercial.

Neste trabalho farei um relato de como surgiram as idéias sobre a alta inflação inercial que dominou o Brasil entre 1980 e 1994. Relatarei como, de repente, em 1980, ficou clara para mim a natureza inercial da inflação, e nos dois anos seguintes, Yoshiaki Nakano e eu logramos desenvolver o que suponho ter sido o primeiro modelo simples e compreensivo do mecanismo que tornava essa inflação autônoma da demanda. Escrevi então, com Yoshiaki Nakano, vários trabalhos que antecedem os trabalhos realizados

---

início dos anos 1980, com conseqüências desastrosas para as respectivas economias. Sobre a crise nesses dois países ver principalmente Dias-Alejandro (1981).

<sup>2</sup> A prefixação da taxa de câmbio inicialmente segurou a inflação na medida em que ela se apreciava. Entretanto, quando a sobreapreciação tornou-se insustentável, não restou alternativa senão corrigir o câmbio – o que levou à inflação a passar para o patamar de 100 por cento.

sobre o mesmo tema por professores da PUC do Rio de Janeiro. Não obstante, muitos acreditem que esta primazia cabe a eles – crença que pode ser explicada por quatro fatores: primeiro, eles também tiveram contribuições teóricas ao problema; segundo, esses economistas apresentaram suas idéias em inglês; terceiro, eles participaram em 1986 da formulação do Plano Cruzado que pela primeira vez usou essa teoria no Brasil; quarto, eles formularam o Plano Real que afinal controlou a alta inflação brasileira. Em todo o trabalho, mostrarei que afinal no Brasil só existiam oito economistas que reconheciam a inflação inercial, e todos eles ofereceram contribuições ao problema. Sei que estas questões sobre a descoberta de novas idéias são sempre complicadas, mas a melhor forma de verificá-las é consultar os próprios trabalhos escritos e publicados e estudar a história em torno desses trabalhos.<sup>3</sup> Na primeira seção deste trabalho, narrarei como surgiu a teoria; na segunda seção, farei um breve resumo da nova teoria; na terceira, contarei como nasceu a idéia da solução heróica ou do choque heterodoxo para neutralizar a inércia; na quarta, como surgiu a idéia da moeda indexada; e, finalmente, na quinta seção discutirei brevemente o problema dos microfundamentos, mostrando que no processo de descoberta da teoria da inflação inercial e das formas de neutralizá-la, eles foram definidos *a posteriori* para explicar um comportamento real observado: não foram, portanto, consequência de expectativas racionais e de um processo hipotético-dedutivo, mas de um processo histórico-indutivo de pesquisa.<sup>4</sup>

### **Surgem as novas idéias**

O problema econômico fundamental para o Brasil a partir de 1983, quando a taxa de inflação alcança 200 por cento ao ano, era como controlá-la. Duas recessões e um forte ajuste fiscal que, em 1984, levaram o déficit público para perto de zero, não haviam logrado a estabilização dos preços. Os economistas ortodoxos que haviam aplicado essa terapia estavam perplexos. Lembro-me bem de Afonso Celso Pastore, então presidente do Banco Central, dizer-me, no final de 1984, quando, na qualidade de presidente do Banespa (o primeiro cargo público que ocupei, no governo democrático de André Franco Montoro) lhe fiz uma segunda visita: “Bresser, não entendo o que está acontecendo. Fiz tudo para controlar a inflação, mas ela não cai.” Respondi ao excelente

---

<sup>3</sup> Fiz um primeiro relato da história da inflação inercial no Brasil em um paper de 1996, “A inflação decifrada”. Este trabalho amplia o anterior. Não conheço outros estudos relatando estas idéias a não ser uma excelente mas incompleto relato de Francisco Lopes (1989).

<sup>4</sup> Usarei “trabalho” e “paper” como sinônimos, e “artigo” para indicar textos mais leves publicados em jornais e boletins.

economista monetarista que conhecia há muito, “Não cai, Pastore, porque é uma inflação indexada, autônoma da demanda. Se você houvesse lido os dois trabalhos que escrevi com o Yoshiaki e que lhe dei no ano passado, creio que você compreenderia melhor o que está acontecendo e o que é preciso fazer para acabar com esse tipo de inflação”.<sup>5</sup>

Nós tínhamos uma nova teoria para explicar a inflação no Brasil. Essa teoria – 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 supunha, porque não implicava em violenta redução da demanda. Minhas próprias idéias sobre a inflação brasileira tinham origem no pensamento estruturalista latino-americano e, principalmente, em Ignácio Rangel, meu velho mestre e amigo. Seu livro *A Inflação Brasileira* (1963), que li no anos 60, foi uma revelação para mim. Era um passo adiante em relação às teorias estruturalistas. Ele aceitava a idéia de que a inflação tivesse origem em pontos de estrangulamento na oferta de certos bens, mas sua ênfase era outra. Rangel via a inflação como um mecanismo de defesa da economia, como uma forma através da qual os ciclos econômicos eram moderados e se mantinha a taxa de investimento elevada. Enquanto a teoria convencional e a teoria estruturalista da inflação supõem que esta seja em princípio de demanda, acelerando-se nos momentos de expansão da economia, Rangel dava ênfase ao lado da oferta e, supondo certo poder monopolista das empresas, afirmava que estas, diante das crises ou ameaças de crise, procuravam proteger sua taxa de lucro através do aumento administrado dos preços. Em consequência, a inflação se acelerava na recessão para acomodar as demandas dos agentes econômicos que viam seus lucros diminuírem. Isto lhe permitiu formular um padrão cíclico que depois ficou conhecido como a ‘curva de Rangel’ – uma curva mostrando que, no médio prazo, a inflação tem uma relação inversa – ao invés de direta, como pretende a teoria convencional – com o crescimento.<sup>6</sup> Desde os anos 50, verificava-se que quanto maior o crescimento, menor a inflação, e vice-versa. A explicação de Rangel para esse comportamento da inflação era a de que a inflação é essencialmente um sintoma da crise – é um mecanismo de defesa da economia contra a própria crise. No curto prazo, o

---

<sup>5</sup> Referia-me a "Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação" (1983) e a "Política administrativa de controle da inflação". O segundo, embora só publicado em 1984, já existia em versão preliminar em 1983.

<sup>6</sup> A curva de Rangel já está presente em *A Inflação Brasileira* (1963), mas ela só foi exposta plenamente em “Recessão, inflação e dívida externa” (1985).

excesso de demanda pode provocar inflação, mas, em um prazo mais longo, o que eleva a taxa inflacionária é a incapacidade da economia de resolver adequadamente suas próprias contradições, resultando daí a relação inversa. Estas idéias eram revolucionárias. Rangel descobria uma especificidade das situações de alta inflação de médio prazo em economias subdesenvolvidas sujeitas a crises de balanço de pagamentos que a teoria econômica convencional, fosse ela monetarista ou keynesiana, não explicava. Por outro lado, ao adotar uma perspectiva administrativa ou de custo para a inflação, uma linha heterodoxa da qual Gardiner Means fora um dos pioneiros nos Estados Unidos, a teoria de Rangel fazia sentido para mim. Meus estudos de administração de empresas e meu interesse pelas grandes organizações burocráticas empresariais e suas práticas de preços confirmavam a teoria administrativa da inflação. Além disso, Rangel deu um passo decisivo na compreensão das relações entre a inflação e a moeda, ao considerar passiva a oferta de moeda endógena. Não era o aumento da quantidade de moeda que explicava a inflação, mas era que induzia o aumento da oferta monetária. Alguns anos mais tarde, lendo uma resenha das idéias sobre moeda endógena (Gerald Merkin, 1982), verifiquei que nenhum economista anterior a Rangel escrevera com tanta firmeza e clareza sobre o tema, embora vários deles, como Wicksel, Keynes, Schumpeter e Joan Robinson, houvessem sugerido a idéia.

Durante os anos 1960 e 70, adotei basicamente essa visão da inflação. Acrescentei apenas a idéia de que o conflito distributivo era também uma parte essencial na explicação do processo inflacionário. Não estava, entretanto, ainda claro para mim que era necessário distinguir um conflito que mantinha estável de um conflito que acelerava a inflação. Durante os anos 1970, após a crise do petróleo, surgira um fato histórico novo nas economias desenvolvidas: a estagflação. As economias centrais viam suas taxas de inflação aumentar enquanto permaneciam em recessão. O mesmo fenômeno que Rangel estudara e procurara explicar dez anos antes, examinando a economia brasileira, repetia-se a nível mundial. 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, mas naquele momento era particularmente visível na economia brasileira. Durante quase todos os anos 1970, a inflação permaneceu relativamente estabilizada em torno de 40 por cento ao ano independentemente de a economia estar aquecida ou desaquecida. Entretanto, entre 1979 e 1983 essa inflação mudou para o patamar de 200 por cento ao mês. Por que esse

comportamento independente da demanda? Por que esse comportamento baseado em patamares cada vez maiores? Por que, em suma, a inflação deixou de ser apenas crônica para ser alta e inercial? As teorias monetaristas e as keynesianas eram claramente insatisfatórias. O estruturalismo era uma explicação insuficiente, já que os pontos de estrangulamento na oferta de bens agrícolas revelavam-se menos importantes do que pareciam. E também porque os eventuais estrangulamentos na oferta podiam acelerar a inflação, mas não explicavam por que ela, em seguida, não voltava a cair se não houvesse excesso de demanda. As idéias de Rangel, embora esclarecedoras, também explicavam uma dinâmica de aceleração e desaceleração da inflação, mas não logravam explicar porque, em seguida, a inflação se mantinha 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 40 para 100 por cento ao ano, e em seguida estabilizar-se nesse nível, começou a ficar claro para mim que a teoria da inflação administrada era insuficiente para explicar o que estava acontecendo. Ao dar uma aula sobre o problema, tive, subitamente, uma intuição. A inflação tendia a se manter porque a indexação formal e informal da economia levava as empresas a aumentarem seus preços de maneira defasada mas automática, independentemente da demanda. Só através desse mecanismo conseguiam manter sua taxa de lucro ou, em outras palavras, manter os preços relativos equilibrados de forma dinâmica. Esta idéia já está presente no *paper* "A inflação no capitalismo de estado (e a experiência brasileira recente)" publicado no segundo número da *Revista de Economia Política* (1981: 17). Nesse trabalho, ainda dominado pelo conceito de inflação administrada, já ofereço, em toda uma seção, a explicação básica para a inércia inflacionária. Escrevo: "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 alterações alternadas de preços não leva necessariamente a um aumento da taxa de inflação, mas à manutenção dos níveis de inflação em um determinado patamar". O núcleo da teoria da inflação inercial estava aí exposto.



Entretanto, este era um modelo incompleto. Só logrei desenvolver um modelo claro e completo da inflação inercial nos anos seguintes, através dos trabalhos que escrevi em seguida com Yoshiaki Nakano. Ele sempre foi um dos meus melhores amigos, e certamente meu mais próximo companheiro de aventuras intelectuais. Foi meu aluno, ainda nos anos 60, e nessa época escreveu para um dos meus cursos um trabalho semestral sobre escolhas de técnicas e desenvolvimento que foi o primeiro trabalho publicado por um aluno da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo na *Revista de Administração de Empresas*. Depois de prestar concurso para professor da FGV e de fazer o curso de doutoramento na Universidade de Cornell, onde apresentou uma tese srafiana sobre o sistema capitalista, voltou para São Paulo e se tornou um companheiro constante de estudos. Lemos juntos muito Marx e bastante de Keynes e de Kalecki. Yoshiaki tem uma extraordinária capacidade de estudo, e sua cultura econômica é ampla e profunda. Dessa forma, logo após haver publicado o trabalho sobre a inflação no capitalismo de Estado, convidei-o para escrevermos um trabalho teórico sobre a inflação. O resultado foi “Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação” (1983) – trabalho que suponho ser fundador da teoria da inflação inercial. Nele, pela primeira vez, temos um modelo completo desse tipo de inflação. Para isso, foi essencial a separação clara dos fatores aceleradores relacionados com choques de demanda ou de oferta, dos fatores mantenedores (os fatores propriamente inerciais ou autônomos) e dos fatores sancionadores da inflação (essencialmente a quantidade de dinheiro). Esse artigo que é muito simples tomou-nos, entretanto, muito tempo para escrevê-lo. Passamos o segundo semestre de 1982 e o primeiro de 1983 nessa tarefa. Afinal, depois de circular em versão fotocopiada, o submetemos à reunião Anual da ANPEC (Associação Nacional dos Cursos de Pós-Graduação em Economia) em Belém do Pará, em dezembro de 1983. Como não pude viajar, Yoshiaki apresentou o *paper*, que teve como um dos seus debatedores Francisco Lopes.

Creio que esse trabalho de 1983 foi o *paper* fundador da teoria da inflação inercial, mas nenhuma idéia é realmente nova neste mundo. Eu já conhecia o conceito de *realimentação* inflacionária que Mário Henrique Simonsen (1970) desenvolvera em um estudo pioneiro sobre inflação. Seu modelo, entretanto, era uma combinação das idéias monetaristas e keynesianas às quais se somava um fator inercial. Alguns anos depois de escrever com Yoshiaki nossos principais trabalhos sobre a inflação inercial, eu descobri que Felipe Pazos havia, em 1972, publicado um livro nos Estados Unidos, *Chronic*

*Inflation*, no qual já estavam presentes muitas das idéias sobre a inflação autônoma ou inercial. Antes disso, na teoria estruturalista da inflação de Loyola (1956) e Oswaldo Sunkel (1957), já havia a idéia do processo de propagação de um aumento inicial de preços. Estes trabalhos precursores, porém, não estavam em discussão quando, em 1980, surgiu-me a idéia de uma inflação indexada, causada por aumentos defasados de preços.

No início dessa década os economistas da PUC do Rio de Janeiro, particularmente Francisco Lopes, André Lara Resende, Persio Arida, Edmar Bacha e Eduardo Modiano, e um professor visitante argentino, Roberto Frenkel, estavam também desenvolvendo suas idéias sobre o assunto. Mas não escreveram qualquer artigo compreensivo, razoavelmente abrangente e completo, sobre a matéria anterior ao nosso, de 1983. Seus trabalhos e artigos mais informais estavam principalmente orientados para refutar a aplicabilidade à economia brasileira da curva de Philips que relaciona inversamente desemprego e inflação, usando, para justificar sua posição, a indexação dos salários. Antes de nosso trabalho de 1983, entretanto, não tenho conhecimento de qualquer trabalho no qual tenha sido desenvolvido um modelo claro e sistemático da inflação inercial e de como neutralizá-la. Os dois primeiros *papers* que tiveram essa característica foram escritos durante o ano de 1984: "Inflação inercial, hiperinflação e desinflação", de Francisco Lopes (1984b), e "Inertial inflation and monetary reform", de Persio Arida e André Lara Resende (1984). Este foi escrito no segundo semestre de 1984 e apresentado no final desse ano em um seminário em Washington. Antes disso, percebendo que esses economistas tinham idéias semelhantes às minhas, eu havia me associado intelectualmente eles – principalmente aos dois economistas mais jovens recém chegados de seus doutorados nos Estados Unidos. Para mim o que era realmente importante naquele momento era controlar a inflação que estava se transformando em uma maldição para a economia brasileira. Durante o ano de 1984 discuti com eles amplamente o problema da inflação porque esperava que eles pudessem contribuir – como de fato contribuíram – tanto intelectualmente como praticamente para controlá-la.

### **A nova teoria**

Ao escrevermos o artigo de 1983, Yoshiaki e eu avançamos por caminhos desconhecidos. Nossa formação estruturalista nos ajudava. Não ficávamos tão amarrados às idéias convencionais sobre a inflação, fossem elas de origem keynesiana

ou monetarista. 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 o tema. 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 de empresas, sindicatos e do próprio governo. Todos os modelos partiam do pressuposto que a inflação inicial era zero. A partir desse pressuposto as teorias procuravam explicar porque a inflação deixava de ser zero, 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 um ou por outro fator acelerador, ou por uma somatória deles. De qualquer forma, não havia novidade a respeito dessa questão.

O problema novo, que não fora sequer colocado na agenda dos economistas, era saber porque a inflação se mantinha estável em um determinado patamar. Em outras palavras, quais eram os fatores *mantenedores* da inflação. Depois de nos colocarmos uma pergunta, a resposta muitas vezes se torna óbvia. Foi o que ocorreu conosco. A manutenção do patamar de inflação decorre do fato de que os agentes econômicos, em seu esforço para manter sua participação na renda, indexam informalmente seus preços, aumentando-os defasadamente; fazem-no porque não têm alternativa senão repassar aumentos de custos para preços, repetir no presente a inflação passada, indexar informalmente seus preços; fazem-no defasada ao invés de simultaneamente porque grandes aumentos de preços quase simultâneos só ocorrem quando o problema deixa de ser o da *alta inflação* e passa a ser o da *hiperinflação*. Através desse mecanismo de aumentos assíncronicos de preços os agentes econômicos estão simplesmente reafirmando o princípio fundamental da teoria econômica: o princípio da tendência à

equalização das taxas de lucro ou do equilíbrio dos preços relativos. A inflação inercial torna-se assim o resultado do conflito entre empresas, capitalistas, burocratas e trabalhadores para manter sua participação na renda. Esse conflito pode ser agressivo – buscar aumento de participação na renda – e então será fator acelerador da inflação. No caso da inflação inercial, porém, esse conflito é essencialmente defensivo. Através da indexação informal, realizada através de reajustes defasados, 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 os 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.<sup>7</sup>

Se já houver indexação formal da economia, 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 *mark-ups* relativamente fixos, esse processo será ainda mais vigoroso, mas não é necessário que haja poder de monopólio para a inflação tornar-se autônoma da demanda e se inercializar 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 alternativa senão fazer o mesmo. Em nosso artigo de 1983 enfatizamos o papel dos *mark-ups* fixos, mas aos poucos fomos compreendendo que o fundamental era a indexação informal da economia; era a expectativa bem fundada dos agentes econômicos de que os preços continuariam a ser aumentados de acordo com a inflação passada mesmo em uma situação de recessão, já que esta prática era necessária para que mantivessem sua participação na renda estável.

Quando em 1980 identifiquei esse tipo novo de inflação, e em seguida, nos trabalhos com Yoshiaki Nakano, a definimos e mostramos que para controlá-la era necessário neutralizar os desequilíbrios encadeados de preços relativos que a caracterizavam, não a

---

<sup>7</sup> 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.

chamamos inicialmente de inflação *inercial*, mas de *inflação autônoma*. Verificamos depois que já havia na literatura norte-americana algumas referências à ‘inércia inflacionária’, e que o professor da USP, Adroaldo Moura da Silva (1983), havia escrito um artigo interessante embora contraditório sobre o tema usando essa expressão. No primeiro momento, como se tratava de um fenômeno relativamente novo, a expressão ‘inflação autônoma’ pareceu-nos adequada. Autônoma, porque autônoma da demanda. Usamos também a expressão ‘inércia’ em alguns dos trabalhos, mas foi só depois do Plano Cruzado, quando a inflação inercial ficou conhecida por esse nome, que decidimos usar também essa expressão.

Quanto aos *fatores sancionadores* da inflação, identificamos dois em nosso artigo de 1983: a moeda e o déficit público. Quanto à moeda, não estávamos inventando a roda. Estávamos apenas utilizando as idéias de Keynes e de Ignácio Rangel a respeito. Se a moeda já é em parte endógena em inflações normais ou moderadas, como mostrou Keynes, 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, não pode, porém, determinar a oferta nominal de moeda, que tem que crescer com a inflação, tem que "se acomodar 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 verdade, em 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.

A novidade relativa, 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.

## **Solução heróica ou choque heterodoxo**

Descoberta e explicada a alta inflação inercial, uma nova política para controlá-la se impunha. Yoshiaki e eu começamos a discuti-la ainda no segundo semestre de 1983, quando escrevemos "Política administrativa de controle da inflação" (1984a), nosso segundo artigo básico sobre a inflação inercial – o artigo no qual propomos uma forma de neutralizar a inércia inflacionária. Estava claro para nós que as políticas convencionais de estabilização não se aplicavam a um tipo de inflação que era novo – ou, mais precisamente, no qual o componente inercial era de tal forma dominante. Dado que a economia já estava em recessão e a inflação continuava forte, não fazia sentido restringir a demanda. 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, também não fazia sentido, não apenas devido às dificuldades inerentes ao controle de preços, mas principalmente porque mesmo os setores competitivos aumentam inercialmente seus preços quando a prática da indexação informal da economia se torna dominante. Finalmente, conviver com a inflação, como pretendiam os estruturalistas nos anos 50, quando a inflação estava em torno de 20 por cento ao ano, deixava de fazer sentido quando a inflação passava para 5, 10, 20, 30 por cento ao mês, ou seja, quando a inflação tornava-se muito alta, e, apesar da indexação, desorganizadora de todo o sistema econômico.

Entretanto, não enfrentávamos uma hiperinflação. Quando os aumentos de preços mensais tornam-se muito altos e os preços passam a ser aumentados diariamente, quando não a cada hora, ao mesmo tempo em que passam a ser indexados pela moeda forte mais próxima (dolarizada), temos o quadro da hiperinflação. Todos os preços passam a ser aumentados quase simultaneamente. Quando isso acontece, uma reforma monetária com o uso de uma âncora nominal, geralmente a taxa de câmbio, garantirá que a estabilização dos preços tenha êxito, desde que dela também faça parte um ajuste fiscal saneador das finanças públicas. Para que possa impor a âncora cambial é necessário que o governo disponha de reservas internacionais em moeda forte ou conte com o apoio de uma potência estrangeira que lhe assegure essas reservas. O ajuste fiscal é essencial já que a hiperinflação é sempre consequência de profunda crise fiscal, na qual o Estado deixa de ter crédito, perdendo, assim, capacidade de financiar não inflacionariamente qualquer déficit.

No Brasil, em 1983, estávamos em uma situação intermediária entre uma hiperinflação e uma inflação normal, moderada, típica dos países desenvolvidos, na qual a inércia é um fator secundário. Estávamos diante da inflação inercial, e para esta, já estava claro para nós, não havia alternativa senão controlá-la *administrativamente*, ou seja, através de uma política que controlasse os desequilíbrios de preços relativos inerentes à inflação inercial. Controlá-la indiretamente, através de política fiscal e monetária, só seria preciso se não houvesse a autonomia da inflação em relação à demanda; controlá-la através de âncoras, se a economia já houvesse atingido o nível da hiperinflação. 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? Víamos apenas duas possibilidades: ou montava-se um sistema de prefixação gradual, baseado na previsão de uma inflação futura declinante, e se estabeleciam guias (*guidelines*) para os agentes econômicos aumentarem seus preços a taxas decrescentes, ou se estabelecia um congelamento geral e rápido de todos os preços e salários acompanhado de uma tabela de correção dos contratos de compra e venda em curso.

Yoshiaki e eu discutimos esse problema enquanto nos preparávamos para escrever nosso artigo sobre a estabilização de inflações autônomas. Em meio ao nosso debate privado, apareceu em São Paulo, em junho de 1983, Albert O. Fishlow, um dos melhores economistas norte-americanos especializados em desenvolvimento econômico e um velho amigo – e um economista essencialmente ortodoxo. Veio jantar em minha casa, em uma noite em que estávamos apenas o Yoshiaki e eu. Em certo momento, Fishlow disse: “Para controlar a inflação brasileira, só um choque.” Minha primeira reação foi de discordância, quase de indignação. Pensei que Fishlow havia se convertido à ortodoxia. “Choque”, para mim, significava choque ortodoxo, significava um violento ajuste fiscal e uma âncora monetária. E eu estava convencido de que este tipo de política não funcionaria. As tentativas recentes nesse sentido, lideradas por Delfim Netto em 1981, haviam fracassado. Mas logo Yoshiaki e eu percebemos que Fishlow falava em um choque de preços, em um congelamento, na mesma linha que estávamos discutindo entre nós. Ficamos de pleno acordo, e a conversa em seguida foi excelente.

Havia, entretanto, um pequeno desacordo entre eu e Yoshiaki. No artigo que estávamos escrevendo, eu defendia a tese de que primeiro propuséssemos a prefixação gradual, usando como guias os reajustes dos preços públicos, dos salários e da taxa de câmbio. Apenas depois que a inflação houvesse ultrapassado um determinado limite, que

estimávamos em torno de 300 por cento anuais, no qual o controle gradual da inflação não mais funcionaria, seria conveniente assumir os riscos de adotar a política que chamamos *solução heróica*, enquanto Yoshiaki entendia que já se devia adotar essa solução imediatamente, com a inflação ainda no nível de 200 por cento. Esta alternativa – que afinal era a que realmente importava – supunha um rápido congelamento de preços para quebrar a inércia inflacionária. O congelamento deveria ser acompanhado, no mesmo dia de sua implementação, pelo emprego de uma tabela que convertesse os preços para a média real do período recente; especialmente importante seria a conversão dos salários de acordo com essa lógica.

Na verdade, um sistema de guias de preço só pode eventualmente funcionar quando a inflação for suficientemente pequena, porque nesse caso as possíveis perdas das empresas que seguirem os guias de preços definidos pelo governo serão pequenas se os demais não as seguirem. Pensemos em uma inflação de três por cento ao mês e outra de 30 por cento ao mês. E suponhamos que, através de guias de preço, pretendemos zerar a inflação em dez meses, reduzindo 0,3 pontos percentuais nos aumentos de preço no primeiro caso, e 3 pontos percentuais no segundo caso. No primeiro caso os empresários não terão dificuldade em seguir os guias. Se no primeiro mês aumentarem seus preços em apenas 2,7 por cento enquanto os demais, na média, voltam a aumentar 3 por cento, seu prejuízo será pequeno. No segundo caso, entretanto, o prejuízo do não cumprimento dos guias será dez vezes maior. É muito provável que o empresário não aceite o risco de seguir os guias de preços no segundo caso. No trabalho que estávamos escrevendo, "Política administrativa de controle da inflação", colocamos as duas alternativas. A proposta de congelamento foi definida como a segunda alternativa, caso a inflação continuasse a se acelerar. 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 é publicado no boletim do Conselho Regional de Economia um pequeno artigo de Francisco Lopes com uma proposta firme e corajosa de congelamento, que chamou de *choque heterodoxo*. Não creio que ele tenha lido nosso artigo antes de escrever sua nota. O fato é que o artigo chamou a atenção e o nome "pegou", passando a ser usado universalmente.



## **Moeda indexada**

Havia, porém, uma alternativa à solução heróica ou ao choque heterodoxo. Essa alternativa – mais elegante do ponto de vista econômico e mais difícil de ser compreendida – foi proposta inicialmente por André Lara Resende, que publicou em setembro de 1984, na *Gazeta Mercantil*, o artigo inovador, "A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial". Persio Arida, que em 1983 publicara no boletim do Conselho Regional de Economia o artigo "Neutralizar a inflação, uma idéia promissora", onde esboçava a idéia da moeda indexada,<sup>8</sup> em outubro de 1984 publica, na *Gazeta Mercantil*, um novo artigo, "A ORTN serve apenas para zerar a inflação inercial". Nesses três artigos, André e Persio propunham uma reforma monetária através da qual, por algum tempo, conviveríamos com duas moedas. Desta forma seria possível aos agentes econômicos redefinir seus contratos na nova moeda pela média dos preços reais dos últimos meses – e não haveria necessidade de congelamento: apenas a mudança para a nova moeda assim que o período de conversão terminasse. Na medida em que a moeda indexada fosse adotada, a estabilização viria sem maiores traumas. Esta alternativa fora adotada na Hungria nos anos 1920; André e Persio transformaram-na em uma proposta adaptada à realidade brasileira. Esta se tornou completa quando, em novembro de 1984, convidados por John Williamson para participar de um seminário sobre inflação em Washington, escreveram o *paper* já mencionado "Inertial inflation and monetary reform" (Arida e Resende 1984). Rüdiger 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, a verdadeira língua da economia, esse trabalho ficou reconhecido equivocadamente como o artigo fundador da teoria da inflação inercial, quando ele apenas fundou uma das formas de neutralizá-la. Tanto a teoria básica quanto a outra forma de neutralização da inércia já haviam sido apresentados nos meus dois trabalhos com Yoshiaki. A novidade estava na forma alternativa ao congelamento de neutralizar a inércia. Para os agentes econômicos que adotassem a nova moeda os ajustes de preços na moeda antiga passariam a ser diários; seriam, portanto, sincronizados. Dessa forma, no momento da reforma monetária em que a moeda antiga fosse eliminada, a nova moeda corresponderia a preços relativos equilibrados e os agentes não teriam mais necessidade de aumentar preços para proteger

---

<sup>8</sup> A notícia dessa nota que não li quando foi publicada me foi dada pelo próprio Persio.

sua renda. Essa alternativa não foi adotada quando participaram da elaboração do Plano Cruzado (1986); foi, entretanto, o segredo do êxito do Plano Real, dez anos depois.

Mas voltemos a 1984. Chico Lopes, por sua vez, que discordara de seus dois colegas da PUC, André e Persio, ao optar por um congelamento, no final do ano chegou a um compromisso com eles, ao apresentar em dezembro, no congresso da ANPEC, um excelente artigo, "Inflação inercial, hiperinflação e desinflação" (1984b), no qual apresenta um quadro sistemático da teoria e distingue a inflação inercial da hiperinflação. No final daquele mesmo ano, Yoshiaki e eu publicamos o livro *Inflação e Recessão* (1984b), 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. Antes disto, em julho de 1984, quando era presidente do Banespa, fiz uma viagem à Argentina na companhia de Hélio Jaguaribe e de André Lara Resende, seu genro na época. Na viagem de volta conversei extensamente com André, e ficamos impressionados como nossas idéias coincidiam sobre o assunto. Em setembro, mês em que saiu o artigo de André na *Gazeta Mercantil*, participei de um Congresso de Bancos na Bahia, onde Mário Henrique Simonsen fez uma bela palestra sobre a inflação inercial. Fiz uma intervenção nos debates. Quando saímos da sala, Mário, que naquela época era bem mais distante de mim do que depois se tornaria, disse-me privadamente e com certo tom de surpresa: "Bresser, você é o único que entende do que está acontecendo com a inflação neste Congresso". Isto não era surpreendente. Segundo meu conhecimento, naquele momento, além de Mario, os únicos economistas que entendiam o que era a inflação inercial no Brasil eram os cinco economistas da PUC citados, Yoshiaki e eu. No final de setembro, quando fui participar da reunião anual do FMI-Banco Mundial em Washington, encontrei-me com Persio. Conversamos longamente sobre nossas idéias e as de André. Persio 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. Na análise da inflação inercial eu dava uma ênfase maior do que André e Persio aos seus aspectos estruturalistas, ao conflito distributivo agressivo que acelerava a inflação a ao defensivo que mantinha o patamar de inflação alcançado, mas nossas idéias eram essencialmente coincidentes. Eu tinha dúvida sobre a operacionalidade das duas moedas, que evitavam o congelamento, mas seriam de complicada compreensão

pelos agentes econômicos. Em relação a Chico Lopes, minhas posições e as de Yoshiaki eram ainda mais próximas. Nós, como ele, dávamos uma enorme importância à mecânica defasada dos reajustes de preço e ao conflito distributivo pela manutenção das taxas de lucro e de salário que estavam subjacentes. Esses eram problemas econômicos reais, e não fantasias combinando monetarismo com expectativas racionais.

### **Microfundamentos e planos posteriores**

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 meu aluno José Márcio Rego (1986). Os artigos desse livro dão uma idéia das bases teóricas que utilizávamos naquele momento. Foi também nessa época que comecei a fazer uma crítica adicional à teoria econômica monetarista e neoclássica – a crítica baseada na oposição entre expectativas racionais e *expectativas reais*. Eu sempre criticara a posição monetarista devido ao caráter endógeno da moeda, mas me tornei especialmente crítico quando li o *paper* de Thomas Sargent (1982) sobre o fim das hiperinflações em quatro países após a Primeira Guerra Mundial. Para ele, bastou aos governos da Alemanha, Áustria, Hungria e Polônia mudar 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. Ainda em 1984, quando alguns alunos começavam a ser inoculados com o vírus das expectativas racionais, comecei a desenvolver essa crítica. Como nesse momento os nossos artigos básicos sobre a inflação inercial já estavam escritos e publicados em livro, as novas idéias sobre a diferença entre expectativas racionais e *expectativas reais* estão presentes nos diversos trabalhos que individual ou conjuntamente escrevemos nos anos seguintes. O problema que se colocava era saber qual o microfundamento da inflação inercial. Segundo minha visão estruturalista, os agentes econômicos não aumentam seus preços principalmente porque têm a expectativa de que os outros também aumentem, mas porque têm necessidade real de aumentá-los para recompor permanentemente o equilíbrio dos preços relativos. Esse é o motivo racional por trás da teoria da inflação inercial. É um motivo racional que tem como origem um fato concreto (os aumentos de preços anteriores) que dá origem a uma expectativa real de que os demais agentes para os quais chegou o momento de aumentar preços continuarão na ciranda de aumentos defasados de preços porque eles também dependem desses aumentos para manter sua taxa de lucro. Não cheguei à teoria da inflação inercial através de uma análise

hipotético-dedutiva de expectativas racionais, mas através da observação de como os agentes econômicos se comportavam – como, na recessão, continuavam a aumentar preços. Em seguida busquei motivos racionais para esse fato, mas esta foi uma análise *a posteriori* da racionalidade da ação, ao invés das análises *a priori* que fazem os economistas neoclássicos para construir seus castelos teóricos vazios de conteúdo real.<sup>9</sup> Foi, assim, possível compreender que eles tinham razões reais, econômicas, desenvolviam *expectativas reais* – e não meras expectativas racionais *a priori* – para agir como agiam em um quadro de alta inflação informalmente indexada.

Segundo a perspectiva monetarista, em período de alta inflação é possível pensar em um equilíbrio macroeconômico, desde que as expectativas sejam condizentes com o aumento de preços e da oferta de moeda. Não é por outra razão que nas últimas edições do clássico livro introdutório de economia de Paul A. Samuelson, co-assinado por W. M. Nordhaus, foi introduzida uma seção sobre inflação inercial que decorre de expectativas. Esse tipo de explicação para a inflação inercial, porém, é de um lado uma obviedade, de outro, um equívoco. É uma obviedade porque é evidente que os agentes econômicos aumentam defasadamente seus preços não apenas porque precisam manter sua participação na renda, mas porque têm a expectativa de que os demais agentes também o farão. Aumentar os preços quando chega sua vez é uma condição de sobrevivência econômica para cada agente econômico.

Os agentes econômicos agem de acordo com expectativas, mas é um equívoco pensar que é relativamente fácil mudar suas expectativas e, com isso, mudar as decisões que tomam sobre preços. As expectativas são voláteis. Muitas vezes no Brasil houve uma “reversão de expectativas” – todos formaram expectativas que a inflação baixaria – mas isto não levou os agentes a diminuírem o ritmo de seus aumentos de preços. O agente econômico é sempre avesso ao risco, e sempre defende com unhas e dentes sua participação na renda. Tentar mudar o regime de política econômica e esperar que as expectativas dos agentes mudem ao ponto de eles mudarem suas decisões de preço quando isso não é nem o que o mercado exige deles, nem o que realmente lhes interessa, é puro *non-sense*. Nas hiperinflações, que Sargent estudou, foi possível controlar a

---

<sup>9</sup> A crítica do uso do método hipotético-dedutivo que é próprio de ciências metodológicas na teoria econômica e a defesa do método histórico-dedutivo estão em Bresser-Pereira, “The two methods and the hard core of economics” (2003/08).

inflação em um dia quando se tornou viável impor uma âncora cambial sem que houvesse preços excessivamente atrasados ou adiantados, já que a economia estava dolarizada e os preços aumentavam todos os dias senão todas as horas, decorrendo, desse fato, 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. Quando a inflação é inercial, é inútil imaginar que a mudança do “regime de política econômica” e a conseqüente mudança de expectativas resolverão o problema. Dado que inércia está baseada nos aumentos defasados de preços, que se tornam obrigatórios para os agentes econômicos porque 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.

Para que um plano de estabilização dê certo não basta que ele seja tecnicamente correto e que, portanto, respeite o equilíbrio dos preços relativos e neutralize a inércia inflacionária. Não basta, ainda, que tenha condições em termos de finanças externas para combinar a neutralização da inércia com uma âncora cambial. É preciso também que haja decisão política do governante em promover o ajuste fiscal. E é necessário o apoio da sociedade para isto. Estas três condições adicionais não existiam em 1986, quando do Plano Cruzado, que, primeiro levou todo o país à euforia, e, em seguida, entrou em colapso de forma espetacular. O plano foi bem concebido em termos de neutralização da inércia, mas fracassou porque levou a uma sobreapreciação insustentável da moeda e porque não foi combinado com o necessário ajuste fiscal. Naquele momento, no quadro da transição democrática, o populismo econômico se tornara dominante no Brasil, e era praticamente proibido se falar em austeridade fiscal.

Aquelas condições existiam ainda em menor grau quando, em maio de 1987, em meio a uma crise aguda, assumi o Ministério da Fazenda. A situação do país agravara-se enormemente devido ao desvario do ano anterior. A inflação explodia, as empresas e as unidades da Federação, que tinham visto suas receitas aumentarem fortemente em 1986, quebravam, o país estava em moratória e insolvente internacionalmente, e, por fim, a taxa de câmbio, que então seguia o regime das minidesvalorizações (*crawling peg*) estava sobreapreciada e exigia correção – o que fiz imediatamente. Além de tudo isso, o poder político do presidente José Sarney havia diminuído sensivelmente devido ao

colapso do Plano Cruzado, e ele já não tinha motivação para fazer ajuste fiscal. Não é surpreendente, portanto, que o Plano Bresser que implantei em junho desse ano como medida de emergência não lograsse controlar a inflação, mas apenas restabelecer um mínimo de ordem na economia. Para esse trabalho contei, principalmente, com a assessoria de Yoshiaki e de Chico Lopes. Meu plano era, no início de 1988, fazer um novo plano, provavelmente usando a estratégia da moeda indexada que então era também conhecida como “ótenização”. Entretanto, quando vi que não teria o apoio fiscal necessário para levar adiante esse plano, demiti-me em dezembro de 1987.<sup>10</sup> Os fatos que se seguiram comprovaram minha razão em sair do governo. Dois anos depois, o presidente entregava o Brasil a seu sucessor com uma inflação que deixara de ser apenas alta e tendia para a hiperinflação: em março de 1990, a inflação foi de 72 por cento, e se acelerava. Em consequência do fracasso do Plano Cruzado, o Pacto Popular-Democrático de 1977, que presidira a transição democrática, entrara também em colapso, deixando no país um vácuo político. Foi isso que permitiu que se elegeisse um político desconhecido e pouco representativo, Fernando Collor de Mello, derrotando grandes líderes da transição democrática como Ulysses Guimarães, Luiz Inácio Lula da Silva e Mario Covas.

O novo presidente chegou ao poder com grandes esperanças, e, imediatamente, editou um plano de estabilização corajoso e, infelizmente, equivocado. Corajoso porque fez um enorme ajuste fiscal e monetário. Equivocado, porque a ministra da fazenda, Zélia Cardoso de Mello, e o presidente do Banco Central, Ibrahim Eris, não conheciam a inflação inercial, e, no dia do novo congelamento de preços, não a neutralizaram através de uma tabela de conversão. Este fato levou a mim e a Yoshiaki a prevermos, em junho de 1990, no trabalho "Hiperinflação e estabilização no Brasil: O primeiro Plano Collor", o fracasso do Plano Collor. Nessa época eu voltara a trabalhar no Pão de Açúcar, e, no dia seguinte ao do congelamento, seu diretor financeiro me comunicou que a grande empresa de supermercados havia perdido US\$ 75 milhões com o plano, porque comprava a prazo e vendia a vista. Isto certamente ocorrera com muitas outras empresas, que teriam, necessariamente, de corrigir seus preços nos meses seguintes para que os preços relativos voltassem ao equilíbrio – um equilíbrio dinâmico, é verdade,

---

<sup>10</sup> Para uma história de minha passagem no Ministério da Fazenda ver, entre outros, o depoimento que prestei ao Instituto Universitário de Pesquisas do Rio de Janeiro (IUPERJ), “Contra a corrente: a experiência no Ministério da Fazenda” (1988). Meus trabalhos autobiográficos estão publicados em [www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br) sob o tema *Trabalhos Biográficos* do menu lateral desse sítio.

mas de qualquer forma um equilíbrio. Escrevemos nosso trabalho para o Segundo Seminário Bianual dos Economistas Pós-Keynesianos que então se realizava em Knoxville, no Tennessee. Depois de apresentarmos nosso trabalho, Yoshiaki e eu fomos a Washington aonde tínhamos ainda amigos no FMI e no Banco Mundial. Visitamos os dois grupos de economistas que estudavam o Brasil e lhes dissemos que o Plano Collor infelizmente fracassara porque deixara de neutralizar a inflação inercial. Eles, entretanto, baseados no rigoroso ajuste fiscal e monetário realizado pelo governo brasileiro, não concordaram, e nos asseguraram que o plano seria bem sucedido. Em outubro desse mesmo ano, quando a inflação já havia alcançado 14% ao mês, Ibrahim Eris disse algo que me lembrou muito a frase de Pastore em 1984. O competente presidente do Banco Central no primeiro ministério Collor manifestou sua perplexidade dizendo: “não é a economia que está errada, é o mundo”.<sup>11</sup>

Depois do fracasso do Plano Collor tornou-se geral a rejeição aos congelamentos de preços. Entretanto estava muito claro para mim que só haviam duas alternativas para o Brasil: ou se esperava que a hiperinflação sincronizasse os preços de forma a permitir que uma âncora cambial resolvesse o problema, ou se adotava uma medida heterodoxa que era ou um congelamento com tabela de conversão ou o mecanismo de moeda indexada. Em 1993, depois do fracasso de três ministros do governo Itamar Franco em controlar a alta inflação, Fernando Henrique Cardoso assumiu o Ministério da Fazenda. Convidou, então, Edmar Bacha para ser seu Secretário de Política Econômica. Edmar, entretanto, resistia. Amigo de Fernando e de Edmar, telefonei a este último e durante 20 minutos tentei convencê-lo a aceitar, porque ele era um dos poucos economistas brasileiros que sabiam o que era a inflação inercial e como controlá-la. Não sei se meu telefonema teve qualquer importância, mas o fato é que Edmar aceitou e, nos meses seguintes, conseguiu a cooperação de seus colegas da PUC. O resultado foi o Plano Real, em 1994, cujo êxito se deveu a um razoável ajuste fiscal, a uma perfeita neutralização da inércia inflacionária através da URV (Unidade Real de Valor), e a uma âncora cambial (que deveria ter sido muito menos violenta do que foi). Minha participação nesse plano se deu apenas do lado de fora, dando apoio aos que o realizavam, ao mesmo tempo em que cobrava que o levassem adiante, porque a equipe econômica que formulou o plano hesitou muito em implementá-lo. Em fevereiro de

---

<sup>11</sup> Esta frase, dita em um país da África, foi publicada em uma pequena notícia de primeira página da *Gazeta Mercantil*.

1994, informado de que a equipe temia que a URV resultasse em hiperinflação, escrevi um artigo na *Folha de S. Paulo*, “As objeções à fase-URV” (os três meses em que se processaria a conversão dos preços para URVs).<sup>12</sup> Era um artigo curioso porque criticava alguns dos pais da teoria da inflação inercial, inclusive Yoshiaki, ao mesmo tempo em que era um sinal do meu empenho pessoal em terminar com a alta inflação inercial no Brasil e da minha certeza que o plano seria bem sucedido se obedecesse aos princípios da teoria que ajudara a desenvolver. Dizia o artigo em sua abertura: “Os jornais informam que, depois das advertências de alguns economistas respeitáveis, como Mario Henrique Simonsen, Francisco Lopes e Yoshiaki Nakano, a equipe econômica estaria rediscutindo a idéia da Unidade Real de Valor. Alguns dos seus membros estariam mesmo dispostos a saltá-la, passando diretamente do ajustamento fiscal à reforma monetária com âncora cambial. As dificuldades jurídicas e operacionais relacionadas com a introdução da URV reforçariam essa posição. Ora, não obstante as advertências sejam compreensíveis, não faz sentido suprimir a fase-URV. Fazê-lo significa ou desistir de vez de estabilizar a economia neste ano, já que uma simples âncora cambial não precedida da fase-URV é inviável no Brasil dadas as defasagens nos aumentos de preços, ou então tentar a sorte através de outro congelamento acompanhado de tablita - solução hoje politicamente inviável”. Afinal, a fase-URV não foi saltada, e o plano teve pleno êxito em controlar a inflação inercial no Brasil.

Minha associação intelectual com os professores da PUC, porém, terminou em 1995 quando ficaram claras as diferenças de visão sobre a economia e a política econômica. Continuei amigo pessoal deles, mas nos colocamos em campos opostos em questões teóricas e práticas. Na implementação do plano, ainda em 1994, usaram uma âncora cambial desnecessariamente rígida que apreciou o câmbio de forma irresponsável nos primeiros meses após o choque, levando a taxa de câmbio da paridade de R\$ 1,00 por dólar para perto de R\$ 0,80 por dólar. Esta sobreapreciação do câmbio custaria caro ao Brasil, como se viu nas crises de balança de pagamentos de 1998 e de 2002. Segundo, mantiveram indexados cerca de 30% dos preços que formam os índices de preço no Brasil: os preços administrados das empresas monopolistas de serviços públicos. Esta ‘sobra’ também está nos custando caro porque dificulta a baixa da inflação nos

---

<sup>12</sup> Este artigo (1994a) e os demais que escrevi nos jornais sobre o Plano Real foram reunidos com uma breve introdução histórica em um documento que recebeu o título, “A economia política do Plano Real” (1994b).



momentos de desaquecimento da economia e legítimas políticas recessivas para controlar a inflação, que não seriam necessárias se este flagelo que é a indexação tivesse sido definitivamente proscrito da economia brasileira. Terceiro, tornaram-se os principais defensores de uma taxa de juros real muito acima do razoável que, além de um custo fiscal imenso, desestimula o investimento. Em suma, ficou claro que eram economistas neoclássicos que subscreviam as propostas do consenso de Washington, enquanto que eu me mantinha keynesiano-estruturalista.<sup>13</sup> Embora a teoria neoclássica, a teoria keynesiana e a estruturalista não expliquem a inflação inercial, os princípios das duas últimas teorias estão dela mais próximos.

## Referências

- Arida, Persio (1983) “Neutralizar a inflação, uma idéia promissora”, *Economia e Perspectiva* (boletim do Conselho Regional de Economia de São Paulo), julho 1983.
- Arida, Persio (1984) “A ORTN serve apenas para zerar a inflação inercial”, *Gazeta Mercantil*, outubro, 1984.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1981) "A inflação no capitalismo de Estado (e a experiência brasileira recente)". *Revista de Economia Política* 1(2): 3-42.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Yoshiaki Nakano (1983) "Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação", em *Anais do X Encontro Nacional de Economia*, Belém, ANPEC, dezembro 1983. Reproduzido em *Revista de Economia Política* 4(1) janeiro 1984: 5-21.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Yoshiaki Nakano (1984a) "Política administrativa de controle da inflação". *Revista de Economia Política* 4(3) julho 1984:105-125.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Yoshiaki Nakano (1984b) *Inflação e Recessão*. São Paulo: Brasiliense.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1988 [1992]) "Contra a corrente: a experiência no Ministério da Fazenda", *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, nº19, julho 1992: 05-30. Versão revisada de depoimento prestado ao Instituto Universitário de Pesquisas do Rio de Janeiro em setembro de 1988.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1994a) “As objeções à fase-URV”, *Folha de S. Paulo*, 6 de fevereiro de 1994.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1994b) "A economia e a política do Plano Real", *Revista de Economia Política*, 14(4): 129-148.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2009) “The two methods and the hard core of economics”, trabalho apresentado ao Encontro Nacional de Economia Política Florianópolis, 19-

---

<sup>13</sup> Minhas críticas à teoria neoclássica estão resumidas em “The two methods and the hard core of economics” (2009), e a sua aplicação ao Brasil pós-1994 no quadro da ortodoxia convencional, em *Macroeconomia da Estagnação* (2007).

20 de junho de 2003. Aprovado para publicação no *Journal of Post Keynesian Economics* em número de 2009. Disponível em [www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br).

Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Yoshiaki Nakano (1990 [1991]) "Hiperinflação e estabilização no Brasil: O primeiro Plano Collor" (1991) *Revista de Economia Política* 11 (4):89-104. Trabalho originalmente apresentado ao Second International Post Keynesian Workshop, Knoxville, Tennessee, junho 1990.

Castro, Antonio Barros de e Fernando Pires de Souza (1985) *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*, Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra.

Castro, Antonio Barros de e Fernando Pires de Souza (1985) *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

Diaz-Alejandro, Carlos (1981) "Southern Cone stabilization plans", in W. Cline & S. Weintraub, eds. (1981) *Economic Stabilization in Developing Countries*. Washington: The Brookings Institution: 119-148.

Lara Resende, André (1984) "A Moeda Indexada: uma Proposta para Eliminar a Inflação Inercial", *Gazeta Mercantil*, 26, 27 e 28 de setembro.

Lara Resende, André e Persio Arida (1984 [1985]) "Inertial inflation and monetary reform", in John Williamson, org. (1985) *Inflation and Indexation: Argentina, Brazil and Israel*. Cambridge: MIT Press. Originalmente apresentado em seminário em Washington, novembro 1984. Lopes, Francisco L. (1984a) "Só um choque heterodoxo pode derrubar a inflação". *Economia em Perspectiva* (boletim do Conselho Regional de Economia de São Paulo), agosto 1984.

\_\_\_\_\_ (1984b) "Inflação inercial, hiperinflação e desinflação". *Revista da ANPEC*, no.7, December 1984.

\_\_\_\_\_ (1989) *O Desafio da Hiperinflação*. Rio de Janeiro: Editora Campus.

Merkin, Gerald (1982) "Para uma teoria da inflação alemã: algumas observações preliminares". In José M. Rego, org. (1986), *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. São Paulo: Paz e Terra. Originalmente publicado in Feldman, Holtfreisch, Ritter and Witt, orgs. (1982) *The German Inflation*. Berlin: Walter de Gruyter.

Noyola, Juan F. (1956) "Desarrollo económico en México y otros países latinoamericanos", *Investigación Económica*, 1956.

Pazos, Felipe (1972) *Chronic Inflation*. Nova York: Praeger.

Rangel, Ignácio M. (1963) *A Inflação Brasileira*. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro.

Rangel, Ignácio M. (1985) "Recessão, inflação e dívida externa", *Revista de Economia Política* 5(3): 5-25.

Rego, José Márcio, org. (1986) *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

Silva, Adroaldo Moura da (1983) "Regras de ajustes de preços e salários e a inércia inflacionária". *Estudos Econômicos*, 12(2) maio 1983.

Sunkel, Oswaldo (1958) "La inflacion chilena: un enfoque heterodoxo". *El Trimestre Económico*, 25 (4) outubro 1958. Transcrito em Oswaldo Sunkel et al. (1967) *Inflacion y Estructura Económica*. Buenos Aires: Paidós.

