

Maria Clara R. M. do Prado

REAL
(HISTÓRIA)
DO REAL



EDITORA RECORD
RIO DE JANEIRO • SÃO PAULO

2005

CAPÍTULO 3

Da Inflação e da Inércia

A primeira metade da década de 80, muito provavelmente em decorrência da grave crise da dívida externa, foi um período muito fértil na academia econômica brasileira. O tema de maior apelo era justamente o da dívida, mas não foi esse assunto que envolveu maior criatividade.

A inflação tornou-se o alvo principal do interesse de alguns economistas, que foram fundo no tema. E isso não aconteceu à toa.

As enormes transferências externas realizadas para pagar os credores internacionais foram alimentadas por contínuos superávits comerciais, garantidos por uma política deliberada de desvalorização cambial. A economia sangrava. A poupança produzida internamente era desviada para fora, para pagar os compromissos externos, por meio do esforço comercial. A dívida externa era praticamente toda do setor público. Com o acúmulo dos déficits do orçamento, o governo viu-se diante de um processo de crescimento acelerado do endividamento interno. Nesse ambiente, a inflação crescia.

Na segunda metade de 1984, Tancredo Neves como candidato do PMDB a presidente da República pleito indireto, do Colégio Eleitoral, no Congresso Nacional, que ocorreria em janeiro de 1985. Apesar de frustrada a tão almejada eleição direta, reivindicada por milhares de brasileiros nas ruas, na "Campanha das Diretas Já", voltava-se a respirar ares de democracia depois de 20 anos de ditadura militar. O país parecia renascer das cinzas.

Aqueles primeiros sinais de liberdade contaminaram o meio acadêmico. Havia suficiente preparo técnico na área das ciências econômicas, cujo estudo,

aliás, tinha sido bastante prestigiado justamente pelos militares em detrimento das cadeiras consideradas mais ligadas “à esquerda”, como as ciências políticas e a sociologia. Mas o governo não ficou imune às críticas de economistas. Contra a chamada política do “milagre brasileiro” rebelavam-se jovens economistas que culpavam o crescimento desenfreado pelo aumento da inflação. Também se opunham à tese defendida por Delfim Netto, principal guru do auge da política econômica no regime militar, de que era preciso primeiro crescer para depois distribuir o bolo da riqueza.

Na época, ficou conhecido o embate entre Delfim e Pedro Malan, então um funcionário do Ipea, em torno da questão. Nos mais severos momentos da ditadura, Malan defendeu a tese de que a redistribuição de renda deveria ser estimulada paralelamente ao crescimento do país. Os processos de crescimento econômico e de redistribuição da renda deveriam ser simultâneos, seguir juntos. Já Delfim defendia a tese de que era preciso primeiro crescer para depois distribuir a renda. Isso foi lá por meados dos anos 70, quando a inflação ainda não havia disparado.

Já no início da década de 80, quando a inflação começou a dar saltos cada vez mais altos no rastro das crises do petróleo e de uma política econômica interna calcada no aumento dos gastos públicos, surgiram no meio acadêmico algumas correntes que se dedicaram a analisar o motivo pelo qual as políticas monetárias mais ortodoxas de juros altos e contração da moeda não conseguiam fazer a inflação cair.

Affonso Celso Pastore, que presidiu o Banco Central com mão de ferro entre agosto de 1983 e março de 1985, não escondia certo incômodo, no fim de 1984, com a persistência do processo de inflação no Brasil a despeito do arrocho que a autoridade monetária estava imprimindo à moeda, com contenção de emissão e juros altos.

Chegou-se a imaginar que a causa do aumento da inflação podia ser encontrada na política de constante desvalorização cambial, praticada então para estimular as exportações. Alguns economistas, dedicados então ao estudo do processo inflacionário brasileiro, discordavam de Pastore. Nem a política de juros altos conseguiria debelar aquela inflação nem a estratégia de sucessivas desvalorizações cambiais podia ser acusada, sozinha, de promover a alta dos preços internos.

Aquele ano de 1984, em que finalmente se soube que um civil chegaria à Presidência, foi particularmente pródigo. Combater a inflação era o objetivo

que todos perseguiam. Mas como fazer, já que os remédios convencionais não surtiam efeito no caso da economia brasileira?

Um ponto foi identificado pelos economistas da PUC do Rio — vale dizer André Lara Resende, Persio Arida, Francisco Lopes e o meio-empregado Edmar Bacha, que era, na verdade, da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), mas se identificava mais com o pensamento do pessoal da PUC —, o de que, naquela situação, não se aplicava ao Brasil a famosa curva de Phillips.

Trata-se de um importante instrumento para a execução da política econômica nos países capitalistas, porque vincula a inflação ao excesso de demanda. Se o desemprego aumenta, a inflação cai. Se o desemprego cai, a inflação aumenta. Ou, visto de modo inverso, sempre que o emprego aumenta, a inflação tende a subir porque há mais demanda pelos mesmos produtos. Obviamente que se está desconsiderando aqui o papel da oferta nesta história, mas o peso maior do entendimento sobre a inflação recaía mesmo sobre o comportamento da demanda.

Na verdade, a preocupação com a inflação brasileira vinha de longe. Há muito se percebera que o processo apresentava características muito peculiares, um pouco diferentes daquelas que orientavam o estudo da inflação em outros países, principalmente nos mais avançados.

No início dos anos 60, Ignácio Rangel foi o primeiro a estudar mais a fundo a questão, que resumiu no livro *A inflação brasileira*. Estruturalista de formação, ele trouxe uma novidade para o debate quando sugeriu que a inflação funciona como mecanismo de defesa da economia. Na recessão, tendia a aumentar porque era por meio dela que as grandes empresas, principalmente os monopólios e oligopólios, conseguiam manter suas margens de lucro em um contexto de baixa demanda.

É claro que o modelo de Rangel tratava de uma economia fechada, basicamente assentada no setor agropecuário, onde a inexistência de competitividade externa garantia o “poder” aos grandes grupos econômicos. Quando são poucos do lado da oferta, a queda da demanda acaba sendo facilmente compensada com aumento de preço do produto. É a forma de manter as margens de lucro. Neste sentido, a inflação provocava a expansão da emissão monetária, não o contrário. Portanto, o efeito de medidas monetárias contracionistas para reduzir o processo de aumento dos preços seria limitado. Uma visão nitidamente diferente daquela que enxerga a inflação sobretudo como decorrência do au-

mento da demanda e na qual a inflação tende a subir sempre que a atividade econômica se acelera.

Foi a primeira vez que um economista brasileiro procurou mostrar claramente, de forma organizada, a relação entre a inflação e o conflito distributivo no país. Rangel disse que, em uma economia fechada, na qual a oferta de produtos estava concentrada em poucas e grandes empresas ou em poucos e grandes produtores rurais, a inflação, uma vez instalada, dificilmente cairia. Nessa situação, sempre que há uma política monetária de contração com o propósito de reduzir a demanda, as margens de lucro das empresas acabam sendo asseguradas com o aumento dos preços.

Assim, se não há concorrência, não resta aos consumidores outra saída senão a de comprar por preços altos, ainda que isso signifique reduzir a quantidade adquirida. É um caso típico de ineficácia da política monetária. A inflação, ao contrário do que diziam os manuais, não cai, mas sobe. Instala-se, na verdade, um processo perverso de estagflação.

Outro livro, publicado sete anos mais tarde, em 1970, seria a principal referência nos estudos da inflação brasileira. *Inflação: gradualismo versus tratamento de choque*, de Mário Henrique Simonsen, surgiu como uma espécie de “pulo do gato”. Firmou a noção de que o processo inflacionário continha um forte elemento de auto-alimentação. Ou seja, que parte da inflação presente poderia ser explicada pela inflação passada. Esse livro, diga-se, foi tão importante que, três anos após sua publicação, rendeu a Simonsen o título de doutor em economia pela Escola de Pós-Graduação em Economia da FGV do Rio de Janeiro, centro de estudo que o próprio Simonsen ajudou a criar e no qual lecionou até sua morte, no início de 1997.

Desde então, em nenhuma outra ocasião um livro de economia foi considerado para efeito de tese e da outorga do título de doutor por aquela escola.

Pode-se entender a idéia da “realimentação inflacionária”, expressão cunhada naquele texto por Simonsen, como um desdobramento de suas observações contidas em um livro anterior, de 1964: *A experiência inflacionária brasileira*.

A noção da realimentação inflacionária, sedimentada no meio acadêmico em 1970, surgiu da experiência que o próprio Simonsen tinha vivido no primeiro governo militar, ao lado de Roberto Campos e de Octávio Gouveia de Bulhões, quando estes assumiram, respectivamente, os ministérios do Planejamento e da Fazenda. Lançaram então o Plano de Ação Econômica do Governo

(Paeg) para o período 1964-1966. Criou-se ali um novo título federal, as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), e instituiu-se um mecanismo formal de indexação — a correção monetária.

O Paeg incorporou uma nova fórmula para cálculo do reajuste dos salários. A fórmula havia sido criada por Simonsen, então assistente de Campos. Os salários, naquele Brasil do início de um longo período de ditadura, passaram a serem calculados pela média dos últimos dois anos, acrescidos do aumento de produtividade e do chamado resíduo inflacionário, cuja reposição acompanhava a taxa de inflação prevista para os doze meses seguintes, e não a inflação passada. Era, na verdade, uma solução que não só procurava nivelar em uma média a inércia inflacionária do passado, mas também operava com uma pré-fixação da inflação que ocorreria nos meses seguintes.

Ficou conhecida como a política do arrocho salarial. Um ano antes de falecer, Simonsen reconheceu, em entrevista a um jornal do Rio de Janeiro, que aquela política salarial redundou em perda real de 25% nos salários da indústria brasileira entre 1964 e 1967.

Mas aquele mecanismo de reajuste, que preconizava o uso da média da inflação passada para a correção dos salários, passou a ser o único ponto, em todos os planos de estabilização, sobre o qual não havia discussão entre os formuladores, ainda que identificados com linhas de pensamento diferentes. O Plano Cruzado, como se sabe, chegou a distribuir um abono para os trabalhadores de renda mais baixa no momento da conversão salarial pela média, mas não deixou de aplicar aos salários a famosa curva de Simonsen, identificada por Fernando de Holanda Barbosa em um artigo que escreveu para a *Revista de Econometria*.

O célebre gráfico dentado semelhante à lâmina de uma serra, em que Simonsen mostra o ziguezague do comportamento dos salários reais, passou a servir de referência em todas as iniciativas de estabilização. O pico do valor real dos salários recém-reajustados pela inflação passada vai descendo até o vale, onde chega ao nível mais baixo do valor real, totalmente corroído pela inflação. O salário é recomposto pela correção monetária na data do reajuste, retornando imediatamente ao pico do valor real. Só que esse vaivém não ocorria de forma linear, mas sempre puxando para cima vales e picos.

Acontece que o pico almejado pelos salários, depois de recomposta a inflação passada, é incompatível com a estabilidade de preços, na medida em que os

salários não podem ampliar da noite para o dia a participação que detêm no produto real interno do país. Essa é uma “luta” que está na raiz do conflito redistributivo entre patrões e empregados no setor privado, e entre governo e sociedade civil.

Na partida de qualquer plano que pretenda reduzir a inflação, a alternativa de manter os salários reais no pico resultaria em queda na taxa de emprego ou em uma retomada rápida do processo inflacionário pelo aumento de custos. Resumindo, em um sistema capitalista, em que o capital também tem expressiva participação no produto, não há como manter os salários reais no pico quando o objetivo é a estabilidade, porque das duas, uma: ou a economia faz o ajuste por meio da queda da atividade, cortando emprego, ou ajusta pela via da inflação, repassando os custos do aumento real de salário para os preços. Em ambos os casos, a margem de lucro é recomposta ao nível anterior de participação no produto.

Na ausência de preços estáveis, a compatibilidade distributiva é promovida por meio da inflação. Isso vale, a rigor, para todos os tipos de contrato, embora seja mais fácil entender como se dá a “realimentação inflacionária” através dos salários, sabendo que a demanda é função do salário real.

Por isso mesmo os salários, e todos os demais contratos, precisam ser reajustados pela média passada no momento da partida de qualquer plano de estabilização.

Este é um ponto sempre considerado quando se quer baixar a inflação, e fácil de entender, na medida em que só haverá demanda compatível para determinada oferta de produto quando o salário estiver no ponto médio do gráfico dentado de Simonsen. Nem no vale, quando o poder aquisitivo terá sido totalmente deteriorado pela inflação, nem no pico, quando o reajuste salarial puxa o valor real para cima, recuperando o poder aquisitivo do trabalhador de uma única vez.

No primeiro momento — do vale —, há desalinhamento de preços porque a renda da classe assalariada encontra-se totalmente erodida. No segundo momento — o do pico —, a recomposição da inflação passada amplia o poder de compra dos trabalhadores, pressionando os preços em geral e aumentando os custos das empresas para determinada oferta, podendo redundar até em desabastecimento.

Portanto, a oferta só se iguala à demanda para um determinado salário real no ponto médio entre vales e picos. Neste nível, os preços conseguem acomodar-se em termos de compatibilidade distributiva.

Se os salários ficarem parados no pico, em ambiente de preços estabilizados, a demanda será maior do que a oferta e surge então o chamado “hiato de incompatibilidade”.

A rigor, foi isso que aconteceu no Plano Cruzado. Os salários foram convertidos pela média, mas sobre ela houve a concessão de abonos, o que, na prática, funcionou como se a conversão tivesse sido feita acima da média. Além disso, houve na época um expressivo aumento do salário mínimo que ajudou a impulsionar rapidamente a demanda. Sem falar no molho adicional do congelamento e, ainda, na taxa de juro real negativa praticada pelo Banco Central na partida do plano. Uma conjugação explosiva para qualquer tentativa de estabilização.

O salário é um preço fundamental da economia, responsável por cerca de 60% do PIB. É a massa salarial que influencia o desempenho da demanda, além de representar um importante fator na estrutura de custos do setor produtivo.

Em 1970, Simonsen avançou em suas contribuições para o entendimento da inflação brasileira ao identificar três fatores determinantes no modelo de realimentação inflacionária: o componente autônomo, que não tem vínculos com a inflação passada mas sim com aspectos institucionais e até de natureza accidental que influenciam a oferta; o componente da realimentação, que representava a disputa entre os vários agentes econômicos — basicamente entre lucros e salários — para recompor a participação no PIB, que é corroída pelo efeito da inflação; e o terceiro componente, que tem a ver com o comportamento da demanda à luz das influências dos elementos autônomos e do próprio processo de realimentação da inflação.

Ao discorrer sobre o componente da realimentação inflacionária, Simonsen identificou um ponto importante: a periodicidade dos reajustes de preços e salários. O processo se acelerava à medida que os prazos entre os reajustes fossem encurtados. Esse aspecto importante seria aprofundado mais adiante, quando se entendeu melhor a importância que a defasagem do reajuste de preços tem no processo da realimentação inflacionária.

Isso tudo veio de Simonsen. Foi a base do estudo da inflação inercial no Brasil. Já existia portanto, lá atrás, com o nome de realimentação inflacionária.

Essas idéias foram retomadas no início dos anos 80 por um grupo restrito de economistas, estimulados pelas novas perspectivas que se apresentavam ao país a partir da prometida abertura política.

Aprofundar o entendimento da inflação brasileira a partir da noção da inércia era um desafio muito grande, porque prevalecia na literatura econômica internacional a corrente, então relativamente nova, das expectativas racionais a guiarem o comportamento dos agentes econômicos. Centrava-se não no *backward looking*, no olhar para trás, mas no *forward looking*, no olhar para a frente. Essa era a tônica dos textos dedicados ao combate da inflação moderada. Partia do pressuposto de que a inflação tem um forte componente expectacional e pode, por isso, ser perfeitamente controlada com medidas que revertam expectativas ruins.

As mentes dos economistas brasileiros fervilhavam.

Em São Paulo, Luiz Carlos Bresser Pereira e Yoshiaki Nakano dedicaram um texto ao assunto, que foi publicado em dezembro de 1983 com o título de “Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação”, e apresentado no X Encontro Nacional de Economia, promovido pela Anpec, a Associação Nacional dos Cursos de Pós-Graduação em Economia. Firmou-se ali a idéia da inflação autônoma. Eles tentavam entender os mecanismos que faziam com que a inflação no Brasil não recuasse.

Naquele texto, confirmaram que o motor de tudo estava no conflito distributivo. Empresários, trabalhadores e burocratas mantinham-se em constante disputa para que não fosse reduzida sua participação na renda do país. Ninguém quer perder a fatia conquistada. A indexação facilitava a acomodação dos vários agentes à situação de inflação elevada. Os empresários podiam aumentar seus preços porque sabiam que os concorrentes fariam o mesmo. Desse modo, conseguiam manter o nível de suas margens — que a literatura econômica chama de *mark-up* — com certa rigidez. Isso ajudava a explicar por que a inflação brasileira parecia caminhar independentemente do comportamento da demanda.

Mais de vinte anos depois dos escritos de Rangel e treze anos depois do livro de Simonsen que introduz a expressão “realimentação inflacionária”, a questão da estabilidade ressurgia com vigor na série de trabalhos, dissertações e textos de alto valor para o pensamento econômico publicados a partir de 1983.

Outros economistas envolveram-se com o tema da inflação na busca de uma solução. O próprio Simonsen voltou a dedicar tempo ao assunto.

Até meados de 1984, a chamada teoria da inflação inercial limitava-se a dizer que a política monetária convencional e a política fiscal não conseguiriam com-

bater a inflação, só gerariam recessão. Parecia claro que o tratamento ortodoxo convencional de arrocho monetário não daria certo. A inflação tornara-se resistente a ele, e por um motivo muito simples: com a indexação, a inflação no Brasil passara a ser crônica. Era realimentada pela própria inércia. A indexação fazia com que a alta de preços do passado fosse transferida automaticamente para os preços no presente. Tinham evoluído no diagnóstico, mas não sabiam que política adotar para combater a inflação inercial.

André Lara Resende e Francisco Lopes desenvolveram, em meados de 1984, um modelo macroeconômico mostrando que a equação de preços no Brasil era extremamente insensível ao hiato do produto e ao desemprego — sendo “hiato do produto” a diferença entre a capacidade de produção instalada no país e aquilo que está sendo efetivamente utilizado para produzir. A curva de Phillips no Brasil tinha um desfecho perverso. Quer dizer, os preços não respondiam à retração da atividade econômica. Nesse caso, quanto mais os juros sobem, mais a demanda se contrai, mas a inflação não se mexe, fica no mesmo lugar, e até pode subir. O hiato se amplia, produzindo mais desemprego em um quadro de inflação alta.

— Olha, não podemos mais continuar falando que a atual política econômica não vai estabilizar. Nós precisamos mostrar como fazer — cobrou Chico Lopes em conversa com André.

Em agosto de 1984, Chico Lopes publicou um artigo que causou furor. Baseava-se no diagnóstico da inflação inercial. Para combatê-la, propôs ali uma solução drástica: um choque heterodoxo, com câmbio fixo e congelamento de preços, salários e contratos em geral. Intitulava-se justamente “Só um choque heterodoxo pode derrubar a inflação”. Alguns economistas temiam que a proposta de Chico Lopes perpetuasse uma deformação. Os preços parariam de andar em determinado momento por efeito do congelamento, mas ficariam represados com os mesmos desequilíbrios de preços relativos provocados pela alta inflação.

André Lara Resende veio com uma idéia diferente para acabar com a inércia em artigo publicado um mês depois na *Gazeta Mercantil*.

Chamava-se “A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial”. O diagnóstico estava claro. A alta taxa de inflação exige a indexação, e a indexação impede a redução da inflação. Não dava para acabar com os mecanismos legais da indexação porque, enquanto a inflação não baixasse, outros

meios não institucionalizados de correção do valor real dos ativos seriam utilizados pela sociedade. No limite, o dólar sempre seria uma alternativa como referencial para a indexação.

A indexação recompõe o pico prévio da renda real das pessoas, aquele momento em que a correção monetária faz o valor nominal voltar ao mesmo nível do valor real. Nesse mundo da rigidez dos preços, perdem relevância as preocupações com as condições de demanda. A noção de preços relativos praticamente desaparece em meio à velocidade com que crescem os índices de preços.

André estava convencido da inoperância de mecanismos que tentavam quebrar a espiral dos preços com base na inflação futura e não na passada. Na maioria, eram derivativos da idéia de pré-fixação da correção monetária, como, aliás, foi feito em 1982, com Delfim Netto no ministério. Também tinha certeza de que juros altos e redução da liquidez, instrumentos clássicos de política monetária, tinham perdido totalmente a sua eficácia diante do quadro de indexação generalizada.

Ele apresenta então ao mundo a sua idéia de moeda indexada. Era uma novidade absoluta. Sugeriu a criação de uma moeda nova, que passaria a circular ao lado da moeda velha no sistema monetário brasileiro, sem, no entanto, ser afetada pela inflação. Esta continuaria contaminando apenas a moeda velha, que permaneceria sendo usada para o cálculo do valor da ORTN, um título público que na época também fazia as vezes de unidade de conta, na medida em que muitos contratos estavam atrelados a ele. A ORTN era corrigida pela variação do IGP, o índice geral de preços, da FGV do Rio.

Em três meses, o mais tardar em seis, previa André, a sociedade passaria para a nova moeda forte, que ele chamou ali de NC (Novo Cruzeiro). A paridade fixa do NC com a ORTN, na base de um para um, garantiria a sua valorização diária diante do velho cruzeiro, a moeda que circulava no Brasil em 1984.

Sua proposta previa, portanto, a convivência de duas moedas que circulariam juntas no país durante algum tempo. A moeda boa e a má. Os contratos rapidamente abandonariam a má. A memória inflacionária tenderia a desaparecer com o pro-rateamento diário da ORTN que o NC também seguiria, além do dólar. O circuito estava fechado. O remédio passava pelo alinhamento da indexação a um único referencial, que se valorizaria todos os dias face à moeda velha. Era a única solução para a inflação crônica.

A reação foi enorme. Simonsen apoiou com ressalvas. As críticas e os deboches ecoaram pelo circuito acadêmico nacional e internacional. Em outro artigo, que também saiu publicado na *Gazeta Mercantil* já em dezembro de 1984, André responde aos críticos e aprofunda a questão.

“A moeda indexada: nem mágica, nem panacéia” contesta ponto por ponto os argumentos contrários à tese da moeda indexada e reafirma que a moeda indexada é a única forma neutra de fazer com que a economia passe da situação de inflação crônica para um sistema não-indexado.

A inflação crônica decorre do próprio mecanismo da indexação. A inflação passada é transferida para o presente através das cláusulas de correção monetária dos contratos em geral, incluindo salários, alugueis, mensalidades escolares, planos de saúde, enfim, tudo. Nessa situação, boa parte da inflação é inercial. Uma outra parte, não-inercial, é explicada pelo desajuste nas contas do governo. Quando tem de tomar emprestado dinheiro no mercado para pagar suas contas, o setor público explicita sua veia inflacionária por meio dos gastos excedentes, que correm acima da receita tributária. É claro que a estrutura da dívida e a forma de financiá-la podem agravar o impacto do desajuste fiscal sobre a formação dos preços.

Tempos antes, a tese de doutorado de André no MIT (Massachusetts Institute of Technology) já havia sido dedicada ao estudo da inflação crônica e da inércia que realimenta o movimento de alta dos preços. Mostrava que era impossível estabilizar uma inflação crônica com políticas ortodoxas, de juros altos e arrocho fiscal. Mas nada dizia sobre a forma de combater a inércia inflacionária. Os artigos que publicou na *Gazeta Mercantil* surgiram naturalmente de suas reflexões sobre o tema. Pensava durante horas e horas, até que começou a trocar idéias sobre hipóteses operacionais com Bruno Lima Rocha, seu colega no Banco Garantia.

Persio Arida, do outro lado do hemisfério, também pensava sobre o tema da inflação. Estava passando um tempo no Woodrow Wilson International Center for Scholars, em Washington. Ali teve tempo de refletir sobre os meios de neutralizar a inflação e sobre a utilização da ORTN para zerar a inércia.

De Nova York, onde passou um tempo como professor visitante na Universidade de Columbia, Edmar Bacha acompanhava o debate.

Com sua postura sempre crítica e atento aos acontecimentos políticos e sociais, o criador do termo “Belíndia”, a ilha dos contrastes, uma mistura de

Bélgica com Índia, escreveu uma espécie de fábula sobre o fim da inflação no reino de Lisarb (Brasil, escrito ao contrário). Saiu publicada no jornal *O Globo* em 25 de novembro de 1984.

A estrutura era dividida em pequenos trechos, escritos em tom de sátira. Estava longe de ser uma história de terror, mas quem lesse com atenção e conseguisse entender o meandro da história e os recados ali contidos ficaria preocupado. Era uma amostra da efervescência do momento, com as dúvidas e divergências que ocorriam nos bastidores do poder. Ou melhor, com aqueles que se preparavam para assumir o poder. Alguns com mais chances, outros com menos, mas todos de olho em Brasília. As palavras-chave devem ser lidas com cuidado, de trás para diante. Foi a forma encontrada por Bacha de pôr na berlinda — o que, aliás, já estava na “Belíndia” — as diversas posições que marcaram aquele importante momento da transição política brasileira, quando os economistas buscavam ganhar espaço.

Com jeito de paródia, Bacha faz um bom apanhado das questões que eram então levantadas. A reprodução abaixo segue o texto original. As palavras destacadas servem de referência para a definição dos vários grupos e personagens que, direta ou indiretamente, procuravam influenciar a política econômica brasileira.

“Lisarb — vizinho da Belíndia, a ilha dos contrastes, estava Lisarb, o país dos contrários. Aí tudo funcionava de trás para frente, o que muito confundia seus habitantes e mais ainda os lisarbianistas estrangeiros, que só conseguiam exclaimar “ho-ho”, ou então “hum-hum”, face às audaciosas interpretações dos economistas locais para a persistente inflação no país. Seven foi escolhido como novo rei e decidiu acabar com a inflação antes que ela acabasse com o país. Convocou economistas para uma grande reunião no Sambódromo e ficou ouvindo.

Efemeí — havia muitos pontos de vista. Um pessoal vindo de uma região ao norte chamada Efemeí começou o debate dizendo: a única causa da inflação é a emissão de dinheiro, que resulta do déficit orçamentário do governo. Reduzam os gastos do governo e acabem com esse déficit que a inflação cai para zero no dia seguinte. Poucos na audiência pareciam concordar. Pois davam-se conta de que o déficit persistia apenas porque havia inflação. Feitas as contas, chegavam à conclusão de que a culpa do déficit cabia exclusivamente à correção monetária da dívida do governo. Não fosse essa correção, o déficit seria igual a zero, uma vez que as receitas do governo eram suficientes para pagar o restante de suas despesas. Na

arquibancada tinha até a turma de gozadores, que só para horrorizar os efemeístas gritava assim: aqui em Lisarb não é o déficit que causa inflação, mas é a inflação que causa o déficit!

Interiores — nisto, apareceram uns economistas com sotaque interiorano e disseram: vamos liquefazer a dívida interna; paremos de pagar a correção monetária que tudo se resolve. Os membros da pátria financeira tremeram de medo ao ouvir isso, e muitos ameaçavam sair do estádio, para estocar os dólares, ouro, coca-cola, tudo o que não fosse papel do governo. Ficaram, entretanto, para ouvir o resto do discurso, que dizia assim: ninguém perde com esta proposta. Pois se o governo anunciar que a correção monetária é zero, todo mundo vai perceber que, de repente, o déficit orçamentário ficou igual a zero. E os efemeístas têm razão. Se o déficit é zero, cessa a necessidade de emitir moeda e a inflação cai para zero no dia seguinte. De modo que uma correção monetária igual a zero não implica qualquer perda para os detentores da dívida pública.

Meio-de-campo — foi aí que a turma da pátria financeira recebeu uma inesperada ajuda de um grupo de economistas lá no meio da platéia. Um deles falou: “Não nos iludamos com contabilidade”. E prosseguiu: “Trata-se de um problema econômico, pois o pequeno desconto (às vezes até mesmo um prêmio) com que os títulos indexados do governo são hoje negociados no mercado reflete o fato de os agentes financeiros contarem com a correção monetária como coisa certa. O anúncio do não pagamento desta correção provocaria uma imediata queda no valor de mercado desses títulos. Isso só não ocorreria caso o governo oferecesse a seus tomadores a opção de convertê-los em títulos não-indexados, pagando taxas de juros de mercado. O que seria uma operação puramente cosmética, sem qualquer efeito sobre o déficit do governo, a menos que as taxas de juros despendessem verticalmente das alturas em que agora estão para perto de zero. É difícil que tal queda pudesse ocorrer, a menos que a inflação estivesse baixando para zero, de modo que voltamos ao ponto da partida.”

“Além do mais”, continuou o meio-de-campo, “mesmo que decidíssemos impor uma significativa perda de capital aos detentores dos títulos do governo com o objetivo de fazer com que o déficit se reduzisse a zero, não se segue que a inflação fosse cair para zero no dia seguinte — como sugerem os efemeístas e a turma do interior. Pois nem só do déficit se alimenta a nossa inflação”. Além disso, era preciso não esquecer que a economia lisarbensense tem mecanismos formais de indexação, que ligam a inflação presente à inflação passada. Notadamente os salários, que

são reajustados a cada seis meses. Portanto, eles continuariam a aumentar, pelo menos por mais seis meses, além do dia em que o governo anunciasse que não iria mais pagar correção monetária sobre a dívida pública. Mas se os salários continuarem a crescer, os preços em geral também continuarão a crescer, a menos que um rígido controle seja estabelecido. Deste modo, no melhor dos casos, levaria um tempo até que a inflação caísse para zero. No intervalo, o setor financeiro, carregado que está de papéis do governo, vai à breca.

Arquimedes — “Eureka!”, exclamou um economista com cara de Arquimedes, “eu tenho a resposta. Se o problema é a indexação retardada dos salários, a solução está à mão. Vamos reformar a política salarial e passar a reajustar os salários não em função da inflação passada, mas da inflação futura. Como esta será zero estando o déficit zerado, os salários também pararão de subir imediatamente. Está, portanto, resolvido o problema”.

Uma estrondosa vaia, à esquerda do estádio, contemplou aquela intervenção. Um representante desta ala levantou-se e disse: “V. Sa. pode ser muito bom nas matemáticas, mas está querendo é estrear os trabalhadores, cujos rendimentos vêm sendo corroídos pela inflação desde a última vez que seus salários foram reajustados. Em vez de dar-lhes uma compensação, V. Sa. propõe que eles se conformem com a perda do poder de compra que têm sofrido.”

“Reconheço meu erro”, disse o economista com cara de filósofo grego. “Mas posso emendá-lo. Eis minha nova proposta. No dia D, quando o governo anunciar que a correção monetária daí para a frente é zero, ele também anuncia um aumento salarial diferenciado, de acordo com a data do último reajuste salarial de cada categoria. Este aumento deverá ser suficiente, não mais do que suficiente, para que o poder de compra de cada assalariado no dia D seja igual à média do poder de compra de que ele desfrutou nos seis meses anteriores. Depois desse reajuste, o governo decreta que, daí para a frente, os salários serão reajustados de acordo com a inflação futura. Como a inflação dali em diante vai ser igual a zero — porque o déficit está zerado — os salários também pararão de subir e tudo entrará nos eixos”.

Financista — Por um minuto reinou grande silêncio. Seria o triunfo da inteligência sobre os interesses de grupo? Teria Arquimedes conseguido transformar um problema social numa questão de aritmética? Estaria Lisarb próximo de uma solução para sua renitente inflação? Infelizmente para o leitor, ainda não. Pois aí se levantou um jovem financista que, traindo o país de origem de seu treinamento profissional, exclamou em língua aselgni: “Wait a moment!” E continuou em lin-

gua pátria: “Se o grego está certo, por que o governo precisa anunciar o fim da correção monetária? Pois não é verdade que se a inflação for zero a correção também será zero?” Ao que se ouviu todos exclamarem: “É verdade!” E o financista continuou: “Ademais, não é verdade que, se os salários pararem de crescer os preços também pararão de crescer?”

E, de novo, muitos exclamaram: “É verdade!” Mas nem todos. Os efemeístas, de um lado, murmuraram: “Tudo depende do que acontecer com o déficit”. A ala esquerda, por outro lado, dizia: “É preciso controlar os preços também.” “Então”, continuou o jovem financista, “para que queremos a desindexação financeira? O importante é a política salarial. Desde que os trabalhadores concordem em receber, do dia D em diante, o mesmo salário real médio que percebem entre cada reajuste salarial, com a inflação atual cessa o motivo para que continue a haver inflação. Tudo o que a inflação faz em Lisarb, no momento, é reduzir os salários reais entre cada reajuste semestral. Nosso governo nada ganha (ou ganha pouco) com a inflação; seus gastos estão indexados, assim como suas receitas. E seu déficit, hoje em dia, é praticamente todo coberto pela emissão de títulos que também estão indexados, embora estes títulos sirvam, como se fossem moeda, para facilitar a circulação de mercadorias”. Concluiu então o jovem financista num arroubo nacionalista: “Embora isso contradiga tudo aquilo que os efemeístas aprenderam com os boys de Ogacihc, aqui em Lisarb há inflação sem haver imposto inflacionário”. A exaltação era tanta que a platéia, mesmo sem entender direito, parecia querer irromper em gritos de “a inflação é nossa, fora o FMI”, mas prevaleceu a compostura e todos se acalmaram.

Danadinho — O toque nacionalista final da peroração do jovem financista deixou abalada até mesmo a turma da esquerda. Mas tinha lá um danadinho que, depois de fazer muita conta em um papel de cigarro, resolveu não se dar por vencido. E argüiu: “Vamos por partes. Tanto o Zorba quanto o financista concordam em que o salário real de um trabalhador típico depois do dia D será igual a seu salário real médio nos seis meses anteriores.” Mas o danadinho perguntou se isso seria verdade se, e somente se, nenhum tostão do aumento salarial do dia D for repassado aos preços. Após um momento de reflexão, os dois concordaram. Seguiu-se, daí, tremendo bate-bola:

— Quem nos garante que esse repasse não vai ocorrer?

— Ora, as firmas deverão ter acumulado fundos líquidos para atender ao aumento salarial que, de todo modo, teriam que dar na data do próximo reajuste.

Portanto, estarão apenas antecipando uma despesa que de qualquer modo iriam ter nos próximos meses.

— E se elas decidirem aumentar os preços assim mesmo?

— Pior para aquelas que o fizerem, pois muitas não o farão. Quem aumentar os preços perderá mercado.

— Mas devemos esperar é que todas, ou pelo menos a maioria delas, aumentem os preços, pois é isso que vem tradicionalmente acontecendo depois de cada reajuste salarial.

— É que agora elas sabem que a inflação vai acabar; o jogo, portanto, é diferente.

— A inflação só acaba se elas não aumentarem os preços.

— Oh! Não há como discutir com você, danadinho.

Vaca amarela — Obviamente satisfeito com o seu desempenho, o danadinho mudou o tom de voz e disse, conciliador: “Mas há como resolver a situação. Vamos impor um controle temporário de preços, dando, ademais, estímulos fiscais e créditos para induzir as empresas a absorver a alta de custos sem aumentar os preços”. Já meio cansados do debate, todos pareceram concordar com a proposta, principalmente porque alguém, aplicando o tradicional princípio da vaca amarela, sugeriu que se formasse uma comissão de três membros (adivinhem composta de quem!) para estudar a mecânica desses controles e incentivos, assegurando que eles fossem, simultaneamente, efetivos, limitados no tempo, e não provocassem desequilíbrios financeiros no setor público.

Danadinho — “Desculpem-me, mas isso ainda não é tudo”, insistiu o danadinho. “Voltemos à correção monetária. Estamos perto de propor um acordo no qual os trabalhadores se sacrificam ao abdicar de sua luta pelo restabelecimento do pico salarial, concordando, em lugar disso, com um reajuste que é feito pela média dos salários anteriores, e não mais pelo pico prévio. Os empresários, por seu lado, têm que abdicar temporariamente de seu poder de determinar os preços de seus produtos, que estarão sujeitos a controles. Nem que seja só por uma questão de justiça, não podemos deixar os banqueiros no bem-bom. Mas não se trata só de justiça. Pois, na medida em que se mantenha a indexação pós-fixada dos títulos públicos, seus titulares continuarão garantidos (ao contrário dos trabalhadores e dos empresários) contra a eventualidade de a inflação não cair para zero. Portanto, sendo suas as expectativas que dominam a formação das taxas de juros no mercado, na medida em que eles continuem a antecipar inflação, também poderão

continuar a bancar uma decisão de exigir a manutenção de taxas de juros elevadas para os títulos de dívidas privadas que têm correção pré-fixada”.

“Ou seja”, prosseguiu o danadinho, “eles estarão em condições de exigir um prêmio para continuarem a reter os títulos privados em suas carteiras, lado a lado com os títulos públicos, cujo valor é protegido da inflação pela correção pós-fixada. Corremos, portanto, o risco de continuarmos enfrentando uma situação de altas taxas de juros, caso a inflação efetivamente caia depois do dia D. Isso causaria um aprofundamento da recessão, além de onerar adicionalmente o custo das empresas, tornando-as menos dispostas a aceitar os controles temporários de preços. Portanto, para nos assegurarmos de que as taxas de juros caiam juntamente com a inflação, é preciso acabar com os títulos indexados do governo. É este o sentido econômico do fim da correção monetária, entendida não como expropriação da riqueza financeira, mas como conversão de títulos indexados em títulos não-indexados. Esta conversão não é puramente cosmética, mas algo necessário para permitir a queda das taxas de juros”, concluiu o danadinho.

Especuladores — Impressionado, o jovem financista retrucou: “Mas você se esquece do dólar e do ouro, caro amigo. Se as pessoas não têm mais títulos indexados do governo para comprar, elas vão fugir para o mercado paralelo, as pedras preciosas, a compra improdutiva de terras”.

O danadinho já estava para dizer que aí a coisa virava caso de polícia, quando um da turma do meio-de-campo entrou novamente na discussão, dizendo: “Deixemos os especuladores irem aonde quiserem. Os preços do dólar e do ouro não estão indexados a nada, portanto eles nem de longe oferecem a mesma proteção contra a inflação que é dada pelos títulos do governo. O importante é que a especulação não seja subsidiada, nem garantida pelo governo. Portanto, o governo tem que tratar de não prover os dólares para os especuladores operarem, mantendo rígidos os controles sobre a compra e a venda de cambiais, e não se assustando com eventuais pulos de prêmio no paralelo”.

“Quem for ao dólar e ao ouro correrá um grande risco de altas perdas, caso nosso acordo funcione, a inflação caia e a economia se recupere. E nosso acordo tem boas chances de funcionar, uma vez que disso depende a fortuna de trabalhadores, empresários, e agora (com o fim da correção monetária), também dos banqueiros. Nós nos propomos a apostar na recuperação: os maus lisarbensenses que apostem na especulação”.

“Ainda não me convenci”, murmurou uma voz do lado esquerdo. “Por que controlar os preços industriais? Ninguém falou em congelar os preços que mais

interessam aos trabalhadores, ou seja, os dos alimentos. Também ninguém falou em tabelar juros, que estão nas nuvens. Não parece justo”.

“Não parece, mas é”, retrucou, irritado, o financista. “Em Lisarb, tanto o setor agrícola e de distribuição de alimentos como o setor financeiro são bastante competitivos. Ao contrário de importantes segmentos do setor industrial, é reduzido o poder de uma empresa ou de um pequeno grupo de empresas nesses setores para determinar os preços, dada a grande homogeneidade dos produtos que negociam: alimentos num caso, créditos no outro. Tabelamentos, nessas circunstâncias, só criam escassez, mercado negro e déficits governamentais.”

“Entretanto”, gritou alguém do meio-de-campo, “não se deve inferir que esses setores devam ser deixados inteiramente ao livre jogo das forças de mercado. No setor agrícola, por exemplo, preços mínimos de garantia e estoques reguladores podem minimizar a volatilidade dos preços causada por secas, enchentes e outros fenômenos climáticos inesperados”.

“É possível”, replicou o financista, já agora mais calmo. “Mas no que se refere às taxas de juros, elas hoje estão em níveis ainda mais elevados do que é justificado pela inflação esperada pelos operadores financeiros. Isto devido a uma política deliberada do governo de restrição creditícia, a qual responde, em parte, à crise do balanço de pagamentos e, em parte, à ânsia de controlar a inflação através de instrumentos puramente monetários. Ora, a situação do balanço de pagamentos está agora bem mais folgada do que dois anos atrás; por outro lado, aqui estamos chegando a um acordo para combater a inflação com instrumentos apropriados à realidade econômica lisarbense. Portanto, o Banco Central poderá praticar uma política de menor aperto monetário a partir do dia D, reduzindo, em consequência, os juros, sem grandes riscos de desequilibrar as contas externas ou de reacender a centelha inflacionária”, explicou o financista.

“Vá lá!”, exclamou o danadinho. “Essa redução dos juros será, de todo modo, adicional àquela resultante do fim da pós-indexação dos títulos do governo. Mas fique também claro que continuamos necessitando de uma reforma profunda em nosso sistema financeiro, que ultimamente tem melhor servido aos interesses da especulação financeira e do agrandamento estatal do que àqueles do desenvolvimento econômico do país. Queira também notar que ainda não discutimos o que fazer com as cadernetas de poupança e com o sistema financeiro de habitação.”

“Oh, não, chega!”, foi a exclamação geral. Ficou então decidido que a comissão tripartite apresentaria uma proposta detalhada sobre esses últimos assuntos, para posterior deliberação.

Nova moeda — “consagremos nosso acordo com uma reforma monetária”, propôs um economista do meio-de-campo, “criemos uma nova moeda, chamada index (uma vez que estamos acabando com a indexação no país dos contrários), em substituição ao nosso combalido oriezurc. Que os salários, a partir do dia D, sejam denominados nessa nova unidade, bem como todos os demais contratos”.

“Muito bem”, interveio o danadinho, sempre cricri. “Mas trata-se de um gesto simbólico, de efeito psicológico. O importante é que à nova política salarial se associem a abolição dos títulos indexados do governo e o controle temporário dos preços industriais. Não vamos esconder atrás de um novo símbolo monetário uma proposta para fazer os trabalhadores mais uma vez sofrerem sozinhos as agruras de uma política desinflacionária”.

Rei Seven — Findo o conclave, Seven retirou-se, meditando. Persuadira-se de que a inflação, uma questão social, não se resolvia com matemática ou fórmulas geniais. Vira que a economia ajudava bastante, mas convencera-se de que, no fim, a decisão era política.

Conseguiria ele, com todas as pressões a que seu governo estaria submetido, manter o orçamento equilibrado, como era necessário para debelar a inflação de vez? À semelhança dos controles temporários sobre os preços, não deveria ele também tratar de extrair dos banqueiros um acordo de cavalheiros para assegurar a queda das taxas de juros junto com a redução da inflação? Concordariam os trabalhadores em postergar a luta pelo restabelecimento dos picos salariais prévios, exclusivamente na expectativa de uma expansão do emprego?

Por outro lado, quem sabe os empresários, convencidos da queda da inflação e dos juros, não estariam dispostos a deixar de repassar aos preços aumentos salariais, inclusive maiores do que aqueles que tinham sido discutidos, já que também se beneficiariam da recuperação econômica do país?

O certo é que Seven reafirmou sua convicção de que a felicidade de seu reino dependia da celebração desse acordo para debelar a inflação e retomar o crescimento. Fora dele, havia, de um lado, o choque recessivo à la Chile; do outro, a hiperinflação à la Argentina. E, então, às bruxas”.

A fábula de Bacha é mais fácil de ser entendida quando se dá nome aos bois. Efemei é fácil de deduzir. Os economistas com sotaque do interior — os “interiores” — representavam os acadêmicos da Unicamp. A turma do “meio-de-campo” era formada pelos economistas da PUC do Rio, entre os quais Francisco

Lopes se sobressaía. "Arquimedes", que depois virou "Zorba" e depois o "grego", era Mário Henrique Simonsen. O "jovem financista" era André Lara Resende e o "danadinho" era o próprio Edmar Lisboa Bacha, que se coloca na história fazendo o papel de advogado do diabo. "Rei Seven", não é difícil deduzir, era Tancredo Neves (Neves ao contrário), a dois meses de virar presidente, que, naquela época, novembro de 1984, começava a pensar na formação de uma equipe de governo.

O debate, como se vê, corria solto, mas estava ainda muito desamarrado nos pontos relevantes que efetivamente contribuiriam para uma parada brusca da inflação. Não só isso. As principais propostas, embora partissem do mesmo diagnóstico de inércia inflacionária, apontavam para soluções totalmente diferentes. Foi uma fase rica e instigante para aqueles economistas na faixa de 30 a 40 anos de idade, recém-chegados do exterior, com a teoria econômica fresca na cabeça. A disputa intelectual chegava às raias do desafio. Quem seria capaz de apresentar a resposta mais completa para debelar o problema da inflação brasileira?

Enquanto Bacha se divertia em Nova York com sua paródia e Chico Lopes insistia na tese do congelamento, conhecida como choque heterodoxo, André e Persio trocavam idéias por fax. Até que, entrosados, escreveram a quatro mãos o texto que se tornaria a principal referência não só para a estabilização brasileira, mas para todo o processo inflacionário que se alimenta da indexação dos preços.

"Inflação inercial e reforma monetária: Brasil", redigido originalmente em inglês, foi apresentado por ambos em Washington, durante conferência promovida pelo Institute of International Economics em dezembro de 1984. O economista alemão naturalizado americano Rudiger Dornbusch, que convivera com André e Persio no MIT e conhecia bem o reduto de economistas brasileiros desde sua passagem, como professor visitante, pela EPGE da FGV do Rio no início da década de 80, foi encarregado de fazer os comentários sobre o texto apresentado por André e Persio naquela conferência de Washington. Não encampou a tese. Na verdade, Dornbusch fez severas críticas àquela proposta de reforma monetária. Foi sarcástico e, ironicamente, apelidou o plano de "Larida". Sem que fosse sua intenção, usou uma expressão que seria incorporada para sempre ao vocabulário das teses antiinflacionárias. O termo "Larida" passou a ser difundido, dentro e fora do país, como a mais engenhosa proposta de estabilização para economias altamente indexadas.

A inflação é inercial quando os contratos passam a ter cláusulas de indexação que restabelecem seu valor real. Mas isso não é feito de forma instantânea. Existe um período durante o qual os contratos não são reajustados com base na inflação passada. Portanto, a indexação não garante um valor real constante. Se um contrato é reajustado de seis em seis meses, por exemplo, o valor real é recuperado na data de cada reajuste pela inflação passada, mas nos dias seguintes já terá sido comido pela inflação corrente. Só dali a seis meses voltará a recuperar o valor real.

De acordo com a avaliação Larida, aquela defasagem de tempo é parte intrínseca do processo de inflação inercial. É ela que comanda a memória do sistema econômico. Por exemplo, um empresário cujos empregados têm reajuste salarial a cada três meses ou seis meses, antecipa em seus cálculos o custo que terá futuramente com a correção dos salários. Essa despesa é embutida nos preços preventivamente. Em um mundo indexado é fácil fazer isso, já que o custo segue a inflação passada, apurada pelos índices de preços.

É um exemplo típico de inflação crônica. É possível que a sua dinâmica seja perturbada por outros choques. Um brutal desequilíbrio fiscal, uma praga arrasadora nas plantações, uma crise do petróleo ou outro tipo de choque, interno ou externo, são motivos para o descontrole inflacionário. Até mesmo um "estouro" na bolsa de Nova York pode alterar a característica daquele processo de inflação brasileira, como foi identificado por Persio e André naquele ano de 1984, mas, sendo crônica, a inflação não dispara de uma hora para outra — ela vai corroendo de modo generalizado qualquer expansão do nível da renda. Torna-se difícil distinguir o que é valor nominal do que é valor real. Além disso, uma tremenda perda é imputada às camadas mais pobres da população, que não têm acesso aos instrumentos financeiros com reajuste monetário automático.

O cenário que leva a uma hiperinflação é diferente. A inexistência de proteção contra um processo acentuado de perda de valor da moeda leva indivíduos e empresas a encurtarem ao máximo o prazo dos contratos e das operações comerciais. Faça tudo hoje, porque amanhã todas as operações terão perdido valor.

No mundo desindexado, portanto, a dinâmica inflacionária pode levar rapidamente à hiperinflação. As relações econômicas são encurtadas e caminham para o momento presente, até que a memória inflacionária desaparece porque

o passado desaparece. Se todas as pessoas passam a raciocinar no tempo do momento presente, no hoje e agora, o elemento básico da inércia desaparece.

No entanto, o encurtamento do prazo dos contratos leva tempo para acontecer.

A reforma monetária torna-se então necessária para acelerar artificialmente o processo que induz os prazos de reajuste dos contratos indexados a ficarem cada vez mais curtos. É como se a hiperinflação fosse criada em laboratório, artificialmente. A reforma força o encolhimento da memória do sistema econômico na ausência de uma hiperinflação.

A partir dessa constatação, que não era novidade, André e Persio perceberam que existia no caso brasileiro uma relação básica importante entre o processo de inflação crescente, que provoca uma redução do valor real dos contratos, e o processo de encurtamento dos períodos de indexação, que aumenta o valor real dos contratos. Uma força puxa para um lado, mas a ela se contrapõe um mecanismo institucional que puxa para o outro.

Em 1984, havia uma referência importante que era usada em muitos contratos, principalmente no mercado financeiro, e que os mantinha com valor real constante — as ORTNs, Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, um título público federal que, como já se disse, funcionava também como unidade de conta. Todo mês o governo anunciava o valor da ORTN com base na variação do IGP, o índice geral de preços.

O Larida percebeu também que outros dois preços da economia eram indexados de forma específica: o câmbio, que seguia a linha das minidesvalorizações em esquema de pro-rateamento diário e cuja variação coincidia no final de cada mês com a variação do valor da ORTN, e os salários, cujos contratos eram reajustados a cada seis meses, indexados à variação do IPC, índice de preços ao consumidor. A inflação, portanto, demorava muito mais tempo para ser recomposta nos contratos de salário do que nos demais contratos atrelados à variação da ORTN.

O plano Larida propôs acabar com a memória inflacionária por meio da criação de uma moeda indexada. Esta nova unidade monetária teria todas as características próprias de moeda — unidade de conta, reserva de valor e seria usada como meio de pagamento — e seu valor seria fixado na paridade de um para um com a ORTN.

A ORTN continuaria sendo calculada com base na variação do IGP, com os preços medidos na moeda velha. Portanto, o modelo falava de uma moeda ve-

lha que continuaria em circulação por um tempo, uma moeda nova que entraria em circulação convivendo com a velha e uma unidade de conta que era a ORTN, que continuaria sendo calculada e que serviria de referência, para evitar que a inflação corrente na moeda velha contaminasse a moeda nova. Haveria, portanto, duas moedas em circulação, convivendo por um prazo que o Larida calculava em torno de dois meses.

A taxa de câmbio na moeda velha continuaria seguindo, na transição, o processo de minidesvalorizações diárias, mas seria mantida constante na moeda nova, à taxa real fixa que prevalecia antes da reforma monetária.

Os contratos poderiam ser livremente convertidos de moeda velha para moeda nova ou vice-versa, considerando a taxa de equivalência do dia. O valor da moeda nova, da mesma forma que a ORTN, seria ajustado diariamente à desvalorização sofrida pela moeda velha calculada pelo IGP.

O truque era induzir ao desaparecimento da memória inflacionária no momento em que as pessoas percebessem que tinham duas moedas à sua escolha. Uma com valor fixo, parado no tempo; outra que se depreciava todo santo dia. A moeda nova, de valor fixo, estava sempre se valorizando em relação à moeda velha, corroída pela inflação. Assim, era fácil guardar na cabeça que um automóvel valia, por exemplo, 100 unidades de moeda nova no primeiro dia do mês e as mesmas 100 unidades no último dia do mês, ao passo que, na moeda velha, aquele mesmo automóvel seria negociado, por exemplo, a 300 unidades no dia 1º e a 450 unidades no dia 30, acusando uma desvalorização de 50% em apenas um mês.

Reter a noção de estabilidade dos preços era o papel que a moeda nova desempenharia na fase de transição. O efeito, portanto, não se restringia à esfera econômica. Também tinha conotação psicológica.

O Plano Larida nada falava sobre o *day after*, ou seja, sobre a política econômica que deveria ser adotada depois de a nova moeda estar consolidada. Nada falava sobre juros nem sobre câmbio, apenas mencionava por alto a adoção de uma âncora monetária que seria fixada a partir do critério de emissão primária de moeda — papel-moeda em poder do público somado aos depósitos à vista — e mais os depósitos referenciados à moeda estrangeira que o setor privado tinha no Banco Central. Envolvia uma conta criada em meio ao primeiro processo de renegociação da dívida externa depois da moratória de 1982 e que deixou de existir no início da década de 90. A idéia era vincular a quantidade de moeda em circulação à arbitragem entre juro interno e juro externo.

André e Persio partiam da suposição de que o capital estrangeiro não se interessaria pelo Brasil. Portanto, na ausência da perspectiva de acumulação de reservas internacionais, não faria sentido fixar a taxa de câmbio que, no entendimento de ambos, seria a âncora mais adequada para um programa de estabilização, desde que houvesse fluxo de dinheiro externo. A questão aqui é importante. Foi, na verdade, o grande ponto de atrito a dividir a equipe econômica do Real a partir de agosto de 1994.

Não era de estranhar, portanto, que Mário Henrique Simonsen tivesse aos poucos começado a apoiar as idéias do Plano Larida. Entendia perfeitamente do que se tratava. Mas era uma voz solitária. A maioria dos colegas economistas não aceitou aquela proposta inovadora que faria desaparecer a memória da inflação da noite para o dia, como num passe de mágica. Durante muito tempo André e Persio ficaram na defensiva, procurando provar a lógica do raciocínio.

A proposta da moeda indexada chegou a ser apresentada pelo pessoal da FGV — onde Simonsen era o maior expoente — a Tancredo Neves, quando este ainda era candidato à Presidência da República. Homem extremamente conservador, Tancredo ficou horrorizado. Simonsen até tentou influenciá-lo, depois de eleito no Colégio Eleitoral, para que levasse Chico Lopes, André e Persio para o Banco Central. Mas não deu em nada. Tancredo os chamou para integrarem a recém-criada CVM, a Comissão de Valores Mobiliários, que cuida da fiscalização do mercado de capitais, mas está longe de lidar com a essência do nobre tema da moeda. Nenhum deles aceitou o convite.

A morte de Tancredo dias antes da posse levou o vice, José Sarney, que assumiu a Presidência em março de 1985, a manter a equipe econômica designada por Tancredo semanas antes. Mas o núcleo do grupo — Francisco Dornelles no Ministério da Fazenda e os economistas da FGV, boa parte com formação em Chicago, no Banco Central — não durou muito tempo no governo.

Sarney montou sua própria equipe econômica no início do segundo semestre de 1985. Manteve o economista João Sayad à frente do Ministério do Planejamento, onde Persio Arida, recém-chegado dos Estados Unidos, trabalhava desde o início do governo. Edmar Bacha, que em maio de 1985 tinha sido nomeado para a presidência do IBGE, também já tinha sido pinçado. O empresário paulista Dílson Funaro, que estava na presidência do BNDES, foi convidado para o cargo de Ministro da Fazenda e levou Fernão Bracher para a presidência do Banco Central.

Assim, um mosaico de diferentes tendências de pensamento econômico começou a ser desenhado no governo. O pessoal de Campinas tomou conta do Ministério da Fazenda. No Planejamento, a USP dividia espaço com a PUC do Rio.

O grupo dos “puquianos” foi reforçado com a ida de André Lara Resende para a diretoria da dívida pública do Banco Central, mais tarde chamada de diretoria de Política Monetária. Chico Lopes foi para o Ministério do Planejamento. Os três principais autores das propostas inovadoras de combate à inflação inercial estavam no poder, com o reforço de Edmar Bacha. Era natural que dali saísse algo. Acabou saindo um Frankenstein.

O Plano Cruzado foi para a rua em 28 de fevereiro de 1986 com uma tablita — invenção dos argentinos, que haviam usado no Plano Austral esse mecanismo de transposição dos contratos do mundo da inflação alta para a inflação baixa — e congelamento generalizado de preços e salários, mas com abono, aumento do salário mínimo, contas do setor público em desarranjo e reservas internacionais baixas.

O resultado foi que os preços ficaram contidos, mas os produtos desapareceram das prateleiras dos supermercados, das lojas, das farmácias, dos açougues.

O Cruzado partia da avaliação da inércia inflacionária, mas optou-se ali pelo modelo do choque heterodoxo de Chico Lopes em vez da solução da moeda indexada. Os salários foram convertidos pela média, conforme modelo estruturado por Simonsen e Bulhões na década de 60. Todos os preços foram congelados. Uma tablita guiou a conversão de contratos da moeda velha para a moeda nova. Três zeros foram cortados da moeda, que deixou de ser cruzeiro e virou cruzado.

O Plano Larida, mais sofisticado, não foi sequer considerado como alternativa na época. A proposta da moeda indexada não é uma idéia de fácil entendimento. O jurista Saulo Ramos, então ministro da Justiça, olhou com ar meio incrédulo para Persio Arida no dia em que tomou conhecimento da idéia básica do Plano Larida, no início de 1986. E reagiu mandando esquecer. Sua opinião era que não havia condições legais para as duas moedas vigorarem ao mesmo tempo. Além disso, a idéia da moeda indexada era algo ainda não muito bem aceito, nem mesmo no próprio meio acadêmico. Alguns economistas continuavam considerando aquilo uma maluquice. Para complicar, era uma medida de difícil implementação. Só poderia ser introduzida por etapas, deman-

dava um robusto arsenal jurídico e paciência por parte da classe política. Sem falar no problema fiscal, cujo ajuste era uma suposição que estava implícita na proposta. Nenhuma dessas condições tinha garantia de ser minimamente atendida. O tempo que faltava para as eleições, de fevereiro a novembro de 1986, era muito mais curto do que em 1993, quando dezoito meses separaram a posse de Fernando Henrique no Ministério da Fazenda de sua eleição para presidente, em primeiro turno, em outubro de 1994.

São duas terapias contra a inflação opostas à do FMI. A discussão ali, digase, nunca foi fiscal. Ambas as propostas — a do congelamento total e a da moeda indexada — presumiam que a questão fiscal estivesse resolvida. Mas a decisão política favoreceu a variante de Chico Lopes. Era mais simples. Todo mundo entendia a lógica do congelamento de preços.

O Cruzado foi um plano surpresa, o primeiro de uma série. Agradou a gregos e troianos, mas durou pouco tempo. Tinha um problema intrínseco: o congelamento de preços embutidos em contratos longos, que carregavam a expectativa de inflação crescente, acaba provocando uma quebra generalizada. Isso implica uma transferência gigantesca de passivos e ativos. E foi por isso que surgiu a idéia da tablita, que resolve, no congelamento, o problema das transferências de renda. Com a solução encontrada, os preços relativos praticados na economia de alta inflação tenderiam a ficar praticamente na mesma posição em que estavam antes do Plano Cruzado.

Mas não foi bem isso o que ocorreu. O desalinhamento dos preços relativos acabou ficando pior do que era antes do plano, no período da inflação galopante, quando veio a fase dramática do desabastecimento de produtos. Não foram resolvidas, portanto, as distorções de preços relativos da época da alta inflação, sem falar especificamente na questão fiscal, que era uma distorção à parte, apesar da famosa associação que Bacha fez no dia do lançamento do Cruzado, com uma multidão apinhada em um estádio de futebol.

“Ao apito do juiz, todos se sentam ao mesmo tempo”, disse ele na época, indicando que, a partir do anúncio do plano, todos os agentes da economia estariam sendo realinhados nas mesmas posições de antes, em termos relativos. Mas não foi bem assim. Várias válvulas permaneceram abertas. Uma delas era a do próprio setor público, que continuou exercendo forte pressão sobre o sistema financeiro. A outra válvula vinha da massa salarial, que cresceu significativamente com a distribuição do abono e com o aumento do salário mínimo.

Por outro lado, a remuneração do capital caiu com a decisão do Banco Central de praticar na partida do plano uma taxa de juros real negativa. Tudo isso junto conspirava para jogar a demanda lá para cima.

Menos de dois meses depois do lançamento daquele programa de estabilização, ao caminhar ao lado de André Lara Resende num fim de tarde de meados de abril de 1986, no estacionamento externo do prédio da Fazenda em Brasília, ouvi dele um desabafo que jamais esqueci: “O plano Cruzado acabou, foi tudo para o espaço, não tem mais jeito”.

Aquilo mais parecia um delírio de André. Como o plano podia ter acabado se os brasileiros estavam todos nas ruas, nos supermercados, fiscalizando os preços, combatendo as remarcações, vestidos com a camisa de “fiscais do Sarney”?

O desabafo de André jamais me saiu da cabeça. Oito anos mais tarde, no 19º andar do prédio do Banco Central no Rio, a expressão de desalento de André com o Cruzado me voltaria de relance à memória quando vi o ar de desconsolo de Malan, dando como perdido o Plano Real ao saber do episódio da parabólica que derrubou Ricupero a um mês das eleições presidenciais de 1994.

O Plano Cruzado custou caro ao país. Resultou em enorme frustração para aqueles economistas que apenas dois anos antes, em 1984, tanto tempo dedicaram à busca de fórmulas que garantissem a estabilização. Pior ainda para o povo brasileiro, que confiou de olhos fechados naquela iniciativa. Afinal, era a primeira vez em muitos anos que a sociedade sentira no bolso a vantagem da estabilidade dos preços. Mas o teste falhou. Um ano depois do Plano Cruzado, a inflação já dava sinais de total descontrole.

Os economistas da inflação inercial reagiram de forma diferente àquele insucesso. Chico Lopes, diante do fracasso concreto do choque heterodoxo, recolheu-se ao trabalho de sua consultoria, a Macroeconômica. Mas não ficaria fora do debate nem fora do governo por muito tempo. Entre maio e junho de 1987, tornou-se o principal formulador do Plano Bresser, uma nova tentativa de estabilização que carregou o nome do ministro da Fazenda da época, Luiz Carlos Bresser Pereira, o terceiro da era Sarney. A inflação passava de 22% ao mês.

O programa imaginado previa, de início, um congelamento de preços por três meses junto com uma “otenziação” da economia. Salários e aluguéis passariam a ser pagos com base em valores que tinham como referência unidades de OTN. Era uma composição mista, na qual Chico Lopes juntava sua proposta

original de congelamento com a proposta Larida da moeda indexada, mas com uma diferença fundamental. O ponto básico daquela idéia de Lopes estava na determinação do valor da OTN, que seria fixado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) com base em dois fatores: o fator da inércia e o fator de ajuste. O primeiro seria igual a 80% da inflação passada. Já o fator de ajuste seria igual à diferença entre a inflação corrente — que, no primeiro momento, seria arbitrada — e a variação da OTN no mês anterior. Era uma forma de pré-fixar parte da correção monetária, tentando jogar para a frente a inflação passada, mas com certo desconto. Um redutor. A idéia partia da suposição de que a rota da correção monetária seria claramente de declínio.

Salários, alugueis e demais contratos seriam pagos em cruzados, de acordo com o valor de referência fixado pelo governo a cada mês para a OTN. Nos meses seguintes, o fator de ajuste faria a reposição automática da diferença verificada no mês anterior entre a inflação efetivamente constatada e a variação da OTN.

Mas Chico percebeu a tempo que aquilo poderia redundar em uma catástrofe. Com o redutor, a “moeda alternativa”, a OTN, tenderia a ser rejeitada se a inflação não embicasse para baixo. O ambiente político não era animador. Não havia a menor perspectiva de o governo comprometer-se com o ajuste fiscal.

O Plano Bresser resumiu-se então a um congelamento de preços e salários por três meses e a uma tablita de fatores de deflação para os contratos. Não houve mudança na política cambial nem na correção monetária, que continuou acompanhando a variação da OTN. Para a saída do congelamento foi criada a URP, a unidade de referência de preços.

Também não houve mudança do padrão monetário — a moeda continuou sendo o cruzado —, e isso, como se viu mais tarde, motivou a série de decisões judiciais favoráveis aos que reivindicaram na Justiça a reposição das perdas do Plano Bresser. É que o plano envolvia congelamento de preços e a obrigatoriedade do uso de uma tablita, com fatores de deflação aplicáveis aos contratos existentes, mas sem substituir a moeda.

Ou seja, do ponto de vista jurídico os contratos estavam sendo rompidos, uma vez que o padrão monetário não sofrera mudança. Este aspecto crucial seria motivo de muita discussão e reflexão anos depois, na fase anterior à introdução da URV, no início de 1994.

A rigor, o recurso à tablita fez parte de todos os planos de estabilização brasileiros, em maior ou menor grau. O instrumento, usado pela primeira vez na

Argentina, no Plano Austral, surgiu como consequência de uma leitura meio torta do Plano Larida. Os argentinos vislumbraram na proposta de “otenização” de André e de Persio um mecanismo para conversão dos contratos com a função de “comer” a parte “excessiva” da inflação que não se justificaria na passagem para a moeda nova.

O Plano Bresser acabou sendo um programa muito simples, mas poderia ter sido bem mais complexo, não tivesse Chico Lopes abandonado, às vésperas do anúncio, a idéia de “otenizar” a economia. A pressa foi, então, a pior inimiga. Não houve tempo para nada mais sofisticado.

Quando o ministro Bresser Pereira anunciou formalmente o programa, os cálculos da tablita não estavam sequer concluídos. Para os jornalistas que cobriam a área econômica em Brasília, foi um desespero só. A tablita sempre tem importância crucial nos planos de estabilização porque arbitra sobre ganhos e perdas. Quanto mais neutra for, menos prejuízo causa aos agentes econômicos, mas isso é praticamente impossível. Se a intenção de todos os planos foi justamente a de abater parte da dívida pública, é claro que os detentores de títulos do governo acabavam sofrendo mais perdas do que ganhos na hora da conversão.

O Plano Bresser, como se sabe, teve vida curta, como também ocorreu com o Plano Verão, em 1988, e os planos Collor I e Collor II, em 1990 e em 1991, respectivamente.

Já fora do governo, depois do segundo fracasso de sua vida de formulador da estabilização que foi o Plano Bresser, Chico Lopes convenceu-se, em suas divagações sobre a estabilidade, de que a hiperinflação é o jeito mais natural de acabar com a inflação sem que haja necessidade de condições específicas. Ou seja, a inflação sobe, sobe, e um dia vira hiperinflação. Daí a moeda vira pó e começa tudo do zero.

Em 1989, ele escreveu um livro intitulado *O Desafio da hiperinflação, em busca da moeda real*, chamando atenção para o fato de que a hiperinflação tem o efeito de mudar espontaneamente o padrão monetário da sociedade. Ou seja, chega-se a um ponto tal de desvalorização da moeda que a sociedade arranja uma forma de se livrar da situação.

A proposta apresentada por Chico em 1989 passava pela reprodução de uma situação hiperinflacionária, sem que fosse preciso vivenciá-la. O ponto de partida seria a criação de uma nova moeda de curso legal, que ele chamou então de

real (R\$). Valeu-se ali da denominação de um padrão monetário que, por diversas vezes na história, havia sido utilizado em Portugal e no Brasil.

Seria uma moeda forte para a qual todos migrariam por meio de um processo controlado de desindexação, semelhante ao imaginado na proposta da moeda indexada do Larida. Só seria emitida com lastro em cruzados (a moeda velha) ou em moeda estrangeira, recolhidos a uma caixa de estabilização administrada pelo Banco Central. O valor do real, em cruzados, estaria de algum modo atrelado ao valor da OTN e teria paridade praticamente unitária com o dólar. As duas moedas — o cruzado e o real — conviveriam por um tempo, até que a nova moeda expulsasse naturalmente a velha.

Era a idéia do Larida combinada com algum lastro que sustentasse inicialmente a nova moeda.

Chico Lopes nunca foi ligado ao PSDB e não costumava, portanto, frequentar o circuito de discussões que naquele final dos anos 80 mobilizou os economistas tucanos e simpatizantes.

Esse movimento foi particularmente intenso em 1989, por conta da campanha eleitoral para presidente, que tinha Mario Covas como candidato do partido. Gustavo Franco, assim como Edmar Bacha, era filiado ao PSDB desde 1988. Já naquele ano, logo após a fundação do partido, havia reuniões frequentes entre os economistas mais ligados com o objetivo de colaborar com o programa do PSDB. Junto com Winston Fritsch, Gustavo Franco pertencia ao grupo de economistas dedicados à política industrial e ao tema do choque de capitalismo, que era, na verdade, o gancho dos discursos de Covas, orientado por FHC e por José Serra.

Outros economistas, como José Roberto Mendonça de Barros, Andrea Calabi e Elena Landau, eram sempre mobilizados por iniciativa de Tasso Jereissati e de José Serra. Mas o economista de maior confiança de todos os grandes caciques do PSDB era, sem dúvida, Edmar Bacha, seguido de André Lara Resende e Persio Arida.

Gustavo Franco e José Serra chegaram a escrever juntos um texto com o título de "Análise econômica do Plano Collor II", em 1991, publicado numa coletânea sobre o Plano Collor II editada por Clovis de Faro.

No seu canto, Persio Arida continuou escrevendo sobre o tema da inflação, ainda insistindo na tese da moeda indexada, mas interessado agora em pensar sobre o *day after*, ou seja, o que fazer com juros e câmbio imediatamente após o início do processo de estabilização.

Passou a observar que a dinâmica inflacionária mudara de 1986 para 1992. O Larida foi concebido para uma inflação com certo nível de inércia. Acontece que depois do Cruzado surgiu um processo no país em que as pessoas achavam que a um congelamento fracassado de preços se seguiria outro. Então os preços subiam antecipando o próximo congelamento, o que de certa forma era ratificado por uma nova tentativa de estabilização. Quando os preços subiam, congelava-se de novo. Os planos se sucediam quase que como profecias auto-anunciadas. Aí vinha o fracasso, a inflação voltava e os preços subiam como prevenção a novo congelamento. Nessa espiral, aumentava a pressão política para que algo fosse feito, confirmando assim a expectativa generalizada de nova rodada de preços e salários congelados.

Persio ficou convencido de que a inflação, depois do Cruzado, havia perdido o caráter de inercialidade que era a base da teoria do Larida. Passou a ser fator de extraordinária importância o comportamento de antecipação do próximo congelamento, fazendo com que os preços se formassem de modo prospectivo. Com exagero, diga-se: os preços aumentavam mais do que seria preciso pela simples motivação de entrar "bem" no próximo congelamento, que podia vir a qualquer momento. Essa dinâmica tinha mais a ver com o tradicional entendimento *forward looking* de inflação, a partir da teoria expectacional.

Assim, a sociedade não mais atuava só repassando para a frente a inflação passada, mas também imputando aos preços aumentos preventivos. Parte da inflação ainda olhava para trás, mas parte passou a olhar para a frente, antecipando novos choques. Era uma atitude de defesa contra um possível novo plano que pudesse surgir de repente. Afinal, o Brasil tinha se transformado no país dos planos. A cada dois ou três anos, lá vinha uma nova experiência para testar a capacidade das pessoas de reter o nome da nova moeda.

Era um tipo de inflação para a qual o Larida não estava desenhado.

Persio não encontrava nenhuma maneira inteligente de lidar com o problema. Portanto, perdida a chance no Cruzado, nunca mais quis participar de outro plano porque naquelas circunstâncias, se estivesse correto em sua avaliação, pouco havia a fazer no campo da economia.

Estava convencido de que naquela situação de prevenção contra eventuais novos planos, a moeda indexada não funcionaria. Seria apenas uma idéia desperdiçada. Mas algo ocorreu no imaginário das pessoas depois de comprovado o fracasso do Plano Collor, que o levou a ter novamente esperança.

A atitude preventiva que fazia os preços subirem só pela expectativa de novo congelamento, ou nova tablita, ou novo confisco, foi aos poucos perdendo fôlego. Depois de tantas experiências malsucedidas, o povo brasileiro começou a ficar descrente de que algum político ou economista tivesse a coragem e a capacidade de tirar alguma idéia nova da cartola. A capacidade de estabilizar parecia estar exaurida. Uma consequência natural foi então a mudança da sociedade em relação ao comportamento dos preços. As pessoas relaxaram e, aos poucos, foram deixando de antecipar nos preços a perspectiva de algum novo plano.

É que o país ficou exaurido. Ninguém queria mais falar de estabilização nem de congelamento, ninguém acreditava mais nisso. Essa sensação por certo foi reforçada pelo abalo da crise política do governo Collor, em que os casos de corrupção saltavam aos olhos. Os economistas já não tinham tanto prestígio. Afinal, vinham com aquelas idéias mágicas, achando que a inflação caía por decreto, e que acabavam dando em nada.

Aquela atitude de descrença foi se espalhando pela sociedade a partir de 1991. Foi um fenômeno curioso. De certa forma, é como se a história da inflação no país tivesse retrocedido para a época em que a inflação passada era o fator predominante a determinar a inflação futura por meio da indexação, e isso levou Persio a acreditar de novo no potencial de sucesso da proposta da moeda indexada. A inflação voltara a ser fundamentalmente inercial.

Paralelamente, houve em 1990 uma evolução intelectual importante.

Quando se observa o Larida, vê-se que lá estão as bases da URV, da conversão, da reforma monetária, mas o plano nada fala sobre a taxa de juros e nem sobre o câmbio no *day after*, ou seja, no momento imediatamente após o lançamento da estabilização.

Debruçado sobre o estudo das tentativas de acabar com a inflação — aumento de salário real, congelamento, taxa de juro real negativa —, Persio chegou à conclusão de que havia algo errado na taxa de juros.

A taxa de juros pós-programa tinha de ser mais alta do que os juros pré-programa, imaginou ele. Mas isso era pura intuição. Não tinha ainda aprofundado esse ponto. Quando pensava no Cruzado, não tinha muito claro por que a taxa de juros estava errada, apenas sentia que não estava correta. Persio concluiu em 1991 um texto iniciado em 1989 — era sua segunda tese de doutorado — demonstrando que era perfeitamente possível aplicar um modelo teórico ao Larida: quando se estabiliza, por uma variedade de fatores o equilíbrio

real que existia anteriormente é abalado. Por isso, seria preciso ter taxas de juros temporariamente muito altas. Foi a conclusão a que ele chegou a partir de um modelo formal.

O estudo de Arida procurou explorar os efeitos que os planos heterodoxos de estabilização no Brasil provocavam, considerando não apenas a inflação propriamente dita, mas as incertezas que acompanham os períodos de aumentos descontrolados de preços.

Observou que a incerteza com relação à taxa de inflação é importante porque provoca um aumento da demanda por bônus indexados em lugar de ativos reais. Neste quadro, os trabalhadores tendem a aumentar a parte dos salários que dedicam à poupança, porque a incerteza quanto ao nível da inflação estimula o retardamento do consumo.

Os programas de estabilização são afetados pela incerteza que acompanha a taxa de inflação porque o impacto contracionista da alta inflação é revertido quando ocorre a estabilização dos preços. Isso se dá devido ao fenômeno da remonetização.

Persio analisou em seu texto o caso da inflação inercial fazendo uma revisão da idéia de neutralidade nos desenhos dos planos de estabilização.

Considerou o que chamou de situação ideal para a estabilização, em que o déficit do governo é zero e o déficit da conta corrente se encaixa na disponibilidade da oferta de poupança externa. Pressupõe, por hipótese, que a taxa de inflação requerida pela senhoriagem — poder de emissão de moeda por parte do Banco Central — é zero. Não há choques externos. Os salários são 100% indexados à inflação passada. A moeda é passiva.

De acordo com o paradigma que orienta o desenho dos programas de estabilização no país, segundo Persio dizia em 1992, a inflação, mesmo naquela situação ideal, não seria zero. Se no início do período os salários excederem os salários de equilíbrio — definido pelo salário médio observado entre a fase de pico do reajuste e o pior momento, chamado de vale, em que o poder aquisitivo mais cai, às vésperas do novo reajuste —, a inflação será então positiva. Quanto menor o intervalo de reajuste pela indexação, maior será a inflação. Isso já tinha sido identificado por Simonsen.

A inflação faz com que, durante o intervalo da indexação, o salário médio real seja consistente com o equilíbrio geral de todos os mercados.

No centro do paradigma está a hipótese de orçamento em equilíbrio. A correção monetária sobre os ativos financeiros e sobre os salários neste caso é um “véu”, no sentido de que não altera o equilíbrio real. Neste ambiente ideal, o paradigma diz que um congelamento temporário de preços, acompanhado de realinhamento neutro de salários, induz a uma rápida transição para a estabilidade de preços, desde que o orçamento seja mantido em equilíbrio a preços estáveis.

O realinhamento neutro dos salários faz com que a base dos salários no lançamento da estabilização seja equivalente à média dos salários reais observados durante o equilíbrio inflacionário. Rígidos controles de preços, por sua vez, desempenhariam a tarefa dupla de facilitar a aceitação de uma base mais baixa de salários e de coordenar as decisões dos formadores de preços.

Essa compreensão da dinâmica prevista no paradigma da inflação puramente inercial é verdadeira em um mundo desprovido dos efeitos da incerteza da taxa de inflação. Mas, alertava Persio, isso pressupõe uma condição de substituíbilidade da demanda por ativos que parece ter passado despercebida. Ou seja, as mudanças no patamar da inflação alteram a desejada composição da riqueza entre ativos financeiros e ativos reais. O que muda esses resultados é justamente a incerteza que acompanha a taxa de inflação.

Mesmo no caso da inflação puramente inercial — supondo que a questão fiscal esteja equacionada e, portanto, não seja um fator de pressão inflacionária —, a política de renda tem de vir acompanhada de uma redução do estoque da dívida interna para assegurar a estabilidade de preços sem provocar déficit na conta corrente. Mais ainda, salários reais e acumulação de capital tendem a aumentar com a estabilização. Esta reduz a incerteza que acompanha a inflação e por isso provoca mudanças na alocação da renda e da poupança não contemplada pelo paradigma da inflação puramente inercial.

É fácil entender: se há desequilíbrio fiscal, o governo tem de ir ao mercado buscar dinheiro para financiar o seu déficit, e isso significa oferecer ao público uma modalidade de aplicação financeira com juros atraentes. Do ponto de vista do poupador, investir em títulos da dívida pública representa aplicar em um ativo financeiro como outro qualquer.

Na situação de um setor público não saneado, é preciso considerar o comportamento do público na estabilidade. Persio passou a argumentar que, nesse caso, é inevitável que a dívida pública seja reduzida, ou então, alternativamen-

te, que a taxa de juros suba. Isso passa a ser crucial para que haja equilíbrio entre o estoque da dívida pública velha, formada na fase da inflação alta, e o novo comportamento do público, que tende a preferir ativos reais no lugar de ativos financeiros durante a estabilização.

Essa lógica, aliás, orientou o Plano Collor na partida, quando se fez o famoso confisco da poupança financeira. Na prática, aquilo representou um tremendo calote da dívida pública mobiliária federal. Foi uma solução traumática com certo sentido do ponto de vista teórico, na medida em que pretendia acabar com a parte do estoque da dívida pública que era composta por quase-moeda, ou seja, os papéis indexados à taxa de juros de curto prazo do Banco Central. Mas boa parte foi jogada pela janela porque ele partiu da suposição errada de que o importante é controlar o estoque de moeda da economia e não o fluxo ou a emissão de moeda.

Diante de tais considerações, Persio viu que não tinha outra saída a não ser a de recomendar juros elevados na partida de um plano de estabilização como forma de evitar o crescimento do consumo e manter o público atado aos papéis da dívida do governo. A redução dos preços tem o efeito de elevar o poder aquisitivo do salário, ainda que a conversão tenha sido feita pela média, sem qualquer ganho adicional. O consumo sempre cresce e tende a ser atraído por ativos reais, como imóveis, automóveis, barcos, e outros menos graduados, como geladeiras, fogões ou aparelhos de áudio e vídeo.

Portanto, o primeiro problema de um plano de estabilização em situação de desajuste fiscal é o teste de infância, envolvendo o *debt overhang*, ou seja, a sobrecarga da dívida.

O segundo teste, que ele considera definitivo, é quando a moeda flutua. Seria esse o teste de maturidade.

As explicações de Persio para os desdobramentos do chamado *day after*, de acordo com as suas avaliações de início dos anos 90, partiam primeiro da suposição de uma inflação puramente inercial.

Por ser puramente inercial, a reforma monetária puramente neutra dá certo. Isto era o que ele e André imaginavam lá pelos idos de 1984, quando pensaram sobre a inércia e escreveram o Larida. A resposta do próprio Persio sete anos depois era: pode ser que sim, pode ser que não, depende de alocação do risco.

Uma reforma puramente neutra é aquela em que os valores reais — descontada, portanto, a variação da inflação — de todos os indicadores econômi-

cos são exatamente iguais ao que eram antes. O ponto que Persio enfatizou entre 1991 e 1992 é que o fato de a inflação ser puramente inercial não quer dizer que a reforma seja puramente neutra.

Tratava-se de um problema de impossibilidade de observação.

A inflação puramente inercial é observada como tal, mas a rigor não se sabe se é compatível com a inflação puramente neutra ou não. É possível construir um caso em que as duas são compatíveis e outro em que não são. O Larida virou um subcaso do argumento de Persio porque, conforme descobriu então, não era verdade absoluta que uma reforma puramente neutra desse certo para uma inflação puramente inercial. Havia outro caso em que não dava certo e, nessa situação, seria preciso subir a taxa de juros. Ele passou a imaginar o Larida como um caso particular de um modelo mais amplo.

Isso pesou quando começou a pensar em novo plano de estabilização, em meados de 1993. O diagnóstico implícito era de que o caso ali não era puramente do Larida. A inflação tinha forte caráter inercial e a moeda indexada fazia todo o sentido, mas era preciso aumentar a taxa de juros pós-plano.

Sua tese fala do *right domestic debt stock*, ou seja, o estoque apropriado da dívida doméstica. Persio sugeria uma forma de medir isso: imaginava um caso de alta inflação e um determinado estoque de dívida com equilíbrio fiscal quando, de repente, a inflação cai, provocando em seguida uma fuga para ativos reais. Se isso acontece, não há dúvida de que o estoque da dívida pública anterior ao lançamento da estabilidade não era apropriado à capacidade de financiamento do setor privado. Estava grande demais. Neste caso, só há dois caminhos, segundo imaginou: ou se mata o estoque de dívida antes de começar a estabilizar e chega-se então ao estoque de dívida correto, ou aumenta-se a taxa de juros imediatamente na partida do plano.

Na fase de discussão mais operacional sobre o Plano Real, já em 1994, ficou claro que, não havendo espaço político para abater antes a dívida, que era exageradamente elevada, a alternativa seria elevar os juros reais no momento do lançamento da nova moeda.

Aqui é preciso esclarecer outro ponto importante. O Larida foi imaginado para uma economia fechada. Nada fala sobre o câmbio. Apenas procura estabelecer um vínculo entre a emissão da moeda boa, descontaminada da inflação, e os depósitos em moeda estrangeira que o setor privado tinha no Banco Central. Eram depósitos relacionados à moratória da dívida externa e cujo pa-

gamento externo foi renegociado em 1983. Os recursos, denominados em dólar, ficavam depositados no BC, mas o acordo feito então com os bancos internacionais permitia que fossem reemprestados internamente, com novas condições de prazo e de juros. Ou seja, o dinheiro não podia sair do BC para o exterior na forma de dólares, mas podia ser liberado para uso interno na forma de cruzeiros, com ganho adicional que era contabilizado na conta dos credores externos.

Essas operações de "reempréstimo", que no jargão internacional eram conhecidas como *re-lending*, foram interrompidas mais tarde no rastro de uma das várias moratórias da dívida externa, a que foi decretada em meados de 1986, poucos meses depois de o Cruzado ter sido lançado. Eram operações que deixavam muita gente contrariada pelos enormes benefícios que garantiam aos bancos internacionais. O senador Eduardo Suplicy, do PT, brigou o quanto pôde para acabar com elas quando era relator da comissão da dívida externa no Senado.

Mas voltando ao Larida, a questão cambial marcou uma profunda divergência entre os autores do plano, no início dos anos 90, que no fundo tinha a ver com a forma de encaminhar a política econômica da reforma monetária. As reflexões sobre o pós-Larida representaram claramente um divisor de águas entre André Lara Resende e Persio Arida. Um começou a caminhar por uma linha e outro, por outra.

Aos poucos, André foi se tornando cada vez mais simpático ao Plano Cavallo, introduzido na Argentina justamente em 1991, quando o governo brasileiro fazia remendos na economia, tentando salvar o presidente Collor dos desgastes políticos que começavam a crescer.

A inclinação de André por algum tipo de âncora que sustentasse a estabilização depois do desaparecimento da inércia inflacionária consolidou-se em toda a primeira metade da década de 90. Teve origem no trauma que sentiu, na época do Plano Cruzado, com a imensa desorganização do setor público brasileiro.

Sua grande frustração em relação ao Cruzado surgiu, na verdade, com a falta de conhecimento que tinha da real situação em que se encontrava o setor público brasileiro. Sua cabeça trabalhava até 1986 com a hipótese de que o problema do déficit público operacional (receitas menos despesas, incluídos os juros, mas descontadas as correções monetária e cambial) estava resolvido, mas o que viu com o Cruzado foi uma enorme quantidade de déficit que saltava por

todos os lados. Além disso, havia a impressão falsa de que, tendo ocorrido drástica queda nos preços, tudo estava equacionado, e aí o quadro ficou pior. Passou a predominar no governo a lei do “vamos tocar pau na máquina”. É a visão política da estabilidade.

O impacto do desajuste fiscal foi muito grande para ele pela surpresa da descoberta. Tinha confiado nos números que Delfim Netto havia apresentado à nação quando era ministro do Planejamento do governo militar de João Baptista Figueiredo, antes da eleição de Tancredo Neves.

Consciente de que havia se deixado envolver por forte dose de ingenuidade, André passou a acreditar que era impossível avançar em qualquer iniciativa com o objetivo de reequilibrar as contas públicas no Brasil. Só mesmo uma camisa-de-força, do tipo que amarra a emissão monetária diretamente à quantidade de dólares das reservas internacionais do país, permitiria brecar o uso da inflação para financiar a expansão dos gastos do governo.

Passou a defender algo muito parecido com o plano de conversibilidade argentino, com a diferença de que não admitia livre curso para o dólar, nem mesmo depósitos em moeda estrangeira para brasileiros dentro do país. Era, no fundo, o ressurgimento do princípio do padrão-ouro, o regime de câmbio fixo mais radical que orientou as políticas econômicas do mundo desenvolvido na virada do século XIX para o século XX e que voltaria a ganhar fôlego mais adiante, depois do colapso da Bolsa de Nova York, especialmente nos Estados Unidos.

Em junho de 1991, André escreveu um outro artigo de impacto, “A moeda paralela conversível: para evitar a dolarização”, publicado na *Gazeta Mercantil*. Introduziu ali a noção do sistema bimonetário de transição, mas com conversibilidade para a moeda estrangeira. Ou seja, um plano de estabilização, para ser bem-sucedido, não pressupunha mais apenas o estágio da moeda indexada, crucial para acabar com a inércia inflacionária, mas passava também a exigir que o novo referencial para preços na economia estivesse umbilicalmente atrelado ao dólar. Esta seria a âncora.

André falava então na criação de uma letra lastreada resgatável. Seria uma espécie de título público sem prazo de vencimento e que não pagaria juros. Portanto, um papel perene e não-remunerado, igualzinho ao papel-moeda, só que conversível em dólar pelo valor de face, na base de um para um. Seria lastreado nas reservas internacionais do país e vendido pelo Banco Central em leilões.

Quem quisesse resgatar aquela letra receberia em troca dólares em papel-moeda dentro do país ou depósitos em dólar no exterior. Seria permitida ao sistema financeiro a abertura de contas dentro do país com depósitos denominados nessas letras que, além de unidade de conta, funcionariam internamente como meio de pagamento através da emissão de cheques a elas referenciados. A característica de reserva de valor era garantida pelo lastro atrelado às reservas.

Na fase do padrão-ouro, as moedas fortes, como o dólar e a libra esterlina, eram emitidas com lastro em ouro, que ficava depositado nos bancos centrais. Uma correlação entre o valor do grama de ouro e o valor da moeda em circulação consolidava a paridade entre um e outro. Era uma forma de ancorar a moeda em algo que tinha valor intrínseco. A suposição é de que essa âncora transmite o seu valor de moeda forte à moeda que está ajudando a sustentar.

Durante anos, André continuaria convencido de que a estabilização só funcionaria com a perna da caixa de conversão, com paridade fixa. Era, na sua opinião, a única forma de fazer o ajuste fiscal: na marra. A moeda indexada, fundamental para acabar com a inércia, não seria suficiente para assegurar a estabilidade porque outros fatores influenciariam contra, e o maior deles era o desequilíbrio das contas públicas.

Persio e André estavam claramente em lados diferentes naquele início da década de 90. Persio nunca gostou do *currency board*, ou caixa de conversão. Achava que fazia sentido na Argentina porque lá não havia indexação, a economia já funcionava atrelada ao dólar e era natural que fosse ancorada na moeda norte-americana. Achava que o Larida jamais conseguiria funcionar na Argentina. Não adiantaria, naquele caso, inventar nada parecido com a URV ou com correção *pro rata*. Nada disso.

O *currency board* obriga à disciplina fiscal, se for, é claro, seguido à risca. Esse passou a ser o ponto de defesa de André e o principal motivo da simpatia que tinha por planos do tipo da Argentina para países que teimam em manter o descontrole das contas públicas.

André entendia a rigidez da emissão monetária, quando atrelada a um determinado lastro “irremovível”, como uma camisa-de-força à qual o setor público teria de se enquadrar. Já Persio sentia de maneira diferente. Para ele, os políticos não são entes responsáveis e tenderiam, por isso, a explodir com o *currency board*.

No fundo, a discussão entre os dois sobre planos à la Argentina, esbarrava na dificuldade de supor a racionalidade dos políticos, do ponto de vista dos próprios políticos.

André achava que os políticos, pelo ângulo do seu interesse, tenderiam a se encaixar em uma política fiscal apertada, na medida em que ganhariam consciência de que, do contrário, poriam a perder todo o esforço de estabilização. A economia ia para o espaço devido à dolorosa saída de um plano de conversibilidade nos moldes do Plano Cavallo, e isso faria com que os políticos pensassem duas vezes antes de forçar o aumento de gastos.

Persio contra-argumentava no sentido de que os políticos não são racionais. O que se chama de político, em sua concepção, não é uma pessoa, mas um conjunto de interesses, e um conjunto de interesses não tem, necessariamente, comportamento racional. Persio não comprava o argumento de que o *currency board* imporia disciplina fiscal.

Outro ponto da discussão levantado a partir do final da década de 80 tinha a ver com um movimento na academia internacional que cristalizou a idéia de que política cambial só poderia ser tratada nos extremos: ou bem se vai para o *currency board*, que é a expressão máxima do câmbio fixo, ou bem se parte para a flutuação. Ficar no meio do caminho não daria certo.

Nesse campo, Persio inclinava-se mais para a flutuação do que para o *currency board*. Mas isso só ficou claro mais adiante. Nos primeiros anos da década de 90, ele estava mais interessado no *debt overhang*, e tentava traçar uma teoria mais ampla para o Larida, embora considerando ainda a hipótese de uma economia fechada. Não queria o *currency board*, mas não sabia o que pôr no lugar.

André e Persio estavam assim, cada qual imaginando uma maneira de garantir o sucesso da estabilização a longo prazo, quando uma nova oportunidade de derrubar a inflação surgiu em 1993, com a ida de Fernando Henrique para o Ministério da Fazenda.