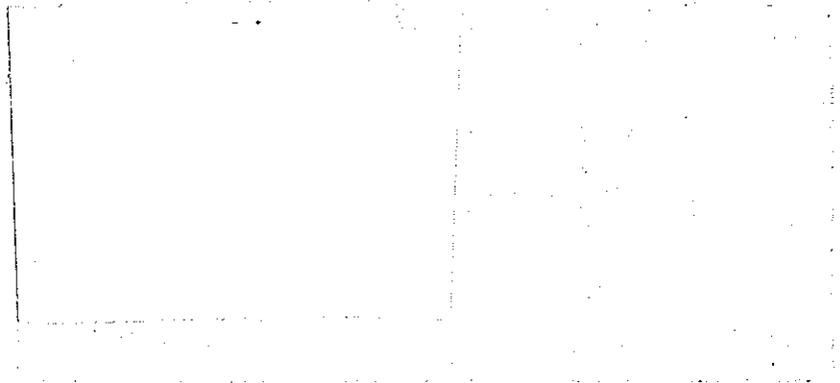


77

# Inflação Zero Brasil, Argentina e Israel



BRASIL ARGENTINA ISRAEL

1970

I

INFLAÇÃO INERCIAL E REFORMA MONETÁRIA:  
BRASIL

*Persio Arida e André Lara-Resende \**

\* Ambos os autores são professores na Universidade Católica do Rio de Janeiro. No momento, Persio Arida é membro do Centro Internacional para Acadêmicos Woodrow Wilson, Washington DC. Os autores receberam proveitosos comentários de muitas pessoas no Brasil e Estados Unidos, impossível de serem aqui enumeradas, uma a uma, mas são gratos a cada uma delas. As qualificações usuais se aplicam.

Nas últimas três décadas, o Brasil tem convivido com uma inflação de dois dígitos. Após a inflação anual ter alcançado a taxa de 100% por um curto período em 1964, o novo governo militar lançou um programa de estabilização que reduziu a inflação a níveis ligeiramente abaixo de 40% em 1965 e 1966. O relativo sucesso do seu programa de estabilização baseou-se nos controles salariais impostos por medidas autoritárias, complementados por controles seletivos de preços. Em 1967 a inflação declinou até pouco abaixo de 20%. Entre 1967 e 1973 a inflação anual estabilizou-se em cerca de 20%, apesar da forte recuperação que rapidamente fez diminuir os índices de desemprego e de excesso de capacidade.

O choque de oferta do petróleo em 1973 elevou a taxa anual de inflação para 40% em 1974-78. Este período de quatro anos demonstrou uma estabilidade notável na taxa de inflação. O segundo choque do petróleo, acompanhado da redução à metade do intervalo de indexação dos salários e contratos de aluguéis e de uma desvalorização do cruzeiro de 30% acima da depreciação de paridade face ao dólar no final de 1979, explica a aceleração da inflação em 1979 e 1980 para o nível de 100%.

Diante das taxas de inflação crescentes e da evidência cada vez maior do desequilíbrio na balança de pagamentos devido à contração dos mercados de crédito externos, o governo impôs medidas de austeridade em fins de 1980. Implementou-se um pacote de medidas fiscais visando cortes generalizados em todos os programas de investimento público e antecipando a tributação de renda da pessoa jurídica.

A política monetária já se hávia tornado, anteriormente, bastante restritiva desde meados de 1980 em função de um trata-

mento agressivo pelo Banco Central da dívida pública no mercado aberto. O Banco Central assegurou uma contração monetária adicional ao estabelecer limites quantitativos de crédito ao sistema bancário privado a níveis significativamente abaixo da taxa de inflação corrente. As taxas de juros reais elevaram-se acentuadamente. A taxa de juros preferencial manteve a média de 30% ao ano, sendo que a taxa de crédito ao consumidor e a taxa marginal de empréstimo alcançaram até níveis mais elevados acima da correção monetária.

O corte no déficit do setor público afetou ponderavelmente a atividade econômica. A produção industrial, que registrou um crescimento real médio anual de 7% em 1968-80, declinou em quase 12% em 1981. A despeito do desemprego rapidamente crescente e do colapso de ambos os investimentos público e privado, a inflação apresentou apenas uma redução marginal de 110% em 1980 para 100% em 1981. Esta ligeira melhoria resultou de taxas de crescimento menores dos preços agrícolas. Os aumentos nos preços industriais não se reduziram.

Em 1982, a atividade industrial declinou em quase 7%. Sem a contribuição dos preços agrícolas, a inflação não cedeu mas, ao contrário, elevou-se marginalmente.

A crise da dívida internacional e o colapso dos mercados de crédito internacionais que se seguiram à moratória mexicana de agosto de 1982 causaram a crise de liquidez externa do Brasil. Articulou-se, a tempo, um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) de modo a garantir o reescalonamento ordenado da dívida externa. O programa de ajustamento do FMI foi clássico: uma redução na absorção interna iria restabelecer o equilíbrio interno e externo. O FMI fixou metas monetárias mais restritivas e quis eliminar o déficit do setor público; esperava-se que o déficit nominal, estimado em 16% do PIB em 1982, desaparecesse ao fim de dois anos de vigência do programa de ajustamento.

Todas as metas fixadas em termos nominais pelo FMI foram revistas após a desvalorização cambial real de 30% em fevereiro de 1983. Contudo, mesmo as metas revistas provaram-se inatingíveis nos trimestres subsequentes. A aceleração da inflação para 210% em 1983 tornou inúteis todos os esforços para se cumprirem as metas nominais de expansão monetária previamente acordadas. Mais uma vez a inflação brasileira revelou uma sensibilidade extrema a choques de oferta adversos e insensibilidade a

políticas de demanda restritivas. O papel da indexação na inflação e a conseqüente impossibilidade de eliminar o déficit nominal do setor público não foram assimilados pelo FMI na ocasião.

A necessidade de definir e mensurar o déficit real ou operacional do setor público foi eventualmente aceita pelo Fundo, e incluída como uma meta em paralelo nos programas de estabilização do FMI. O déficit real ou operacional do setor público é definido como a diferença entre o déficit nominal, isto é, as necessidades de endividamento do setor público de acordo com o FMI, e o valor da correção monetária sobre o estoque da dívida pública indexada. A maioria dos analistas da política fiscal brasileira nos últimos dois anos confundem as duas definições de déficit público.

O déficit real do setor público representou 8% do PNB em 1982 e 3,5% do PNB em 1983. Ao final de 1984, o déficit fiscal havia sido praticamente eliminado. Sob todos os critérios, esta é uma reversão dramática do desequilíbrio fiscal precedente. O déficit nominal contudo não se reduziu. De fato, elevou-se ligeiramente. A discrepância entre o comportamento dos déficits nominal e real (ou operacional) desde 1982 é explicada pela taxa de inflação acelerada. É fácil ver que, se uma inflação de 200% persiste, a completa eliminação do déficit nominal em um ano exigiria um superávit fiscal real igual a dois terços do valor real do estoque da dívida pública no início do ano. A redução do valor real do estoque do déficit público acumulado ao longo da história da economia para um terço do seu valor em um ano é impossível. Como o equilíbrio da carteira dos agentes na economia baseia-se nas magnitudes reais dos ativos, é óbvio que as necessidades de financiamento público advindas da recomposição nominal do valor real da dívida pública, por aquilo em que é corroída pela inflação, não exercem qualquer pressão sobre o equilíbrio econômico. Lamentavelmente, confusões elementares como comparar a taxa real de poupança ao déficit nominal público, e as estimativas dos supostos efeitos de *crowding-out* (expulsão) da rolagem nominal da dívida pública, ainda são freqüentes nos debates sobre a economia brasileira.

A confusão foi alimentada porque a inflação não deu sinal de recuo em 1984 e chega quase a 230% ao final do ano. A resistência da inflação levou alguns especialistas a concluir erroneamente que o programa de ajustamento de 1980-84 nunca ocorreu. A reversão espetacular da balança comercial de um déficit de

US\$3,5 bilhões em 1982 para um superávit de US\$6 bilhões em 1983 e um superávit de US\$12,5 bilhões em 1984 prova que o ajustamento de fato ocorreu. A economia brasileira hoje está mais saneada do que em 1980 e mais fortalecida. A razão para a resistência da inflação às medidas de austeridade não é o insucesso do programa de ajustamento. Precisa, portanto, ser buscada em outra parte.

### Falsos conceitos

Os analistas econômicos desenvolveram diversas teorias para justificar a inoperância das medidas de austeridade no sentido de baixar a inflação. Este item sumariza sucintamente cinco dos enfoques mais importantes.

O primeiro enfoque nega que as medidas de austeridade tenham falhado em reduzir a inflação. Argumenta que a contração monetária baixa a inflação, apenas com alguma defasagem. A queda do produto é vista como a primeira fase da desinflação; esta queda faria advir uma segunda fase de produto crescente e inflação declinante. Sob tal enfoque, a inflação brasileira diminuirá eventualmente, desde que persista a contração monetária por um período suficientemente longo de tempo. O problema com este enfoque é a indeterminação da defasagem temporal. Sem explicar a defasagem anormal que supostamente impede o controle monetário de afetar a inflação, este enfoque simplesmente oferece um ato de fé e não uma base sólida para a política econômica.

O segundo enfoque não nega a inoperância das medidas de austeridade, mas sim sua própria existência. Fundamenta-se na crença dogmática de que não há inflação sem um déficit fiscal subjacente financiado por expansão monetária. Confrontados com a evidência de uma contração monetária, os defensores deste enfoque apontam para a necessidade de ampliar o conceito de moeda, esperando encontrar um agregado monetário suficientemente extenso para explicar a taxa de inflação corrente. Diante da evidência de políticas fiscais rígidas, os defensores de tal enfoque alegam a má mensuração dos déficits fiscais. Numa reviravolta surpreendente em relação aos argumentos usuais, eles visualizam a inflação como reveladora de um déficit fiscal que de outra forma estaria dissimulado. Suspeitam da validade dos números que mostram o déficit fiscal declinando substancialmente de 8% em

1982 para zero em 1984, a despeito do endosso do FMI e do Banco Central, e da coerência dos valores relativamente a todos os dados disponíveis. Contudo, o argumento de que a inflação atesta o déficit que supostamente a justifica é frágil, porque a eliminação do déficit fiscal no conceito operacional é uma condição necessária mas não suficiente para diminuir a inflação. Embora o tamanho do déficit fiscal seja uma questão empírica, a recusa em aceitar a evidência sugere que este enfoque prefere as teorias simplificadoras à realidade concreta. O fato de ser sempre possível encontrar um agregado monetário extenso o bastante, de modo a que seja altamente correlacionado com a inflação, mal pode ser tomado como um suporte a este enfoque.

O terceiro enfoque reconhece tanto a existência quanto a inoperância das medidas de austeridade, mas as interpreta no sentido de atestarem a natureza "psicológica" da inflação brasileira. Sob este enfoque, a inflação continua apenas porque as autoridades monetárias não têm credibilidade. A inflação é como uma bolha cuja expansão terá fim com a ascensão de um novo governo fidedigno. O fim abrupto das hiperinflações é freqüentemente citado em favor deste enfoque.

A deficiência do terceiro enfoque não consiste na ênfase ao aspecto das expectativas nos processos crônicos de inflação, mas no fato de que a mera busca da credibilidade não basta para prover uma estratégia adequada para lidar com a inflação. O enfoque psicológico é incapaz de dar conta da base racional das expectativas inflacionárias, razão pela qual não consegue oferecer sugestões específicas de política. O fim repentino das hiperinflações provê ensinamentos valiosos que ainda não foram explorados por aqueles que compartilham deste enfoque "psicológico", mas que serão discutidos futuramente neste artigo.

O quarto enfoque defende o "choque ortodoxo". Argumenta que uma contração monetária muito maior e mais abrupta faria a inflação declinar. Critica as medidas de austeridade correntes por serem tímidas; critica o enfoque psicológico por não reconhecer que a credibilidade decorre da capacidade de impor um choque absoluto, definitivo, que erradicaria a inflação através do achatamento drástico da renda nominal.

A deficiência do choque ortodoxo consiste nos custos do produto e emprego que ele provoca. Sua eficiência em reduzir a inflação está acima de qualquer dúvida, porém se seus custos social e econômico são por demais elevados, ajustar-se à taxa de

inflação corrente pode, na ausência de melhores sugestões, ser preferível a tentar reduzir a inflação a qualquer valor consensual.

A reforma monetária, que será discutida neste artigo, prevê uma estratégia desinflacionária com custos muito menores do que as propostas de choque ortodoxo. Sob um choque de demanda ortodoxo, possivelmente uma desinflação abrupta será acompanhada de mudanças drásticas nos preços relativos. Mas os contratos no Brasil têm um período fixo de tempo. O valor real do contrato no período depende da taxa de inflação em vigor mesmo que o contrato contemple a plena reposição do nível de preço prévio após cada período. Sob tais circunstâncias, um declínio abrupto da inflação de 230% para 0%, por exemplo, significaria uma elevação imediata de aproximadamente 30% nos salários reais, uma vez que os salários nominais são reajustados a cada seis meses de acordo com a inflação passada. É preciso pouca imaginação para prever os efeitos devastadores de mudanças repentinas nos preços relativos numa economia em que todos os contratos têm cláusulas de indexação.

O quinto enfoque exige um "choque heterodoxo". Os defensores deste enfoque reconhecem o caráter inercial da inflação brasileira. Contudo, ao invés de romper a inércia por administração de demanda, eles propõem controles administrativos. Alguma espécie de pacto social traria a inflação a zero ao congelar os salários nominais, fixar a taxa de câmbio e controlar preços. O congelamento eliminaria o componente inercial da inflação. Dado que o déficit fiscal no conceito operacional é desprezível, os agentes teriam motivo para acreditar que, após o término do congelamento temporário, a inflação nula persistiria.

A força da proposta do choque heterodoxo encontra-se no seu reconhecimento da natureza inercial da inflação brasileira; sua debilidade está em suas prescrições. Sob inflação rigorosa, os preços relativos são muito voláteis. Uma fotografia da economia num dado ponto do tempo mostraria preços relativos em desequilíbrio. É apenas ao longo do tempo que os preços relativos alcançam um equilíbrio débil. O congelamento dos preços nominais por determinação legislativa inevitavelmente congelaria preços relativos em desequilíbrio. Se o congelamento anunciado fosse muito breve, fracassaria no objetivo de suprimir o impulso inflacionário herdado do passado; se muito longo, a inconsistência dos preços relativos bem como quaisquer choques sobre oferta ou demanda teriam de ser absorvidos pelo racionamento. A suspen-

são do congelamento seria seguida, provavelmente, por fortes pressões para se restabelecerem as relatividades prévias, que fariam reacender a inflação.

Deixando de lado os obstáculos práticos quase que intransponíveis à implementação de um congelamento de salários e preços bem-sucedido, dois aspectos do choque heterodoxo merecem ênfase. O primeiro é o seu diagnóstico correto da inflação inercial, que será discutido no próximo item. O segundo é o seu argumento em favor da expansão monetária. Quando salários e preços estão congelados, a moeda recupera sua função de estoque de valor. As perdas incorridas nos encaixes em moeda durante o período do congelamento são limitadas à taxa de juros real. A demanda por moeda durante o congelamento se eleva. Na ausência de uma expansão monetária, o congelamento deflagraria pressões deflacionárias. Resultados semelhantes seguem-se à indexação da moeda, pois, caso os salários e preços aumentem em termos nominais, mas a moeda esteja indexada à taxa de inflação vigente, a moeda recuperará sua função de estoque de valor exatamente da mesma forma como o faz sob a proposta heterodoxa. Dado o nível de renda, a demanda por moeda indexada também depende exclusivamente da taxa de juros real.

Estas considerações sugerem que a contrapartida da proposta de congelamento seja a emissão de moeda indexada. Mas antes de nos voltarmos à mecânica da reforma monetária, discutiremos a inflação inercial.

## Inflação inercial e indexação

A inflação torna-se inercial quando os contratos têm cláusulas de indexação que restabelecem seu valor real após intervalos fixos de tempo. O ponto central da inflação inercial é o de que o reajuste do valor nominal dos contratos em 100% da inflação verificada no período prévio não garante a meta de um valor real constante. Isto porque, dada a extensão do período decorrido entre dois reajustes, o valor real médio de um determinado contrato depende da taxa de inflação vigente mesmo que o contrato contemple o pleno reajuste das perdas devidas à inflação passada. A menos que a extensão do período seja mínima, cláusulas de indexação de 100% são uma cobertura imperfeita contra a inflação. Para um período de indexação determinado, quanto mais

curto for o período entre os reajustes, mais elevado será o valor real do contrato. A taxa de inflação e a extensão do período de indexação são duas dimensões cruciais dos contratos com cláusulas de 100% de indexação nos processos de inflação inercial.

Estas duas dimensões, contudo, não são independentes. A economia brasileira não constitui exceção à regra de que grandes acelerações da inflação levam a uma redução no prazo normal dos contratos. Considerados os custos de transação envolvidos na reestruturação dos contratos, menores acelerações da inflação não são compensadas por reduções no período de indexação. Mas as perdas causadas por maiores acelerações da inflação tornam inevitável a reformulação legal dos contratos. Quanto mais elevada for a taxa de inflação corrente, menor tenderá a ser o período de indexação.

O retarde no ajuste do período de indexação é uma dádiva ambígua. Do ponto de vista dos choques de oferta, é certamente desejável, porque numa economia indexada a mudança nos preços relativos provocada por um choque de oferta ocorre através das variações na taxa de inflação. Se os agentes respondem rapidamente a qualquer aceleração da inflação reduzindo a extensão do período de indexação, uma pequena variação nos preços relativos leva a uma aceleração dramática da taxa de inflação. É trivial mostrar que a taxa de inflação causada pela desvalorização real de fevereiro de 1983 teria sido muito maior se os trabalhadores tivessem conseguido impor os contratos indexados trimestralmente, em lugar dos contratos semi-anuais em vigor. A consequência inflacionária de um choque de oferta depende fundamentalmente das barreiras que impeçam os agentes de se defenderem contra a mudança nos preços relativos pela imposição de períodos de indexação mais curtos.

Do ponto de vista da inércia, porém, o retarde no ajuste do período de indexação é um infortúnio. Isto porque é o período de indexação que comanda a memória do sistema econômico. Para simplificar, suponhamos que os contratos sejam escalonados ao longo do tempo. Todos os contratos têm a mesma duração, digamos de seis meses. A cada instante, o valor nominal de cada contrato é revisto para cima, e os eventos ocorridos até seis meses antes afetam o aumento futuro dos preços. Seis meses é a duração da memória do sistema econômico. Se se consegue reduzir a taxa de inflação no período  $t$ , por exemplo, este sucesso é esvaziado pelo fato de que os contratos revistos no período  $t + 1$  têm me-

mória das taxas de inflação mais elevadas registradas entre os períodos  $t - 5$  e  $t$ . Por conseguinte, zerar a memória do sistema é uma condição crucial para romper a inércia.

Esta condição fundamental é atendida nas hiperinflações. Um dos mistérios do término bem-sucedido das hiperinflações está em que, durante uma hiperinflação, todas as presumidas conveniências dos contratos de períodos longos são suplantadas pela necessidade de rever preços quase continuamente. A inércia pela qual os eventos ocorridos seis meses antes imprimem sua marca sobre o presente desaparece. As hiperinflações carregam em si mesmas as sementes de sua autodestruição na medida em que obrigam os agentes a reduzir o período do contrato. Se o caminho entre uma inflação baixa de três dígitos e uma hiperinflação pudesse ser percorrido sem custos, uma solução possível para a inflação brasileira seria inflar a economia até a hiperinflação de modo a encolher a memória do sistema econômico. É prescindível dizer que as dificuldades causadas pelas hiperinflações inviabilizam esta solução. Contudo, a lição prevalece. Uma reforma monetária separa o efeito desejado — qual seja, a redução do período de indexação — de sua causa espontânea, a saber, a aceleração da inflação. A reforma monetária encolhe a memória do sistema econômico na ausência de uma hiperinflação.

Dois aspectos da indexação merecem ênfase a este respeito. O primeiro é o fracasso em desindexar salários. Tentou-se fazê-lo em 1983: atendendo às negociações com o FMI, o Congresso aprovou um esquema substituindo a indexação de 100% por uma indexação de aproximadamente 90%. Isto surtiu pouco efeito para o setor privado e as empresas estatais após o primeiro mês, dado que os empresários mostraram-se dispostos a manter as compensações de 100% quando pressionados pelos sindicatos. Seu efeito foi mais efetivo sobre o setor público, ao qual proibiu-se o direito de greve, mas a pressão crescente levou à reintrodução da indexação de 100% após cerca de seis meses.

O segundo aspecto é o fato de que a indexação por contratos revistos em intervalos fixos de tempo não é perfeita (do ponto de vista prático), a menos que o intervalo seja muito pequeno. Por que iriam os agentes, e em particular os trabalhadores, aderir a um contrato com intervalo fixo de tempo, se a cláusula de indexação supostamente visa manter constante o valor real do contrato?

Em termos puramente keynesianos, pode-se argumentar que os assalariados, ao se prenderem a contratos que revisam os valo-

res nominais a intervalos fixos de tempo, conseguem assim manter a estrutura dos salários relativos constante. O salário real médio depende da inflação, mas os salários relativos entre as categorias assalariadas permanecem insensíveis à taxa de inflação. A um nível conceitual mais abrangente, pode-se argumentar que uma disposição alternativa óbvia — a saber, os contratos com cláusulas de indexação sob esquema de gatilho (escala móvel) — seja instável. No caso da indexação com gatilho, o reajuste nominal ocorre sempre que a inflação alcança uma determinada magnitude de, por exemplo, 20%. Quanto mais elevada a taxa de inflação, menor a extensão do intervalo. Pode-se mostrar que a indexação sob o esquema de gatilho torna o valor real dos contratos insensível à taxa de inflação e, dessa forma, elimina qualquer outro mecanismo que não seja uma inflação continuamente acelerada pela qual o sistema possa absorver um choque de oferta negativo.

### A ORTN, a taxa de câmbio e os salários

A relação entre uma inflação crescente (que reduz o valor real dos contratos) e períodos de indexação mais curtos (que aumentam o valor real dos contratos) é crucial para a experiência brasileira. Ela mostra que a indexação é uma resposta natural dos agentes nos processos de inflação inercial. A espontaneidade da indexação como resposta é até certo ponto encoberta pela disposição legal quanto à indexação no Brasil através da ORTN.

ORTN é a forma abreviada para o Título do Tesouro Indexado (Obrigação Reajustável do Tesouro). A cada mês as autoridades monetárias anunciam a mudança no valor da ORTN. Nas atuais circunstâncias, esta variação mensal corresponde à variação no índice geral de preços. Quase todos os contratos indexados no Brasil são denominados em ORTNs. Os contratos indexados respondem pela maior parte das transações financeiras, e por um segmento crescentemente maior de transações não-financeiras. A maioria dos preços industriais são cotados implicitamente em ORTNs; cada vez mais, os ativos reais são explicitamente cotados em ORTNs.

O caráter legal da indexação pela ORTN levou alguns especialistas a concluir que a indexação resulta puramente do instrumento da lei. Tal conclusão é de difícil sustentação. Atribuir o

principal fator de uma inflação que se tornou inercial à legalidade dos contratos indexados significa aceitar uma visão demasiadamente institucional da economia brasileira. Leis que proibissem a indexação à ORTN apenas obrigariam os agentes a recorrer a mecanismos de indexação informais e menos satisfatórios. O substituto mais provável seria a indexação ao dólar.

Apesar da importância crescente da indexação à ORTN, duas variáveis básicas na economia brasileira são indexadas diferentemente. A taxa de câmbio nominal é revista de acordo com um regime de minidesvalorizações semanais. Dado que a regra de desvalorização não desconta a inflação externa, a apreciação da ORTN e a desvalorização da taxa de câmbio coincidem exatamente ao final de cada mês. Deixando de lado a questão do ajuste mais freqüente da taxa de câmbio, todos os contratos em ORTN são fixados, por conseguinte, em termos da taxa de câmbio. Contudo, não há conversibilidade. O regime cambial é o de uma taxa de câmbio real fixa. Ao mesmo tempo em que não há restrições à compra e venda de divisas para o comércio, os residentes não podem trocar cruzeiros por dólares em sua carteira de ativos. Vigoram quotas para propósitos específicos tal como o turismo, e os encaixes em ativos no exterior são ilegais a menos que provenientes de rendimentos obtidos no exterior. Um registro histórico ininterrupto de controle dos capitais provavelmente explica tanto os encaixes relativamente pequenos em dólares quanto o fato dos dólares nunca terem sido utilizados de forma generalizada como meio de troca.

A outra variável básica é a taxa de salário. Sob o sistema atual, a maioria dos contratos é de seis meses. Eles são indexados em 100% da variação do índice de preços ao consumidor. Desconsiderando o comportamento diferenciado do índice de preços ao consumidor e do índice geral de preços, o efeito de um aumento na taxa de inflação é muito maior sobre salários do que sobre contratos indexados à ORTN, por conta de um retardo na indexação de seis meses ao invés de um mês.

### A reforma monetária: premissas e funcionamento

O reconhecimento da inadequação das cinco propostas sumarizadas anteriormente neste artigo imobilizou a maioria dos analistas econômicos brasileiros. Contudo, a compreensão sobre a

natureza da inflação inercial e da indexação aponta uma saída para este frustrante impasse. Em síntese, nossa proposta inclui o encolhimento da memória do sistema e a emissão de moeda indexada. Baseia-se nas seguintes premissas referentes às condições econômicas brasileiras:

— Os principais fatores do lado da demanda, a saber, o déficit operacional do setor público e a política monetária, estão sob controle. A economia brasileira não se encontra sob pressão de excesso de demanda.

— Não há pressão de um choque de oferta. Os principais ajustes de preços relativos — a desvalorização real e a eliminação dos subsídios aos bens de consumo básico e aos serviços públicos — foram implementados. A argumentação em favor de desvalorizações adicionais com base na antecipação de futuras dificuldades em cumprir as obrigações em moeda estrangeira parece prematura. A tendência dos salários imposta pelos sindicatos pode vir a ocorrer no futuro mas não constitui uma ameaça corrente, tampouco se verifica qualquer pressão da parte dos preços agrícolas que, atualmente, estão crescendo mais devagar do que os preços industriais. Além disso, o sucesso fantástico da balança comercial no ano passado assegurou reservas mínimas em moedas conversíveis para evitar gargalos nas importações.

— A inflação no Brasil hoje é, portanto, predominantemente inercial. O melhor previsor da inflação futura é a inflação passada. Os contratos indexados mantêm viva a memória da inflação passada.

A exequibilidade da reforma monetária não depende da validade absoluta destas premissas. É possível argumentar que o déficit operacional do setor público não tenha sido completamente eliminado, mas, ao invés disso, apenas encoberto por artifícios contábeis e mágicas estatísticas. Pode-se também alegar que a política monetária não tenha sido suficientemente restritiva ou que a restrição externa não possa ser solucionada sem uma reforma permanente da dívida. Não obstante, a aceitação de que a natureza da inflação corrente seja “predominantemente” inercial é essencial. Ou seja, um determinante significativo da inflação corrente é a própria inflação passada. A validade absoluta destas três premissas garantiria que a reforma monetária fosse uma condição suficiente para a estabilidade de preços. Se a inflação não é puramente inercial, a reforma monetária ainda assim é necessária para estabilizar

preços, mas precisaria ser precedida pela tomada de providências quanto aos fundamentos.

A reforma monetária não visa substituir as medidas de política que atacam os fundamentos dos processos inflacionários. Não tem sentido implementar uma reforma monetária se a inflação advém primordialmente de déficits fiscais ou de choques de oferta. A reforma monetária lida com o componente inercial da inflação — nem mais, nem menos. No nosso entender, é praticamente insustentável a posição contestatória quanto à inflação brasileira ser predominantemente inercial em consequência dos contratos de indexação.

A reforma monetária proposta neste artigo consiste nos seguintes elementos:

— A introdução da moeda indexada. Em uma data preanunciada, o novo cruzeiro (NC) será posto em circulação. O NC teria uma paridade fixa, de um para um, com a ORTN. Durante o período de transição, a apreciação da ORTN continuará a ser determinada pela variação no índice geral de preços calculado em cruzeiros. O valor da ORTN em termos do cruzeiro seria revisto à medida que a informação sobre a taxa de variação do índice geral de preços torne-se disponível (aproximadamente 10 dias após o fim do mês). A taxa de equivalência (câmbio) entre o NC e o cruzeiro seria revista diariamente de acordo com a interpolação geométrica dos valores disponíveis para a ORTN.

— No período de transição, a taxa de câmbio em cruzeiros acompanharia o sistema de minidesvalorizações. Ignorando-se a inflação externa, a taxa de câmbio em NC manter-se-á constante à taxa real de câmbio prevalecente antes da reforma monetária. Os controles sobre o capital não serão abolidos.

— A partir da data em que o NC é criado, permite-se aos agentes converter os cruzeiros em NC ou vice-versa à taxa de equivalência vigente no dia. A conversão será efetuada nos bancos comerciais e em outros locais preanunciados. A livre conversibilidade de cruzeiros para NC é essencial para evitar um aumento na velocidade de circulação dos cruzeiros. Se a criação do NC estivesse associada ao repúdio dos cruzeiros, uma inflação aumentada, medida em cruzeiros, tornar-se-ia inevitável. Na reforma monetária, o Banco Central acomoda a demanda por NC à taxa de equivalência diária.

— Os depósitos à vista no sistema bancário seriam imediatamente convertidos em NC. Deste modo, estariam cobertos contra a depreciação do cruzeiro.

— Todas as transações efetuadas pelo Banco Central nos mercados financeiros seriam cotadas em NC. O Banco Central fixaria em NC a taxa *overnight* que se aplica ao financiamento diário das obrigações e letras do Tesouro. Os depósitos a prazo, os depósitos de poupança, os empréstimos e todas as demais transações financeiras seriam denominadas em NC.

— Todos os contratos em ORTN poderiam ser imediatamente transformados em contratos em NC. Os contratos nominais subsistentes seriam mantidos. Dado que o Banco Central anuncia a cotação diária do NC, não há qualquer dificuldade em computar as magnitudes em NC para fins de transação efetiva por ocasião da maturidade.

— Os preços administrados, sob controle do governo, seriam prontamente cotados em NC. A conversão seria efetuada com base no preço real médio em ORTN prevalecente no período de indexação prévio.

— O cálculo da inflação em cruzeiros teria continuidade após a emissão do NC. A inflação em NC durante o período de transição em que cruzeiros e NC coexistem é, "por definição", nula. A superioridade do NC em termos das três funções tradicionais da moeda — como estoque de valor, unidade de conta e meio de troca — torna-se óbvia o bastante para induzir a uma rápida mudança nas cotações de preços para o NC. A medida que o número de preços cotados em NC aumenta, o próprio conceito de um índice geral de preços em cruzeiros perde significado. Após o período de transição, a necessidade de computar o índice de preços em cruzeiros desaparece. O Banco Central, então, fixaria simplesmente a taxa de depreciação do cruzeiro relativa ao NC igual à taxa média de inflação observada no passado recente. Se, por exemplo, esta média fosse de 10% ao mês, o cruzeiro iria se depreciar em relação ao NC em 10% a cada mês *ad infinitum* (ou até que o cruzeiro fosse eliminado). Tal depreciação manteria o incentivo a substituir o cruzeiro pelo NC. O valor real do estoque residual de cruzeiros rapidamente se aproximaria de zero.

— Os esquemas de indexação salarial, segundo os quais as taxas de salário nominal aumentam a cada seis meses com base na inflação dos seis meses anteriores, não seriam abolidos por lei.

Entretanto seria possível optar pela conversão dos contratos de salário para o NC mediante uma fórmula definida. A fórmula de conversão calcularia o salário real médio em ORTN nos seis meses precedentes, transformando-o em NC.

— A mesma regra de conversão se aplicaria a aluguéis e todos os demais contratos indexados. Afora as preferências quanto a risco provenientes das flutuações na inflação e as possíveis disparidades nos valores presentes descontados devidas aos efeitos das taxas de juros, a fórmula de conversão tem por objetivo evitar causar ganhos ou perdas àqueles que passam a adotar contratos mensais em NC. Contudo, permitir-se-ia àqueles que preferissem manter seus contratos indexados em cruzeiros fazê-lo. A mudança para contratos em NC teria um incentivo explícito caso se fixasse a taxa de depreciação dos cruzeiros antigos ligeiramente acima da média da taxa de inflação passada.

Estes pontos sumarizam os elementos mais importantes da nossa proposta de reforma monetária. O próximo item enfoca os aspectos macroeconômicos da reforma monetária.

## Moeda indexada

Durante o período de transição, NCs e cruzeiros circulariam lado a lado. O NC teria paridade fixa com a ORTN e o dólar. A circulação em paralelo da nova moeda confere-lhe credibilidade. Os agentes observam que o NC se aprecia diariamente em relação ao cruzeiro e o nível de preços em NCs, ao menos na fase de transição, permaneceria estável.

A nova moeda seria um ativo altamente demandado. Na medida em que o NC esteja protegido contra a inflação, é de se esperar uma redução rápida e acentuada na velocidade. Após o período de transição, a relação entre a renda nominal e o novo estoque de base monetária seria significativamente inferior àquela em cruzeiros, antes da reforma monetária. De fato, o crescimento da demanda por moeda seria tal que o Banco Central não poderia se limitar a trocar simplesmente o dinheiro velho pelo novo. O custo do encaixe monetário relativamente ao custo de manter em carteira ativos financeiros de curto prazo, particularmente os substitutos próximos da moeda como as aplicações *overnight*, que se proliferaram com a aceleração da inflação, diminuiria sobremaneira. Por conseguinte, é de se esperar uma redução substancial na de-

manda por tais ativos e um crescimento correspondente na demanda por moeda (papel-moeda e depósitos à vista). Para evitar uma crise de liquidez nos mercados financeiros precisaria recorrer-se a operações expansionistas no mercado aberto.

Além disso, seriam necessárias mudanças na legislação bancária para compensar os bancos pelas perdas na sua parcela do imposto inflacionário. Sob as condições atuais, os ganhos inflacionários sobre os depósitos à vista incentivaram os bancos a competir pelos depósitos através da instalação de uma estrutura custosa de serviços gratuitos ao público. Simultaneamente, o Banco Central impôs ao sistema bancário taxas de reserva altamente restritivas e empréstimos compulsórios a atividades subsidiadas. Tais imposições teriam de ser relaxadas em grande medida até que os bancos se adaptassem às novas condições.

Adicionalmente à eliminação da inflação inercial, a reforma monetária provê um ganho inesperado de *seigniorage* para o governo. Sob as condições atuais de 230% de inflação, o ganho de *seigniorage* supera o imposto inflacionário. Como a demanda por moeda aumentaria, certas despesas governamentais poderiam ser financiadas à taxa de juros zero, dando margem a se evitarem aumentos posteriores nos impostos ou a emissão de dívida.

### A economia pós-reforma monetária

A mudança para o NC é do próprio interesse dos agentes econômicos. O incentivo em favor das recontrações em NC existe por causa da aversão ao risco: em relação aos contratos em cruzeiros, os contratos em NC garantiriam o mesmo valor real médio com uma variância devida a variações inesperadas na inflação muito menor. Conforme se discutiu antes, isto poderia ser reforçado fixando-se a depreciação diária do cruzeiro em relação ao NC ligeiramente acima do nível indicado pela inflação corrente. Do ponto de vista daqueles com encaixe em cruzeiros, é racional a mudança para o NC devido ao imposto inflacionário em cruzeiros. Considerando-se que a indexação em ORTN já é elevada, e ainda crescente, a mudança para o NC é um passo natural em seqüência às tendências atuais que se desenvolvem na economia brasileira. Nosso parecer é de que o período de transição não ultrapasse a dois meses.

Decorrida a transição, todos os contratos e a taxa de câmbio estarão denominados em NC. A economia que emerge da reforma monetária é, pois, não-indexada. A indexação, contudo, pode emergir novamente se a estabilidade de preços não puder se manter. O nível de preços em NC é constante, por definição, durante a transição. Seu comportamento na economia pós-reforma monetária depende (ao menos em parte) do componente não-inercial da inflação, existente antes da reforma monetária. Enquanto a reforma monetária suprime completamente o componente inercial, deixa inalterado o componente não-inercial proveniente de causas fundamentais como déficits fiscais monetizados ou choques de oferta. Se o componente não-inercial for elevado, a adoção de um regime de minidesvalorizações para a taxa de câmbio e a reintrodução das cláusulas de indexação nos contratos serão inevitáveis. Diante deste resultado desastroso, a fixação do período médio de indexação torna-se crucial. Se após a reforma ele era aproximadamente igual ao período prevaiente antes da reforma, a inflação pós-reforma seria determinada aproximadamente pelo componente não-inercial da inflação pré-reforma. Com um período de indexação mais longo (mais curto), a inflação pós-reforma ficaria abaixo (excederia) do componente não-inercial da inflação pré-reforma.

A reforma monetária conforme descrita anteriormente não constitui panacéia. É a melhor estratégia para lidar com o componente inercial da inflação, mas não se pode esperar que venha a afetar o componente não-inercial. Como a indexação é uma resposta natural para um ambiente inflacionário, a reforma monetária só conseguirá eliminar a indexação se a inflação anterior for predominantemente inercial. Na ausência de inércia, a reforma monetária seria vã e inócua: ressurgiria em NC a mesma taxa de inflação em cruzeiros.

Quatro aspectos da economia pós-reforma monetária precisam ser esclarecidos: a taxa de câmbio, a taxa de juros, os salários e a indexação da moeda. Para compreender os efeitos da reforma monetária sobre estas variáveis, basta analisar se elas são, ou não, função do componente inercial da inflação.

Voltando-nos inicialmente para a taxa de câmbio, observa-se que a reforma monetária não restringe, de forma alguma, o leque de alternativas disponíveis no que concerne ao regime cambial. Afóra os problemas notórios decorrentes de se atrelar a moeda ao dólar (ao invés de uma cesta de moedas), somos favoráveis ao regime atual de taxa real de câmbio fixa. Se as circunstâncias fu-

turas evidenciarem a necessidade de uma desvalorização, a taxa de câmbio entre o NC e o dólar (ou a cesta de referência) pode ser revista para cima. Os mesmos argumentos pró e contra outros regimes cambiais, contudo, se aplicam a ambas as situações pré e pós-reforma monetária. Apoiar a reforma monetária é compatível com a crença nas vantagens dos regimes de taxa de câmbio flexível, por exemplo.

Do mesmo modo, não há motivo para esperar que a reforma monetária afete a taxa real de juros. Não endossamos a atual política que impõe taxas de juros reais bem acima dos níveis correntes externos. O efeito mais provável da venda de títulos indexados a taxas de juros reais de 16% ou até mais altas não é antiinflacionário (conforme concluem aqueles que inocentemente crêem na relação um-para-um entre moeda e preços), mas é contracionista (pois quanto mais elevadas as taxas de juros dos títulos, mais fortes são as pressões desfavoráveis ao equilíbrio orçamentário numa perspectiva intertemporal). Porém, mais uma vez deve ser dito que a reforma monetária de per si não tem relação com a política ótima de taxa de juros.

Os salários reais não são afetados pela reforma monetária. Os trabalhadores estarão em melhor situação na medida em que arcam com a maior parte dos custos do imposto inflacionário; mas a reforma monetária não visa substituir uma política de rendas ou qualquer pacote de políticas voltado a promover uma maior equidade e justiça social.

Finalmente, é de destacar que a indexação da moeda conforme discutida aqui desaparece na economia pós-reforma monetária. Isto porque o NC está indexado ao nível de preços em cruzeiros e não ao nível de preços em NC. Poder-se-ia argumentar que a indexação da moeda deveria poder persistir após a reforma como uma compensação, por parte do governo, àqueles com encaixes em NC pelas perdas sofridas no poder de compra toda vez que o nível de preços em NC excedesse um nível crítico preanunciado. Porém não caberá aqui uma discussão sobre a indexação da moeda pós-reforma. Em nossa proposta, a indexação da moeda diz respeito, estritamente, à curta transição em que as duas moedas coexistem. Deixamos aberta a questão relativa à indexação do NC ao nível de preços em NC viabilizar, ou não, um sistema fiduciário ótimo do ponto de vista da estabilidade de preços.

## A base (âncora) do novo cruzeiro

A reforma monetária estará fadada ao fracasso se o NC não tiver uma base tal que preserve o seu valor real ao longo do tempo. É imprescindível impedir o governo de tornar a inflacionar a economia. A sedução dos choques inflacionários é aparente aos agentes privados. A menos que as disposições arbitrárias do governo quanto à oferta de NC sejam limitadas, os agentes irão antecipar a inflação e esta poderá acabar se verificando mesmo antes do governo expandir em excesso a oferta de moeda.

Uma base possível seria a limitação drástica da quantidade de NC. Se por um lado tal limitação teria efeitos positivos sobre as expectativas, por outro dificilmente seria adequada do ponto de vista de preservar a estabilidade de preços. Por desconhecermos a taxa de crescimento da demanda por moeda induzida pela reforma monetária, uma restrição suficientemente rígida para quebrar as expectativas pode, facilmente, levar à deflação. Historicamente, um crescimento negativo de preços ocorreu sob limitações desta ordem impostas pela reforma monetária. Se a demanda por moeda se eleva substancialmente (o que acreditamos irá acontecer), o governo teria ou que violar a restrição ao crescimento monetário que ele se auto-impôs, ou permitir uma supercontração com as consequências deflacionárias.

Uma outra base é a taxa de câmbio. O governo aboliria os controles sobre o capital e se disporia a comprar e vender dólares a uma determinada taxa de câmbio. Teoricamente, fixar a taxa de câmbio é uma alternativa superior a limitar o crescimento monetário. Em várias ocasiões na história, um requisito fundamental para o sucesso das reformas monetárias tem sido o influxo de capitais externos e a acumulação resultante de reservas que permitiram ao país provar sua capacidade de fixar a taxa de câmbio. Tal base, contudo, não é factível no caso brasileiro: o fluxo de capitais externos necessário não se dirigirá para o país mais endividado do mundo.

As considerações sobre a situação do maior devedor do mundo, no entanto, indicam-nos a base adequada: a taxa externa de juros. Esta base wickselliana leva a uma importante instituição brasileira: a Resolução 432 do Conselho Monetário Nacional.

A Resolução 432 permite às empresas privadas endividadas em dólares antecipar o pagamento da dívida junto ao Banco Central. Esse pagamento é em cruzeiros, à taxa de câmbio corrente.

De acordo com o novo esquema, as retiradas dos depósitos na 432 (em cruzeiros ou NC) também seriam permitidas. Abolidas as restrições às transações com depósitos da 432, verificar-se-á a arbitragem instantânea entre o custo esperado do passivo em dólares (a saber, a taxa de juros externa somada aos *spreads* cobrados ao país somados à probabilidade esperada de uma desvalorização da taxa real de câmbio) e o passivo em cruzeiros (a saber, a taxa de juros interna). O montante dos depósitos na 432 ultrapassa em muito o estoque da base monetária.

A base definida como o NC consistiria em um teto legal referente a um novo agregado monetário definido como a soma do estoque de base monetária com os depósitos na 432. Um aumento da demanda por moeda levaria a uma elevação na taxa de juros interna; por razões de arbitragem, as empresas fariam retiradas sobre seus depósitos na 432. O estoque de base monetária cresceria mas o de depósitos na 432 diminuiria. A acomodação da demanda por moeda se obtém sem que se infrinja a restrição monetária auto-imposta. No caso do governo financiar as despesas via moeda, o aumento da base monetária reduziria a taxa de juros interna. Por conta da arbitragem, as empresas elevariam os depósitos na 432 tomando empréstimo no mercado interno de crédito. Do ponto de vista do agregado monetário, tudo o que importa é o efeito líquido. Se este for expansionista, terá que aceder às restrições auto-impostas sobre o agregado monetário. A base wickselliana dá margem a acomodar a demanda por moeda sem relaxar a questão da monetização dos déficits.

### A taxionomia tripla da inflação

Os registros históricos das hiperinflações esclarecem sobre a erosão das funções da moeda quando a inflação se acelera. Primeiramente, perde-se a propriedade de estoque de valor. À medida que a inflação atinge o nível dos três dígitos, a propriedade de unidade de conta gradativamente se esvai. De fato, o grosso das transações financeiras e das grandes transações reais já são implícita ou explicitamente cotadas em ORTNs no Brasil. Em estágios bem avançados, quando a hiperinflação se impõe, a moeda também perde sua propriedade de meio de troca. O Brasil ainda não chegou a este estágio. Os substitutos naturais para a moeda nacional abalada pela inflação são as divisas estrangeiras. A escassez

física de divisas estrangeiras normalmente é o fator limitativo neste processo de substituição. Nos estágios finais das hiperinflações, as moedas privadas, garantidas por divisas estrangeiras ou ativos reais, são emitidas e adquirem aceitação crescente como meio de troca.

O aspecto mais surpreendente do término das hiperinflações é a súbita estabilização de preços. Este fim abrupto de todas as hiperinflações de que se tem notícia tem sido interpretado como uma evidência de que uma mudança confiável na política econômica de um país pode levar uma inflação crônica a uma suspensão repentina. Contudo, esta visão subestima a rigidez para baixo típica dos processos de inflação crônica e explicada pelas teorias de inflação inercial.

Uma mudança confiável na política econômica pode suspender a inflação inercial, porém apenas sob condições específicas. Uma taxionomia tripla dos processos inflacionários ajuda a explicar esta relação. A inflação reduzida, de um dígito, difere da inflação crônica de dois ou três dígitos, e esta última, por sua vez, é diversa de uma hiperinflação declarada. Nos processos de inflação reduzida, de um dígito, os mecanismos de indexação não se aplicam. Nos processos inflacionários crônicos, as cláusulas de indexação defasadas ou voltadas para trás proliferam. Nas hiperinflações declaradas, o encurtamento do período de indexação leva a economia a se aproximar do paradigma da indexação instantânea. A inércia criada pelos contratos longos que provocam flutuações violentas no valor real dos contratos, bem como a inconsistência dos preços relativos em qualquer ponto do tempo, são eliminadas nos estágios finais mais avançados das hiperinflações. A memória do sistema econômico já terá encolhido a ponto da inflação passada ter-se tornado mais uma vez irrelevante. Por conseguinte, a natureza das hiperinflações torna possível assegurar a suspensão abrupta dos aumentos de preços exclusivamente através de uma mudança confiável na política econômica. A credibilidade, contudo, não é uma condição suficiente quando a inflação ainda se encontra em sua fase crônica, inercial, de dois ou três dígitos.

### Conclusões

A mudança para a moeda indexada equivale à indexação quase completa e instantânea da economia. A inflação medida na

moeda antiga perde significado. Os verdadeiros problemas causados pela indexação para trás e a inflação inercial são, pois, solucionados. Os falsos problemas como, por exemplo, o déficit do setor público desaparecem. Os déficits nominal e real coincidem quando medidos na nova moeda. Se este último é próximo de zero, o primeiro também o será. O falso problema da rolagem da dívida pública nominal também desapareceria. Medida em ORTNs, a taxa de crescimento da dívida pública em anos recentes já é moderada e tem reagido principalmente à tentativa de controle da oferta monetária. A elevada demanda por NCs proporcionaria condição para, e até mesmo exigiria, uma redução no valor real do estoque de dívida pública em mãos do setor privado. Finalmente desapareceria a confusão elementar entre valores nominais e reais que ainda inspira diagnósticos e terapias errôneas.

As vantagens da reforma monetária com a emissão de moeda indexada conforme aqui sugerida são evidentes. Em contraste com ambos, o choque monetarista e o tratamento gradualista que vem sendo implementado, a reforma monetária viabilizaria uma expansão da liquidez, sem a qual as taxas de juros reais não podem retornar aos níveis internacionais. A queda das taxas de juros é uma pré-condição necessária para a recuperação do investimento privado. A carga tributária imposta ao setor privado na tentativa de controlar o déficit público nominal pode ser relaxada com o auxílio dos ganhos de *seigniorage* inesperados. A experiência histórica mostra que aos programas de estabilização que põem fim às hiperinflações segue-se a retomada da atividade econômica e do emprego. A estabilização nesses casos ocorreu sem a carga recessiva que resulta das políticas de austeridade ortodoxas nas economias indexadas.

Com respeito ao choque heterodoxo do congelamento de preços e salários, a reforma monetária conforme proposta aqui tem a vantagem de não ser nem compulsória nem dependente de controles administrativos. Preservaria o funcionamento dos mercados. Centra-se exclusivamente na criação de um ativo monetário que é superior à antiga moeda cuja credibilidade foi subvertida pela inflação. Interrompe-se, assim, a fuga de uma moeda contaminada, que reduziu o estoque real de moeda de 15% do PNB 10 anos atrás a menos de 3% hoje.

A desindexação através da indexação da moeda não só restabeleceria a capacidade das políticas de demanda em afetar a trajetória do nível de preços, mas é, em si mesma, uma condição

necessária para a praticabilidade de tais políticas. Até o ponto em que a inflação brasileira seja inercial, a credibilidade do governo, a independência das autoridades monetárias com relação às pressões políticas, a visibilidade do orçamento público e os corretivos monetários e fiscais são complementos, e não substitutos, à reforma monetária aqui proposta.

Concluimos alertando contra a posição imobilista que domina os debates de política no Brasil. A inflação apresenta-se estável em 230%. Porém os processos de inflação inercial são muito sensíveis a choques de oferta adversos ao mesmo tempo em que insensíveis à administração de demanda. Visto que os choques não podem ser descartados, a inflação brasileira sob um imobilismo persistente irá se transformar eventualmente em uma hiperinflação. Foram necessários 10 anos para a inflação brasileira sair de 20% para 200%. Poderá levar mais tempo para atingir a hiperinflação. Sem desacreditar no controle fundamental do déficit, é evidente que os que ainda têm dúvidas sobre a reforma monetária a 200% serão forçados a apoiá-la se a inflação atingir 2.000%.

### Nota bibliográfica

O caráter inercial dos processos inflacionários crônicos provocado pelas cláusulas de indexação estabeleceu, a esta altura, uma tradição na literatura econômica brasileira. Os artigos da autoria de Arida (janeiro 1982; abril 1982), Arida e Lara-Resende (1985), Bacha e Lopes (1984), Lara-Resende (1980), Lopes (novembro 1983), Lopes e Modiano (abril 1983), Lopes e Williamson (1980) e Simonsen (1970, 1983) construíram o arcabouço para o entendimento do componente inercial da inflação em economias indexadas. Veja-se também Frenkel (1984) para o caso argentino.

A evidência empírica quanto à rigidez para baixo da inflação no Brasil e a conseqüente relação desfavorável da curva de Phillips pode ser encontrada em artigos de Modiano (abril 1983, 1984), Lara-Resende (1982), Lara-Resende e Lopes (dezembro 1981) e Lopes (dezembro 1982).

Diversas propostas recentes têm procurado romper a rigidez para baixo da inflação inercial brasileira. Lopes (agosto 1984) propôs o choque heterodoxo em oposição aos choques ortodoxos tradicionais. Simonsen (novembro 1984) propôs um esquema para a desindexação legal, Bresser Pereira e Nakano (julho-setembro

1984) enfatizaram o papel dos controles administrativos e Arida (setembro 1984) defendeu a neutralização da inflação através de graus mais elevados de indexação. A desindexação via moeda indexada foi proposta por Lara-Resende (setembro 1984). Arida (19 outubro 1984, novembro 1984), Lara-Resende (dezembro 1984), Lopes (novembro 1984) e Simonsen (novembro 1984) desenvolveram argumentações em favor da reforma com moeda indexada.

### Referências bibliográficas

- ARIDA, Persio. Janeiro 1982. "Preços Relativos e Regras de Indexação: Conjecturas." Mimeo.
- \_\_\_\_\_. Abril 1982. "Reajuste Salarial e Inflação." *Pesquisa e Planejamento Econômico*, n.º 12.
- \_\_\_\_\_. Setembro 1984. "Neutralizar a Inflação: Uma Idéia Promissora." *Economia em Perspectiva*.
- \_\_\_\_\_. 19 outubro 1984. "A ORTN Serve Apenas Para Zerar a Inflação Inercial." *Gazeta Mercantil*.
- \_\_\_\_\_. Novembro 1984. "Economic Stabilization in Brazil." *Working Paper*, n.º 149. Washington, Woodrow Wilson International Center for Scholars.
- ARIDA, Persio e LARA-RESENDE, André. Janeiro-março 1985. "Recessão e Taxa de Juros: A Economia Brasileira no Início dos Anos 80." *Revista de Economia Política*.
- BACHA, Edmar e LOPES, Francisco L. 1984. "Inflation, Growth and Wage Policy in Search of a Brazilian Paradigm." *Journal of Development Economics*.
- BRESSER PEREIRA, L.C. e NAKANO, Y. Julho-setembro 1984. "Política Administrativa de Controle da Inflação." *Revista de Economia Política*.
- FRENKEL, Roberto. 1984. *Inflación y Salario Real*. Buenos Aires, CEDES.
- LARA-RESENDE, André. 1980. "Incompatibilidade Distributiva e Inflação Estrutural." *Estudos Econômicos*.
- \_\_\_\_\_. 1982. "O Programa Brasileiro de Estabilização: 1964-1968." *Pesquisa e Planejamento Econômico*, n.º 12.
- \_\_\_\_\_. Setembro 1984. "A Moeda Indexada: Uma Proposta Para Eliminar a Inflação Inercial." *Texto para Discussão*, n.º 75, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

- \_\_\_\_\_. Dezembro 1984. "A Moeda Indexada: Nem Mágica, Nem Panacéia." *Texto para Discussão*, n.º 81, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- LARA-RESENDE, André e LOPES, Francisco L. Dezembro 1981. "Sobre as Causas da Recente Aceleração Inflacionária." *Pesquisa e Planejamento Econômico*, n.º 11.
- LOPES, Francisco L. Dezembro 1982: "Inflação e Nível de Atividade no Brasil: Um Estudo Econométrico." *Pesquisa e Planejamento Econômico*, n.º 12.
- \_\_\_\_\_. Novembro 1983. "Política Salarial e Dinâmica do Salário Nominal." *Pesquisa e Planejamento Econômico*, n.º 13.
- \_\_\_\_\_. Agosto 1984. "Só um Choque Heterodoxo Pode Derrubar a Inflação." *Economia em Perspectiva*.
- \_\_\_\_\_. Novembro 1984. "Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas." *Texto para Discussão*, n.º 77, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- LOPES, Francisco L. e MODIANO, Eduardo. Abril 1983. "Indexação, Choque Externo e Nível de Atividade: Notas Sobre o Caso Brasileiro." *Pesquisa e Planejamento Econômico*, n.º 13.
- LOPES, Francisco L. e WILLIAMSON, John. 1980. "A Teoria da Indexação Consistente." *Estudos Econômicos*, n.º 3.
- MODIANO, Eduardo. Abril 1983. "A Dinâmica de Salários e Preços na Economia Brasileira: 1966-1981." *Pesquisa e Planejamento Econômico*, n.º 13.
- \_\_\_\_\_. 1984. "Salários, Preços e Câmbio: Os Multiplicadores de Choques em Uma Economia Indexada." *Texto para Discussão*, n.º 70, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- SIMONSEN, Mario Henrique. 1970. *Inflação: Gradualismo versus Tratamento de Choque*. Rio de Janeiro, Editora APEC.
- \_\_\_\_\_. 1983. "Indexation: Current Theory and the Brazilian Experience." In *Inflation, Debt and Indexation*, Rudiger Dornbusch e Mario H. Simonsen, eds., Cambridge, Mass., MIT Press.
- \_\_\_\_\_. Abril 1984. "O Dia D: ...". Mimeo.
- \_\_\_\_\_. Novembro 1984. "Desindexação e Reforma Monetária." *Conjuntura Econômica*.