



Errata

Página 15, 12ª linha, onde se lê: Uma de suas características mais marcante, leia-se: Uma de suas características mais marcantes

página 16, 2ª linha, onde se lê: o custo tendem a ser muito elevado; leia-se: os custos tendem a ser muito elevados.

Página 16, 8ª linha, onde se lê: mas não eliminam incerteza; leia-se mas não eliminam a incerteza.

Página 23, 10ª linha, onde se lê: a indexação da economia tem como objetivo; leia-se a indexação da economia teria como objetivo.

Página 26, 12ª linha, onde se lê: O arcabouço proporcionado pela Teoria dos Jogos porporcionou; leia-se: O arcabouço proporcionado pela Teoria dos Jogos possibilitou.

Página 26, 20ª linha, onde se lê: ao apresentar uma visão crítica ao arcabouço teórico neoclássico, leia-se: ao apresentar uma visão crítica ao arcabouço teórico clássico

Página 32, 1ª linha, onde se lê: não são realizado; leia-se: não são realizados.

Página 34, 8ª linha, onde se lê: necessidade insumos industriais; leia-se: necessidade de insumos industriais.

Página 36, 4ª linha, onde se lê: política de contração da monetária; leia-se: política de contração monetária.

Página 38, 8ª linha, onde se lê: (Bresser, 1986:9); leia-se: (Bresser Pereira, 1986:9).

Página 38, 10ª linha, onde se lê: os estudos desenvolvidos...mostrava; leia-se: os estudos desenvolvidos...mostravam.

Página 39, 14ª linha, onde se lê: alternativa a síntese; leia-se: alternativa à síntese.

Página 45, 18ª linha, onde se lê: os contratos já estão; leia-se: os contratos já estavam.

Página 47, 1ª linha, onde se lê: das experiênicas de plano heterodoxo; leia-se: das experiências de planos heterodoxos.

Página 48, 9ª linha, onde se lê: e as especificidades; leia-se: e as especificidades.

Página 50, 8ª linha, onde se lê: casos histórico sobre os casos de hiperinflação, leia-se: casos históricos sobre os episódios de hiperinflação.

Página 51, 1ª linha, onde se lê: e pelos choque de oferta; leia-se: e pelos choques de oferta.

Página 51, 13ª linha, onde se lê: sobre o processo de inflação inercial; leia-se: sobre o processo de inflação inercial.

Página 53, 7ª linha, onde se lê: paradigma estruturalistas; leia-se: paradigma estruturalista.

Página 55, 4ª linha, onde se lê: terceiro capítulo; leia-se: quarto capítulo.

Página 59, 19ª linha, onde se lê: terceiro capítulo; leia-se: quarto capítulo.

Página 67, 4ª linha, onde se lê: especular com espaços vazios; leia-se: especular com os espaços vazios.

Página 70, 19ª. linha, onde se lê: desafiadas pela evidência esta além da dúvida; leia-se: desafiadas pela evidência está além da dúvida.

Página 87, 9ª linha, onde se lê: apresenta sua refutação; leia-se: apresenta a cada uma sua refutação.

Página 95, 7ª linha, onde se lê: indexada, declaram-se céticos; leia-se: indexada, declaravam-se céticos.

Página 99, 12ª linha, onde se lê: de forma superficial, relacionado à estabilização; leia-se: de forma superficial, relacionados à estabilização.

Página 101, 15ª. linha, onde se lê: a palavra de uma autoridade... gera; leia-se: as palavras de uma autoridade... geram.

Página 106, 2ª. linha, onde se lê: no próximo capítulo; leia-se: nos próximos capítulos.

Página 111, 4ª. linha, onde se lê: explosão consumo; leia-se: explosão no consumo.

Página 120, 16ª. linha, onde se lê: acabam com crise; leia-se: acabam em crise.

Página 132, 16ª. linha, onde se lê: História comparada. Tal qual; leia-se: História comparada, tal qual.

Página 139, 1ª. linha, onde se lê: decisão aumentar; leia-se: decisão de aumentar.

Página 139, no sub-título, onde se lê: Heterodoxia nem Franco; leia-se: Heterodoxia em Franco.

Página 167, 10ª. linha, onde se lê: compulsórios E a grande; leia-se: compulsórios. E a grande.

Página 171, 6ª.linha, onde se lê: plano as motivações; leia-se: plano das motivações.

Página 175, 14ª.linha, onde se lê: momento.”(Franco, 1999a:303), intensificando a disputa pelas idéias e pelo poder. Franco explica; leia-se: momento.”(Franco, 1999a:303). Franco explica

Página 180, 8ª. linha, onde se lê: prevalece “não-padrão”; leia-se: prevalece o “não-padrão”.

Página 180, 12ª. linha, onde se lê: Não há indagação; leia-se: não há indagações.

Página 187, 1ª.linha, onde se lê: gradual combate à inflação; leia-se: gradual de combate à inflação.

Página 212, 2ª. linha, onde se lê: que esta perdendo; leia-se: que está perdendo.

Página 212, 4ª. linha, onde se lê: passa de desempenhar; leia-se: passa a desempenhar.

Página 213, 5ª. linha, onde se lê: Todas partindo; leia-se: Todas partem

Página 229, 6ª. linha, onde se lê: Lopes relata houve; leia-se: Lopes relata que houve.

28
31

HETERODOXOS? ORTODOXOS? - OS FALSOS MOEDEIROS FALSOS
Subsídios à História do Pensamento Econômico Brasileiro Sobre
Políticas de Estabilização.

Banca examinadora

Prof. Orientador Dr. José Márcio Rego
Prof^a Dra. Rosa Maria Marques
Prof^a Dra. Maria Angélica Borges
Prof. Dr. Ruben César Keinert
Prof. Dr. José Geraldo Vinci de Moraes

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

PATRÍCIA HELENA FERNANDES CUNHA

HETERODOXOS? ORTODOXOS? - OS FALSOS MOEDEIROS FALSOS
Subsídios à História do Pensamento Econômico Brasileiro Sobre
Políticas de Estabilização.

Tese apresentada ao Curso de Pós-
Graduação da FGV/EAESP
Área de Concentração: Economia de
Empresas como requisito para a
obtenção de título de doutor em
Economia.

Orientador: Prof. Dr. José Márcio Rego



Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração
de Empresas de São Paulo
Biblioteca



530/2000



1200000530

SÃO PAULO
Março de 2000

S

19.04 338.22

(81)

2972h

530/2000 Tese

2.2

Página 231, 8ª linha, onde se lê: autonomia do mercado; leia-se: autonomia ao mercado.

Página 245, 16ª linha, acrescentar nota depois de Street. Nota: *Ibidem*, p. 74-75.

Página 247, 21ª linha, acrescentar nota depois de intervencionistas. Nota: *Ibidem*, p. 79.

Página 249, 21ª linha, acrescentar nota depois de intervencionistas. Nota: *Ibidem*, p. 79-80.

Página 252, 9ª linha, onde se lê: econômico brasileiro de longa data; leia-se: econômico brasileiro, de longa data.

Página 252, 16ª linha, onde se lê: esatabilização; leia-se: estabilização.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1- “COMPRANDO A ESTABILIZAÇÃO HETERODOXA”	9
1. POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO	9
1.1. Teorias de Inflação: à guisa de resumo	17
2. HETERODOXIA	40
1.1 Heterodoxia: Algumas definições	42
1. 2. Análise Heterodoxa da Inflação Enquanto “Paradigma”	48
CAPÍTULO 2 – “VENDENDO TEORIA E ESTABILIZAÇÃO”: PÉRSIO ARIDA	61
2.1 MÉTODO EM ARIDA: RETÓRICA	73
2.2 HETERODOXIA EM ARIDA	80
2.3 INFLAÇÃO E ESTABILIZAÇÃO	86
2.4 O DEBATE DO CÂMBIO	106
CAPÍTULO 3 – “VENDENDO PROSPERIDADE”: GUSTAVO FRANCO	122
3.1 RETÓRICA EM FRANCO	130
3.2 HETERODOXIA NEM FRANCO	139
3.3 INFLAÇÃO E A ESTABILIZAÇÃO	151
3.4 ESTABILIZAÇÃO E O REGIME DE TAXA DE CÂMBIO	163
3.4.1 Motivações Políticas	171
3.4.2 Câmbio Subvalorizado – Qual é a taxa de equilíbrio?	178
CAPÍTULO 4 – “VENDENDO ESTABILIZAÇÃO”: CHICO LOPES	186
4.1 RETÓRICA EM LOPES	194
4.2 HETERODOXIA EM LOPES	199
4.3 INFLAÇÃO E ESTABILIZAÇÃO	205
4.4 DEBATE DO CÂMBIO	223
CONSIDERAÇÕES FINAIS	233
ANEXO - ENTREVISTA DO PRESIDENTE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO	253
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:	290

Agradecimentos

A realização deste trabalho só foi possível devido ao apoio, incentivo e estímulo que recebi do meu orientador, e também amigo especial, o Prof. José Márcio Rego, não só durante o período de orientação, mas desde os primeiros meses no programa de Pós-Graduação da EAESP/GV. É impossível não se deixar contagiar pelo seu entusiasmo, seu alto astral, seu conhecimento do tema e multidisciplinar que muito me ajudaram, com suas sugestões sempre pertinentes e apropriadas para o trabalho. Com certeza eu não teria conseguido concretizar este sonho com paixão e realizar esta longa travessia sem nossas frutíferas discussões e sua dedicação especial.

Cabe ressaltar que os erros e as omissões são de minha inteira responsabilidade.

Correndo o risco de cometer omissões, pois convivi com pessoas maravilhosas em diferentes momentos, gostaria de agradecer também:

- Ao professor Bresser Pereira pelo despertar do tema, pela sua orientação e por possibilitar o término da orientação por um dos seus mais diligentes discípulos.

- Aos professores Nakano, Oliveira Lima, Paulo Nogueira Batista Jr, Fernando de Holanda, Samuel Pessoa, Fernando Prestes Motta.

- Ao Professor Arthur Barrionuevo Filho, amigo fiel e leal.

- Ao amigo querido Gilberto Tadeu Lima.

- À Celinha Cruz pelo seu alto astral, incentivo e carinho desde o tempo que estudávamos para a ANPEC.
- Aos meus colegas de curso durante o curso pelo convívio e estímulo.
- À EAESP/FGV que me acolheu e todos funcionários.
- À CAPES pelo suporte financeiro.
- Ao programa de Intercâmbio PIM que me possibilitou a experiência de estudar em Viena na Áustria.
- Aos meus colegas da Fundap, Alice, Sandro, Carlos Eduardo, Margret, Tiche, Fê e Vera, pelo convívio tranquilo, incentivo e principalmente a paciência nos últimos meses.
- À PUC, em especial à FEA/PUC que me acolheu como aluna e hoje me acolhe como professora.
- Aos meus colegas do Departamento de Economia da PUC/SP que sempre me incentivaram. Em especial, à Rosa Maria Marques que durante os anos em que dividimos sala na Fundap me mostrou como tornar as tarefas cotidianas em trabalho prazeroso, à Angélica pelo incentivo e o alto astral, à Márcia, à Cristina, à Claudia, ao Paulo Baia, pelo convívio desde o tempo que éramos alunos na PUC, aos colegas que também foram do programa da EAESP/FGV, aos colegas que também trabalham na Fundap, aos meus antigos professores que ajudaram a despertar a paixão pela economia, aos meus colegas mais novos, mas não menos queridos, do Departamento.

- Aos meus alunos pelo carinho e paciência.
- Aos amigos que me incentivaram e entenderam minhas ausências. Em especial ao grupo que possibilitou, entre outras coisas, a experiência maravilhosa do Carnaval 2000 no Rio: Valéria, Adélia e Sara, muito obrigada pelo apoio.
- Aos meus amigos e parentes que torceram durante essa jornada.
- Ao Luiz Cláudio que ajudou muito nessa longa travessia.
- E aos meus queridos pais, Alaor e Norma, e meu irmão Alaor que sempre me incentivaram, acreditaram e tornaram a realização desse sonho possível.

Introdução

"se se quer saber como pensavam determinadas pessoas, a melhor maneira é perguntar a essas pessoas. É uma maneira mais objetiva do que ter que fazer interpretações. E a mesma coisa a respeito da história oral, a história dá um conjunto de depoimentos de pessoas que participaram de fatos importantes. Então freqüentemente fazem-se grandes teorias sobre porque as pessoas foram levadas a tomar determinadas decisões, e essas teorias não têm 'nada a ver com o peixe'. A vantagem da história oral é que ela limpa a história dessas interpretações".(Simonsen em entrevista a Biderman, Cozac e Rego, 1996:197-8)

O objetivo primeiro deste trabalho é avaliar o debate sobre decisões de política econômica a fim de detectarmos até que ponto a formulação de políticas das estabilizações recentes foram concebidas a partir de uma subordinação às políticas traçadas nos centros hegemônicos¹. A estratégia adotada para esta avaliação foi valer-se dos argumentos apresentados pelos próprios economistas que exerceram a função de *policy makers*. Os critérios de escolha para efeito desta tese foram basicamente três: 1) terem os economistas escolhidos, direta ou indiretamente, participado da discussão e/ou implementação de planos de estabilização; 2) terem exercido a presidência do Banco Central e desta forma constituírem-se nos maiores responsáveis pela política cambial no período de vigência do Plano Real; 3) serem considerados "heterodoxos" ou "neo-estruturalistas" no diagnóstico ou no desenho do receituário de

política. Os três economistas tratados na tese, merecendo um capítulo para cada um deles são: Pêrsio Arida, Gustavo Franco e Francisco Lopes. No Brasil, os economistas desempenham um papel de destaque assumindo cargos que lhes possibilitam transformar suas análises econômicas em ações de política econômica². No entanto, essa transformação de teoria econômica em política econômica não é trivial, pois toda elaboração abstrata apresenta grandes simplificações da realidade, assim, extrair a partir delas proposições de política é uma tarefa bastante complexa. Afora o fato de a racionalidade econômica ser distinta da racionalidade política. Portanto, não é por acaso que a política econômica é sempre alvo de divergências, discussões, pressões e polêmicas.

Na descrição do debate, está subjacente uma reconstituição da história de política econômica recente, e de algumas vertentes do pensamento econômico brasileiro sobre estabilização. Do nosso objetivo primeiro, aparece o confronto de interpretações sobre o processo de estabilização monetária quando da implementação e consolidação do Plano Real, com destaque à política cambial. Metodologicamente, privilegiou-se trabalhar com as interpretações fornecidas pelos próprios propositores de política, seja justificando suas ações, *ex-ante* ou *ex post*, ou respondendo a seus críticos.

¹ Ver Fiori, J. L. (1997) *Os Moedeiros Falsos*. Rio de Janeiro, Editora Vozes.

Além do conceito polêmico de heterodoxia e neo-estruturalismo, um dos fios condutores de nossa análise comparativa é também mostrar como os argumentos (teóricos e retóricos) de política econômica comandam persuasão, sustentando-se teórica ou retoricamente. De alguma forma, privilegiou-se para tanto a polêmica instalada no Brasil com relação à política cambial adotada desde a implementação da última fase do Plano Real (julho de 1994) até o abandono do regime de bandas estreitas em janeiro de 1999.

Destaca-se que os três economistas escolhidos realizaram seus doutoramentos em universidades americanas (Massachusetts Institute of Technology – MIT e Harvard) e pertenceram ao mesmo centro de pós-graduação no Brasil, o da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Segundo Loureiro (1997), “a internacionalização da ciência econômica produziu consideráveis impactos sobre os meios profissionais, além de influenciar também a atuação dos economistas como *policy makers*, dando mais legitimidade política àqueles com maior inserção no circuito científico internacionais”. (1997:69) Vale lembrar que Maria da Conceição Tavares definiu o grupo da PUC-Rio como ‘neoestruturalista’³.

² Para detalhes ver: LOUREIRO, M. R. (1997) *Os Economistas no Governo*. Rio de Janeiro, Editora Fundação Getúlio Vargas.

³ Segundo Tavares, o pessoal da PUC-Rio “fez um modelo, que embora fechado era ‘rigoroso’. Depois agregaram a taxa de câmbio, mas não sabiam o que fazer com ela. Assim a taxa de câmbio aparece ora como objetivo ora como variável expectacional. Já é um chute em cima do modelo, porque umas variáveis são estruturais, as outras são expectacionais. Isso é um ecletismo que de algum modo a situação brasileira requer. Dado que é um país muito

O debate sobre o melhor regime cambial no Plano Real se insere num contexto caracterizado por crescente globalização financeira e volatilidade dos fluxos de capitais internacionais, quando a América Latina volta a participar de um novo ciclo de expansão dos capitais externos⁴.

Esse retorno dos capitais voluntários é um dos elementos que ajudou a viabilizar a adoção da âncora cambial como estratégia de estabilização, num ambiente externo bastante distinto do verificado no início da década de 80, quando a crise da dívida externa de 1982, interrompeu o fluxo voluntário de capitais e impôs aos países da América Latina, e ao Brasil em particular, uma forte restrição externa com os desdobramentos sobre o processo inflacionário. Como o quadro I indica, só em dezembro de 1999, depois das crises internacionais (México em 1994, Leste Asiático em 1997, Rússia em 1998, Brasil em 1999) que ameaçaram a manutenção dos fluxos de capitais externos para os países emergentes é que, grande parte dos países da América Latina passam a adotar um regime de taxas de câmbio flutuante. Argentina com o sistema de *Currency Board*, e a Venezuela são as exceções.

atrapalhado, não dá para pegar uma teoria que foi feita em outras condições e aplicar aqui.”(Biderman, Cozac e Rego, 1996:141)

⁴ Para melhor qualificação e detalhamento desses conceitos ver nas Considerações Finais a digressão feita a partir de FIORI, J. L. (1999) “Estados, moeda e desenvolvimento”. In: FIORI, J. L. (org.) *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Rio de Janeiro, Editora Vozes.

Quadro I
REGIMES CAMBIAIS NA AMÉRICA LATINA

Pais	Dezembro de 1994	Dezembro de 1999
Argentina	Fixo 1 -1 com US\$	Fixo 1 -1 com US\$
Brasil	Banda ante US\$	Flutuante
Chile	Banda	Flutuante
Colômbia	Banda ante US\$	Flutuante
Equador	Banda ante US\$	Flutuante
México	Banda ante US\$	Flutuante
Peru	Flutuante	Flutuante
Venezuela	Fixo ante o US\$	Banda ante o US\$

Fonte: J. P. Morgan, republicado na Gazeta Mercantil Latino-americana,
20/12/1990, p. 23. Indicadores DIESP, no. 75, nov/dez 1999.

Um dos pressupostos deste trabalho é o de que enquanto *policy makers*, estes economistas agiram partindo de uma prévia interpretação da realidade brasileira, e de diferentes percepções com relação ao quanto há de arte e ciência em Economia. Então, para recuperar as abordagens adotadas por cada autor e suas avaliações dos problemas relacionados à estabilização monetária e sua consolidação, reconstituiremos suas análises sobre o problema de inflação crônica e o papel da âncora cambial, e conseqüentemente, como combater a inflação e consolidar a estabilização, (na forma de entrevistas ou de seus próprios relatos, sobre suas decisões de política econômica). A metodologia adotada para conduzir nossa análise foi principalmente privilegiar a interpretação dada **pelo próprio policy maker**, ou seja, deixá-lo falar e expressar claramente suas opiniões (e, às vezes, suas contradições). Segundo Simonsen este método é uma forma extremamente útil para recuperar a história do pensamento econômico, pois "se quer saber como pensavam

determinadas pessoas, a melhor maneira é perguntar a essas pessoas. É uma maneira mais objetiva do que ter que fazer interpretações. E a mesma coisa a respeito da história oral, a história dá um conjunto de depoimentos de pessoas que participaram de fatos importantes. Então freqüentemente fazem-se grandes teorias sobre porque as pessoas foram levadas a tomar determinadas decisões, e essas teorias não têm 'nada a ver com o peixe'. A vantagem da história oral é que ela limpa a história dessas interpretações".(Biderman, Cozac e Rego, 1996:197-8) Dentro desse mesmo espírito é que a tese traz, em anexo, a entrevista com o Presidente Fernando Henrique Cardoso.

Ainda, com o intuito de identificar um pouco as experiências destes economistas, bem como suas inserções no debate público e acadêmico, iniciamos cada capítulo apresentando breves comentários sobre suas trajetórias profissionais.

Outro aspecto destacado será o instrumental técnico e metodológico utilizado por cada autor para realizar suas análises econômicas e transformá-las em ações de política. Aqui, uma ênfase será dada ao papel da Retórica, não como análise epistemológica, mas como processo fundamental para persuadir e convencer. Ou seja, também como "estratégia de luta" pela dominação "científica" no

campo⁵. Afinal, na ciência econômica não existe uma maneira inequívoca ou teste empírico definitivo que permita apontar claramente quem está certo.

É pressuposto deste trabalho que o Plano Real preencheu alguns requisitos básicos no que se refere ao objetivo de alcançar a estabilidade de preços. Para o objetivo proposto o modelo teórico utilizado foi adequado e o grau de implementação das medidas foi satisfatório. Conforme sugere a matriz abaixo qualquer outra combinação entre o modelo e nível de implementação significa o fracasso da tentativa de estabilização.

Resultados “Possíveis” de um Plano de Estabilização

Grau de implementação \ Modelo	Adequado	Inadequado
Satisfatória	Sucesso	Fracasso
Insatisfatória	Fracasso	Fracasso

Fonte:Oliveira (1993:2)

Destaca-se um aspecto interessante para a história do pensamento econômico que emerge do debate aqui apresentado sobre alternativas de estabilização de processos inflacionários crônicos, (e recuperado em cada um dos três economistas), é a dimensão da heterodoxia. A distinção entre ortodoxia e heterodoxia, e

⁵ BOURDIEU, P. (1983) “O campo científico”. In: ORTIZ, R. (org.) *Pierre Bourdieu: Sociologia*. São Paulo, Editora Ática.

a atribuição de tais classificações aos economistas, (ou às políticas) não é óbvio.

Como pano de fundo para os capítulos, faremos uma (brevíssima) discussão da literatura sobre políticas de estabilização e inflação para subsidiar as diferentes compreensões para o termo heterodoxia do primeiro capítulo. O segundo, terceiro e o quarto capítulo avaliam os economistas Pérsio Arida, Gustavo Franco e Francisco Lopes respectivamente. Cabe ressaltar que conscientemente apresentamos para os três economistas analisados seus argumentos teóricos que permitem perceber a coerência e a lógica de suas idéias; os seus argumentos empíricos que sustentam os argumentos teóricos; os seus argumentos epistemológicos que justificam e legitimam suas maneiras de formular argumentos; e os argumentos baseados no bom senso, ou seja, as explicações simples para os argumentos complicados⁶.

Como já registrado, em anexo, apresentamos uma entrevista (inédita) do Presidente da República Fernando Henrique Cardoso sobre suas considerações em relação à concepção, implementação e consolidação do Plano Real.

⁶ Ver KLAMER, A. (1983) *Conversas com Economistas*. São Paulo, Editora da Universidade de São Paulo e Pioneira.

Capítulo 1- "Comprando a Estabilização Heterodoxa"

1. Políticas de Estabilização

In analyzing real world issues, almost all economists are eclectic, drawing on different models for different purposes. (Blanchard e Fisher, 1989:505)

A literatura sobre políticas de estabilização enfatiza diferentes aspectos relacionados às causas dos processos de inflação crônica. A visão mais tradicional trata a inflação como um problema fiscal, excesso de emissão de moeda para financiar gastos do governo superiores as suas receitas. Porém, quando uma inflação se tornou alta e crônica, o equacionamento do problema fiscal pode ser condição necessária, mas não suficiente para combatê-la. Assim, tratá-la apenas como um fenômeno monetário⁷ significa não perceber toda a dimensão do processo. Inflação é, em última instância, um fenômeno real, cuja manifestação é monetária. Nesse sentido, os processos inflacionários, moderados ou altos, são manifestações resultantes da interação de fatores econômicos, sociais e políticos.

⁷ Como afirma Cukierman, "se a maioria dos economistas acredita que a inflação é um fenômeno monetário, bastaria ao banco central controlar a expansão de moeda para combatê-la. No entanto, a maioria dos países apresentam taxas de inflação positiva". (Cukierman, 1992:1)

Destaca-se que os países acometidos por inflações altas e crônicas precisam implementar junto à política antiinflacionária, uma série de reformas econômicas para recuperar sua capacidade de crescimento e equacionar a crise fiscal do Estado. Ou seja, o problema da estabilização deixou de ser uma questão meramente conjuntural para tornar-se um quase consenso sobre a necessidade de reformas estruturais.

As origens da grande deterioração fiscal em países como o Brasil, podem ser encontradas na resposta dada pelo país aos choques do petróleo e das taxas de juros internacionais que desencadearam a crise da dívida externa no início dos anos 80. Neste aspecto há uma possível analogia com os países europeus que sofreram a hiperinflação aberta nos anos 20, quando a origem do descontrole inflacionário estava claramente associado a alguma catástrofe, como ter perdido a guerra e se tornar responsável pelo custo das reparações⁸. Os efeitos fiscais, tanto das reparações como da crise da dívida externa nos anos 80, podem ser entendidos como o componente internacional deflagrador da deterioração fiscal.

⁸ Este era o diagnóstico defendido por parte dos economistas alemães nos anos 20, onde a causalidade do processo inflacionário era de preços para moeda (ou seja, desvalorização da taxa de câmbio para produzir superávits comerciais era o responsável pelo aumento na quantidade de moeda) em oposição a teoria que explica o aumento de preços como sendo causado pelo aumento da quantidade de moeda.

Verifica-se que no Brasil, durante a Nova República, houve o agravamento da situação fiscal, forte restrição externa e aceleração das taxas de inflação. Cabe lembrar que a economia brasileira experimentou ao longo da década de 80 e início dos anos 90 várias tentativas frustradas de combate à inflação. Desde os choques do petróleo e das taxas de juros em 1979, até o *impeachment* do Presidente Collor em 1992, foram doze políticas de estabilização monetária diferentes, conforme mostra o quadro I.

Quadro I

ANO	PRESIDENTE	MINISTRO DA ÁREA ECONÔMICA	POLÍTICA DE ESTABILIZAÇÃO	Taxas de Inflação Anual – IGP-DI
1979	J. Figueiredo	Delfim Netto	Prefixação Cambial	77,2%
1981			Ortodoxo Clássico	95,1%
1983			Ortodoxo – FMI	211,0%
1985	José Sarney	F. Dornelles	Ortodoxia	235,1%
1986		Funaro	Pl. Cruzado - Heterodoxia	65,0%
1987		Bresser	Pl. Bresser – Heterodoxia	415,8%
1988		Mailson Nóbrega	Arroz c/Feijão	1.037,6%
1989	F. Collor	Zélia Cardoso	Pl. Verão – Heterodoxia	1.782,9%
1990			Pl. Collor I/ Plano Éris	1.476,6%
1991		Marcílio M. Moreira	Pl Collor II – Heterodoxia	480,2%
1992			Ortodoxia	1.157,9%
1993	Itamar Franco	G. Krause	Plano Real – Heterodoxia	2.708,2%
1994		P. Haddad E. Resende FHC Rícupero Ciro Gomes		
1995	FHC	Malan		14,8%

Fonte: baseado em Bresser (1992: 99-100)

Pode-se até afirmar que o Brasil viveu episódios de hiperinflação, não aberta como as experiências européias dos anos 20 ou a Bolívia em 1985, mas reprimida. Os índices de inflação apresentaram uma trajetória não mais de deslocamento por

patamares, mas sim de aceleração permanente, interrompida por choques deflacionários que traziam à inflação para níveis baixos apenas transitoriamente (tabela 1). Cabe ressaltar a capacidade das instituições monetárias e fiscais de se adaptarem a deturpações trazidas à atividade econômica pelo processo inflacionário, que não levou à desorganização total presente nas hiperinflações abertas, mas reforçou o círculo vicioso da inflação acelerada seguida de choques de estabilização⁹.

Tabela 1 - Taxas de Inflação Anual -Final de Período

Anos	%	Anos	%	Anos	%
1970	19,3	1980	110,2	1990	1.476,6
1971	19,5	1981	95,1	1991	480,2
1972	15,8	1982	99,7	1992	1.157,9
1973	15,5	1983	211,0	1993	2.708,2
1974	34,6	1984	223,8	1994	1.093,8
1975	29,4	1985	235,1	1995	14,8
1976	46,2	1986	65,0	1996	9,3
1977	38,8	1987	415,8	1997	7,5
1978	40,8	1988	1.037,6	1998	1,7
1979	77,2	1989	1.782,9	1999	19,9

Fonte: Conjuntura Econômica

Parte-se do pressuposto que a crise fiscal do Estado não pode ser equacionada se a aceleração do nível de preços não cessar. Mas ela também aparece como um dos condicionantes para a estabilização. O outro condicionante se encontra na restrição imposta

⁹ Para detalhes ver : NAKANO (1991) "Ciclos de Inflação e choques no Brasil, 1986-1991", in: FONTES,R. (org.); KIGUEL, M. ; LIVIATAN, N. (1991) "The Inflation-Stabilization Cycles in Argentina and Brazil" In: BRUNO, M. ; FISHER, S. ; HELPMAN, E ; Liviatan, N. Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath, The MIT Press.

pelo balanço de pagamentos, que por sua vez também tem uma dimensão fiscal. Segundo Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel (1993) "a recuperação do crescimento com estabilização implica uma reconstrução da capacidade do Estado de desempenhar funções de coordenação e promoção. Ela exige um esforço político global para adotar e cumprir normas, e disciplina social. Juntamente com o acordo externo, um pacto fiscal politicamente sustentável e um acordo social parecem indispensáveis. Essa característica heróica da política de estabilização em muitos casos latino-americanos provém da necessidade de reverter expectativas pessimistas, depois de cerca de 10 anos de tendências econômicas desestabilizantes e muitos fracassos de políticas". (1993:263-264)

Nessas circunstâncias não é possível construir um modelo completo para compreender o processo de inflação e estabilização com todas as suas especificidades. Verifica-se uma precariedade do conhecimento teórico convencional que não permite a construção de modelos cuja abrangência dê conta das variáveis econômicas relevantes e das variáveis políticas. Talvez por isso haja uma grande variedade de teorias e modelos alternativos para explicar a inflação, e conseqüentemente, formas de combatê-la, cada uma privilegiando aspectos relevantes, mas reconhecidamente incompletos. Os estudos se concentram sobre freqüência de ajuste de preço, inércia e

expectativas; política e reforma monetária; taxas de juros e dívida; políticas de renda; âncora nominal a ser adotada; política salarial; conflito distributivo; custos de estabilização; e etc. Enfim, diferentes economistas focalizam diferentes variáveis relacionadas a estabilizações. Como chama atenção Ball, "autores diferentes enfatizam diferentes aspectos destes fenômenos, portanto, discussões das experiências de alta inflação freqüentemente tem pouca relação entre si". (Ball, 1993:1)

Uma das formas de superar essa dificuldade é adotar uma postura mais "ecclética" e combinar arcabouços teóricos distintos, sem a pretensão de tratá-los como um corpo teórico único. Simonsen defendeu em várias ocasiões a necessidade de uma teoria híbrida que junta-se contribuições de diferentes matrizes teóricas. Bruno (1993) no prefácio do seu livro sobre a crise e o processo de estabilização em Israel faz o alerta: "há um aspecto metodológico - a necessidade inevitável de adotar uma abordagem ecclética da teoria de reforma econômica. A implementação *ad hoc* de uma idéia ou um programa de ação tem freqüentemente precedido um teorização sistemática *ex post* sobre porque funciona ou porque não funciona em um contexto particular. Isso talvez também explique porque, neste estágio de conhecimento, é improvável que uma disciplina ou abordagem teórica

possa dar uma resposta completa às várias questões que emergem em tais contextos". (Bruno, 1993:viii)

Assim, as explicações advindas das diferentes correntes do pensamento macroeconômico - neokeynesianos, monetaristas, novos clássicos e os neoestruturalistas -, isoladamente não são capazes de dar conta do fenômeno de inflação alta e crônica, mas cada um separadamente pode ajudar a revelar uma faceta não trivial do problema.

Para desenvolver o nosso argumento de que diferentes escolas de pensamento contribuem para a compreensão do fenômeno inflacionário é interessante lembrar algumas características do regime de inflação alta. Uma de suas características mais marcante é que a constante instabilidade de preços já fazer parte da rotina dos agentes e das instituições econômicas. Ambos foram se adaptando conforme as taxas de inflação se mostravam resistentes à baixa. Frenkel (1990:112) chama a atenção que este "processo de adaptação é lento e conflitivo, e ainda, uma vez sedimentado, favorecem à aceleração inflacionária e a volatilidade da economia."

A lógica de funcionamento dos contratos nominais na economia se alteram, já que com a presença de taxas de inflação elevada, aumenta a incerteza. Um recurso bastante utilizado para contratos de trabalho, empréstimos, aluguéis é reduzir o período de

vigência do contrato para que se possa rever as decisões de preço com mais frequência. No entanto, o custo tendem a ser muito elevado, por causa dos custos de informação e negociação dos contratos, que podem ser muito conflituosos. A outra forma de lidar com a questão, a um custo mais baixo, é adotar a indexação para os contratos vinculados a um índice de preço baseado na inflação passada. A indexação e a redução do período de duração dos contratos são mecanismos que reduzem, mas não eliminam incerteza. Todavia permitem que a moeda nacional não seja totalmente descartada, como quando o processo se transforma em hiperinflação aberta ¹⁰.

É importante perceber que a capacidade de proteger a renda e a riqueza existente e diminuir a incerteza frente a grande volatilidade de preços da economia se manifesta de forma diferenciada entre os grupos que compõem a sociedade. Alguns grupos conseguem obter uma indexação quase perfeita de seus contratos, ou acesso à moeda indexada, e portanto, estarão muito pouco dispostos a arcar com qualquer custo do processo de estabilização. O processo de adaptação das instituições acirra o conflito distributivo, pois ele é desigual.

¹⁰ FRENKEL, (1990) "Hiperinflação: o inferno tão temido. In: REGO (org.) *Inflação e Hiperinflação: interpretações e retórica*. São Paulo, Editora Bial, p.113.

Este capítulo (primeiro) apresenta uma síntese das principais teorias sobre inflação segundo alguns dos paradigmas econômicos. Em seguida discutiremos a classificação das políticas econômicas em heterodoxas e ortodoxas.

1.1. Teorias de Inflação: à guisa de resumo

Apresentaremos um quadro referencial sobre como as inflações altas e crônicas são tratadas pela teoria econômica. Não se pretende discutir exaustivamente cada teoria sobre inflação¹¹, mas destacar seus elementos mais importantes para a compreensão do debate sobre políticas de estabilização monetária.

Cabe inicialmente salientar que as inflações altas e crônicas são fenômenos distintos, tanto das inflações moderadas, como das hiperinflações clássicas, nas suas causas, e conseqüentemente, nas terapias requeridas para superá-las¹².

As inflações moderadas são, em geral, causadas por excesso de demanda e choques de oferta, e são passíveis de serem combatidas com políticas fiscal e monetária convencionais. O que nos

¹¹ Para resenhas sobre teorias de inflação ver: REGO, J. M.; MAZZEO, L. e FREITAS, E. (1986) "Teorias sobre inflação: uma abordagem introdutória", In: REGO (org.); FONTES, R. (1993) "Inflação sob a ótica dos principais paradigmas econômicos". In: FONTES (org.); MARQUES, M. S. (1991) *Inflação e Política Macroeconômica após o primeiro choque do Petróleo*. Rio de Janeiro, Editora da Fundação Getúlio Vargas; SIMONSEN, M. H. (1980) "A teoria da inflação e a controvérsia sobre a indexação", *Estudos Econômicos*, 10 (2), p.5-55, maio-agosto.

¹² Pazos (1972) foi um dos primeiros a fazer essa distinção, e talvez um dos responsáveis pela criação do termo inflação crônica, diferenciando-a dos casos de hiperinflação aberta estudada por Cagan (1956).

interessa chamar a atenção neste caso é a não criação de mecanismos de adaptação do processo de inflação.

As hiperinflações abertas possuem uma trajetória instável e explosiva, a moeda nacional é rejeitada (demanda de moeda tende a zero) e são destruídos os mecanismos de financiamento do setor público. Neste caso, o processo hiperinflacionário destrói os mecanismos de indexação existentes, ou seja, os instrumentos criados para amenizar os efeitos das altas taxas de inflação tornam-se totalmente ineficazes.

Nos processos de inflações altas e crônicas ocorre elevação generalizada dos preços por um período suficientemente longo para que sejam desenvolvidos mecanismos generalizados de indexação, formal ou informal, retroativa dos contratos. Assim, a convivência prolongada com taxas de inflação elevada provoca uma adaptação institucional e contratual, além de criar expectativas de altas futuras no nível de preços. Essa adaptação provoca dois tipos de efeitos, de um lado, torna a inflação menos perturbadora da atividade econômica, de outro, torna-a fenômeno distinto da inflação moderada¹³.

Neste último caso, um programa de estabilização bem sucedido terá de se preocupar em romper a memória inflacionária,

¹³ LARA RESENDE, A. (1988) "Da inflação crônica à hiperinflação: observações sobre o quadro atual". In: REGO (1989).

por que só a adoção de medidas fiscais e monetárias não seriam mais suficientes para trazer de volta a estabilidade dos preços.

Monetarista

A teoria quantitativa da moeda, derivada de algumas hipóteses a partir da identidade da equação de trocas, fornece a mais antiga teoria sobre as causas da inflação, e é conhecida como a teoria monetarista da inflação.

Ela possui várias versões clássicas do final do século XIX e início do século XX, uma a partir da equação de Cambridge (Marshall, Wickse) e outra da equação de troca (Irving Fisher), mas ambas fornecem o mesmo resultado: as variações na quantidade de moeda são a causa da variação do nível de preços; e o produto real da economia é determinado exclusivamente por fatores reais, ou seja, a moeda é neutra, não afeta o produto real nem o nível de emprego da economia.

Então, o principal instrumento de política antiinflacionária é utilizar a política monetária, reduzindo a oferta de moeda, o que levará à redução da inflação sem produzir efeitos sobre o produto real, afinal parte-se do pressuposto de que preços e salários são perfeitamente flexíveis.

A grande Depressão dos anos 30 e a publicação da *Teoria Geral* de Keynes, deixou a teoria quantitativa da moeda no

esquecimento por alguns anos, porém ela foi reabilitada no pós-guerra com o trabalho de Milton Friedman em 1956. Segundo este autor, a teoria quantitativa da moeda é essencialmente uma teoria de demanda de moeda, onde a moeda é considerada um dos ativos que compõe o portfólio dos agentes econômicos, (tendo como custo de oportunidade os títulos e os bens físicos, que variam em função das taxas de juros nominais e da taxa esperada de inflação). Supondo a oferta de moeda exógena e a função de demanda de moeda inelástica com relação aos seus determinantes, variações no crescimento da oferta de moeda provoca um novo equilíbrio para a taxa de inflação, que não é alcançado instantaneamente. Daí, a possibilidade da política monetária afetar transitoriamente o nível de atividade econômica.

A principal distinção entre as duas formulações, a clássica e a de Friedman, se refere à neutralidade da moeda. Na versão clássica, há total separação entre o setor real e o setor monetário da economia, justificando a impossibilidade de se fazer política discricionária de estímulo ao crescimento da econômico. Na versão de Friedman, essa dicotomia entre o setor real e monetário só aparece no longo prazo, pois no curto prazo, a política monetária afeta o nível de atividade da econômica. Porém, apesar do reconhecimento da não neutralidade da moeda no curto prazo, Friedman defende uma regra fixa para o crescimento dos meios de pagamento.

Os estudos empíricos de Phillips, publicados em 1958, que revelava uma relação inversa entre a taxa de inflação dos salários e a taxa de desemprego, conhecida como curva de Phillips¹⁴, foi inicialmente identificado com a teoria keynesiana, à medida que sustentava a teoria de inflação keynesiana decorrente do modelo da síntese neoclássica (IS-LM).

Porém Friedman, no discurso de posse do cargo de presidente da *American Economic Association*, afirma que a curva de Phillips era um fenômeno puramente transitório. Promove assim, o retorno à tradição pré-keynesiana de pleno emprego e defesa dos mecanismos automáticos de mercado, bem como o fim de políticas keynesianas discricionárias. O fenômeno da estagflação (inflação com recessão) nos anos 70, foi considerado como a confirmação empírica da não existência do *trade off* entre inflação e desemprego.

A nova versão da curva de Phillips, conhecida como teoria aceleracionista da Curva de Phillips ou Curva de Phillips ampliada pelas "expectativas adaptativas", trazia como novidade o reconhecimento da variável taxa esperada de inflação, que havia sido considerada originalmente como uma constante. Neste caso, tanto a demanda quanto a oferta de trabalho dependem do salário real e não do salário nominal, suposto inicialmente. Como os contratos de

¹⁴ A curva de Phillips conheceu várias versões, entre elas destaca-se a de Lipsey (1960).

trabalho duram um certo período, os trabalhadores procuram incorporar suas expectativas de preços para o período de vigência do contrato. Neste caso, tentativas de manter a taxa de desemprego abaixo da taxa natural¹⁵, serão transmitidas via expectativas para as taxas de inflação.

Esta formulação define uma importante diferenciação entre o curto e longo prazo. No curto prazo, há espaço para alguma política monetária discricionária que influencie o produto real, pois se a sociedade está acostumada com estabilidade de preços, a inflação levará tempo para incorporar-se às suas expectativas¹⁶. Porém, se a sociedade possui uma tradição de tolerância quanto às taxas de inflação positiva, o melhor a fazer é obedecer à regra de crescimento monetário. No final das contas, no longo prazo, política monetária ativa só é sustentável com a permanente aceleração da inflação, ou seja, a taxa de inflação seria plenamente antecipada. As expectativas adaptativas auto-regressivas dos modelos monetaristas supõe que os agentes formam suas expectativas utilizando informações do passado, ou seja, a inflação hoje depende da inflação ocorrida no passado.

Uma política antiinflacionária, neste caso, provocaria um aumento temporário da taxa de desemprego, sem que haja uma

¹⁵ A taxa natural de desemprego é definida como a taxa de desemprego que tem a propriedade de ser consistente com o equilíbrio na estrutura de salários reais. FRIEDMAN, M (1968) "The Role of Monetary Policy" *American Economic Review*, 58, março,

redução imediata na taxa de inflação por que a revisão das expectativas ocorre de forma lenta. Primeiro há redução nas quantidades, só depois os preços se ajustam. É dentro deste contexto que Friedman (1974) defendeu a indexação dos salários, das faixas dos impostos progressivos, dos aluguéis, das hipotecas e da dívida pública, respeitando o princípio da simetria, ou seja, deveriam reajustar os valores nominais tanto para cima como para baixo. A preocupação de Friedman ao propor a institucionalização de mecanismos de indexação era com os obstáculos políticos à política de estabilização. Assim, a indexação da economia tem como objetivo reduzir os custos do processo de estabilização em termos de produto e emprego. Segundo Friedman "as cláusulas de indexação salarial em si não seriam nem inflacionárias nem deflacionárias." (1974:24)

Essa teoria monetarista aceleracionista da inflação consegue explicar a inflação crônica, à medida que justifica a manutenção das taxas inflação em determinado patamares, ou o que depois ficou conhecido como inércia inflacionária. Tal façanha foi possível a partir da incorporação das expectativas no modelo anterior de curva de Phillips.

¹⁶ SIMONSEN (1980) A teoria da inflação e a controvérsia sobre a indexação", *Estudos Econômicos*, 10 (2), maio-agosto. P.28.

No final da década de 70 e início dos anos 80, os chamados Novos Clássicos radicalizam o pensamento monetarista com a hipótese de "expectativas racionais". A partir das críticas quanto à formulação das expectativas que olham para trás, estes defenderam que os agentes econômicos são racionais, e portanto, não cometem erros sistemáticos, uma vez que eles utilizam todas as informações disponíveis de forma eficiente e conhecem a estrutura do modelo de funcionamento da economia. Neste modelo a taxa de inflação é dada pela taxa de inflação prevista racionalmente pelos agentes.

Parte-se da hipótese de que nenhuma medida sistemática de política econômica influencia a taxa de inflação, tornando-a divergente da taxa efetiva. As duas só serão distintas devido à eventos inesperados. Sargent e Wallace (1976) concluem que, supondo as hipóteses de expectativas racionais e mercados em equilíbrio, somente haverá efeito sobre as variáveis reais quando variações na oferta de moeda não são previstas pelos agentes econômicos.

Os novos clássicos, ao adotar a hipótese de "expectativas racionais", defendem a neutralidade da moeda no curto e longo prazo, enfatizando o fato de que o ajustamento das expectativas ocorre de maneira muito rápida. Assim, para reduzir a taxa de inflação basta que seja anunciado um programa monetário-fiscal consistente para que os agentes rapidamente reconsiderem suas expectativas. Se o

governo anuncia inflação zero e os agentes econômicos acreditam que a política monetária e fiscal será conduzida de acordo com esse objetivo, a inflação será nula. Assim, a estabilização não oferece custo algum em termos de produto e emprego se as alterações monetárias e fiscais, bem como as autoridades responsáveis tiverem o que ficou conhecida com o nome de credibilidade.

Eles também defendem uma regra fixa de crescimento monetário e a abstenção total do governo de qualquer política ativa, uma vez que está só produziria efeitos sobre as variáveis reais se os agentes econômicos fossem surpreendidos. Isso não seria recomendável pois aumentaria muito a incerteza no ambiente econômico.

Chama atenção o crescimento da literatura que utiliza o tema credibilidade das políticas macroeconômicas, tanto para justificar a existência de inflação como para propor medidas para combatê-la, ou ainda, justificar o fracasso das mesmas¹⁷. Este tema surge em decorrência da adoção da hipótese de expectativas racionais, e portanto, da incorporação da reação dos agentes privados à política selecionada pelo governo. Tal combinação gerou o problema

¹⁷ Para resenha ver: WERLANG, S. (1993) "Inflação e Credibilidade", In: FONTES, R. (org.); DRAZEN e MASSON (1993); PERSON (1988); EDWARDS, S. (1993a).

de inconsistência temporal dos modelos de controle ótimo¹⁸ até então utilizados sem nenhum inconveniente. No entanto, uma vez caracterizada a interdependência entre as ações do governo que estão definidas na regra, e as reações dos agentes privados que conhecem a regra, criou-se uma situação de jogo. A solução, então, foi introduzir a técnica de teoria dos jogos, que permite interação estratégica entre o governo e o setor privado, para tratar de questões macroeconômicas. "A solução apresentada é chamada Equilíbrio de *Nash* e a situação é a seguinte: um agente faz o melhor possível, dado que outro indivíduo está fazendo o melhor possível, com os dois simultaneamente maximizando suas funções."(Werlang, 1993:44).

O arcabouço proporcionado pela Teoria dos Jogos proporcionou novas formas de abordar o problema da inflação e da estabilização, a possibilidade de incorporação de fatores políticos, mas dentro da lógica ortodoxa. Aqui consegue-se explicar tanto a aceleração das taxas de inflação quanto a sua "inércia".

Keynesianismo

A tradição keynesiana, como é sabido, surge com a publicação da *Teoria Geral* de Keynes em 1936, ao apresentar uma visão crítica ao arcabouço teórico neoclássico que postulava o pleno

¹⁸ Kydland e Prescott (1997) Inconsistência temporal da política ocorre quando uma política ótima anunciada pelo planejador no início do horizonte de planejamento, não será mais ótima ao longo do tempo.

emprego automático e a dicotomia entre o lado real e monetária da economia. Nessa concepção, políticas de demanda através de políticas monetária e fiscal podiam influenciar o produto real, o emprego e o nível de preços.

Apesar do foco principal da *Teoria Geral* ser a questão do desemprego, encontra-se também uma teoria para explicar o crescimento do nível geral de preços: se o produto estiver no pleno emprego, um aumento na demanda efetiva elevará os preços e não produzirá nenhum efeito sobre o produto real de curto prazo. Assim como o monetarismo da teoria quantitativa da moeda, a versão keynesiana original prevê apenas inflação de demanda.

O modelo keynesiano resumido na abordagem da síntese neoclássica, IS-LM, produz uma relação inversa entre inflação e desemprego: altas taxas de crescimento da demanda agregada correspondem a baixos níveis de desemprego e altas taxas de inflação. Fica, assim, resolvida a controvérsia que havia entre os keynesianos sobre se a inflação era impulsionada pela alteração dos preços no mercado de bens, ou se a inflação estava no lado dos custos. A curva de Phillips confirma a presença de inflação de demanda do lado dos custos, onde o mercado de trabalho era a fonte de pressão inflacionária.

No curto prazo, o nível de preço esperado é constante, e a curva de Phillips é não linear com inclinação negativa, uma vez que os ofertantes de mão-de-obra não perceberam a queda no salário real, eles sofrem de ilusão monetária, justificando o aumento na demanda por trabalhadores. Os keynesianos não aceitam o conceito de taxa natural de desemprego de Friedman. No longo prazo, o preço esperado ajusta-se ao preço efetivo, em decorrência da oferta de mão-de-obra depender do salário real esperado. Neste caso, a curva de Phillips na perspectiva keynesiana é vertical no longo prazo.

A compreensão da influência das expectativas sobre o processo de tomada de decisões dos agentes econômicos é de fundamental importância para a análise econômica. O difícil é saber como incorporá-las a um modelo. Não é por acaso, de que apesar dos vários alertas presentes na *Teoria Geral* de Keynes sobre o papel fundamental das expectativas, seus discípulos (pelo menos o keynesianismo bastardo¹⁹) a ignoraram por vários anos.

Essa visão, diferentemente dos monetaristas, defende políticas monetária e fiscal intervencionistas. A neutralidade da moeda desaparece com a suposição de que a moeda desempenha a função de reserva de valor, e portanto, a política monetária se transmitirá

¹⁹ A propósito ver a interessante dissertação de mestrado de Lima, G. T. (1992) *Em busca do tempo perdido: a recuperação pós-keynesiana da economia do emprego de Keynes*. 16 ° Prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro.

para o lado real. O mecanismo de transmissão dos efeitos da moeda sobre o setor real ocorre por meio da taxa de juros determinada no mercado monetário, e sua influência sobre o investimento. As políticas antiinflacionárias são recessivas, porque defende-se que os salários são rígidos, principalmente, a sua diminuição, por causa da atuação dos sindicatos. Segundo a visão simplista que tinham da curva de Phillips, os governos podiam optar ou por taxas de inflação mais baixa, ao custo de maior desemprego, ou taxas de desemprego menores, ao custo de taxas de inflação mais elevadas.

No entanto, o trabalho de Friedman no final dos anos 60 com a introdução da formação das expectativas na formulação da curva de Phillips, levou os keynesianos a buscar uma nova fonte de inspiração.

O novo keynesianismo surge nos anos 80 com a reformulação das explicações para as flutuações do produto real, causadas por variações na demanda agregada, agora fundamentadas microeconomicamente²⁰. O aspecto central da abordagem será as análises sobre as causas da existência de rigidez nos salários nominais e nos preços. A rigidez nominal deixou de ser aceita como um dado e a ênfase das pesquisas foi desenvolver modelos nos quais agentes otimizadores escolhem criar rigidez nominal. Os modelos dos novos keynesianos divergem dos modelos de equilíbrio walrasiano somente

pela adoção das hipóteses: concorrência imperfeita e rigidez de preços. Estes economistas não procuraram desenvolver uma única teoria, mas se preocuparam com diferentes aspectos para explicar como a rigidez de preços e salários leva à que os choques nominais causem efeitos reais na economia.

Na verdade, como os monetaristas haviam descoberto a presença de inércia com a junção da curva de Phillips com expectativas adaptativas, os keynesianos precisavam também explicar e justificar, através de seus modelos, esse fenômeno.

A existência de rigidez de preços e salários nominais foi incorporada na teoria keynesiana por meio de diferentes abordagens: pequeno menu de custo; salários de eficiência, e contratos de trabalho justapostos.

O ajuste lento de preços quando há choques, segundo o enfoque do pequeno menu de custo, se baseia nos estudos que mostram que para a empresa individual, que opera no mercado de concorrência imperfeita, e portanto, determina preço, o custo da rigidez nominal é muito menor que seu efeito macroeconômico²¹.

²⁰ A preocupação dos novos keynesianos em apresentar sua teoria fundamentada microeconomicamente é uma resposta às críticas sofridas da abordagem novo clássica.

²¹ BALL, MANKIW e ROMER (1991:150) "The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off", In: MANKIW e ROMER (ed) New Keynesian Economics, Vol. 1. (Originalmente publicado em Brooking Papers on Economic Activity, 1988, n. 1:1-65.)

Já a teoria do salário eficiência afirma, resumidamente, que o ajuste nos preços quando há variações na demanda ou choque de oferta não ocorre instantaneamente, porque a redução dos salários reduziria a eficiência dos trabalhadores, e conseqüentemente, os lucros, o que é não desejável para as firmas.

O enfoque de contratos de trabalho se mostra de especial interesse pois consegue explicar a inércia presente nos preços, à medida que existe contratos nominais de longo prazo na economia. Fischer (1977) foi pioneiro nessa abordagem ao mostrar como a política monetária produzia efeitos reais no curto prazo, quando se considera que os contratos salariais são assinados para durar alguns anos, e mesmo assumindo que expectativas são formadas racionalmente. A preocupação do autor era mostrar que o *trade-off* inflação e emprego prevalecia no curto prazo, como os monetaristas haviam indicado, mesmo quando ninguém fosse enganado, ou seja, sem supor expectativas adaptativas.

Taylor (1979) desenvolve melhor esse enfoque a partir do consenso em torno da curva de Phillips aceleracionista, ser vertical no longo prazo. Sua preocupação é mostrar como políticas discricionárias de demanda, que podem ser políticas monetárias, produzem efeitos reais e inércia inflacionária. Esse resultado é obtido a partir da suposição de que os preços sujeitos a contratos são justapostos, ou

seja, as decisões de contrato não são realizado ao mesmo tempo, mas sim negociadas de forma desincronizada.

A hipótese de expectativas racionais é bastante utilizada pelos keynesianos, mas os resultados obtidos são totalmente diferentes dos modelos novos clássicos. Políticas fiscais e monetárias totalmente antecipadas pelos agentes produzem efeitos sobre as variáveis reais, por causa da rigidez dos preços nominais. O tema credibilidade, tratado no âmbito da Macroeconomia Política, também faz parte da agenda de pesquisa e estará bastante presente na tentativa de explicar a persistência dos elevados níveis de preços em algumas economias, bem como a demora em se promover à estabilização monetária.

Toda discussão se existe ou não inércia inflacionária para os economistas ortodoxos será discutida exclusivamente em termos da formação das expectativas. Isso será um reducionismo do problema, principalmente porque a resistência das altas taxas de inflação a contrações de demanda agregada que geram elevação do desemprego, acabam sendo interpretadas e discutidas como um problema de expectativas²². Toda discussão em torno do arranjo

²² FRENKEL, R. (1986) "Salários e inflação na América Latina: resultados de pesquisas recentes na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e Costa Rica". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 16 (1), abril, p.33.

institucional criado nesses países para conviver com taxas de inflação positivas acaba sendo colocado como acessório na análise.

Teoria Estruturalista

A abordagem estruturalista da inflação surge nos anos 50, no bojo dos trabalhos desenvolvidos no âmbito da Comissão de Estudos Econômicos para a América Latina (Cepal) para entender o subdesenvolvimento da América Latina²³. Em contraposição aos diagnósticos ortodoxos monetaristas e keynesianos por trás das prescrições de combate à inflação do Fundo Monetário Internacional (FMI), os estruturalistas defendem que a origem da inflação nos países subdesenvolvidos está no padrão de acumulação dessas economias. Culpar as emissões monetárias, os déficits orçamentários ou os desequilíbrios do balanço de pagamentos seria olhar apenas os efeitos da inflação e não suas causas. O importante é perguntar sobre os fatores estruturais que estão produzindo os efeitos acima mencionados. A inflação não é um mero fenômeno monetário, mas um fenômeno real.

Os estruturalistas afirmam que os fatores estruturais causadores das altas taxas de inflação nesses países estão relacionados ao que ficou conhecido como pontos de estrangulamento na oferta, ou seja, à incapacidade de determinados setores produtivos

em responder às alterações da demanda. Esse é considerado como um traço característico dos países subdesenvolvidos latino americanos: a imperfeição dos mercados devido à inelasticidade da oferta agrícola e da baixa capacidade de importação desses países pouco industrializados. A alteração de preços relativos em favor do setor agrícola ocorre porque a demanda é crescente, explicada pelo crescimento populacional, migração do campo para cidade e da necessidade insumos industriais. E a oferta é rígida devido à estrutura fundiária e das técnicas ultrapassadas ainda utilizadas. Tal descompasso não pode ser resolvido via importações de alimentos e insumos devido às restrições do balanço de pagamentos. Então a solução ocorre via inflação.

Os desequilíbrios do setor externo são apontados como outra fonte de pressão inflacionária, de um lado, devido a pouca elasticidade-renda dos produtos exportáveis e pauta de exportação pouco diversificada. Do lado da oferta, é crescente a pressão das importações decorrentes da industrialização via substituição de importações que requer insumos e produtos intermediários importados, e da característica de alta elasticidade renda das importações dos países subdesenvolvidos. Assim, as pressões inflacionárias aparecem da necessidade de realizar freqüentes

²³ Destaca-se a contribuição pioneira de SUNKEL, O. (1958) "La inflación chilena: un enfoque

desvalorizações no câmbio nominal para equilibrar o balanço de pagamentos.

Segundo os estruturalistas, as pressões de preços advindas do setor agrícola, do setor externo e ainda do setor público que possui um sistema tributário ineficiente, só se transformam em emissão monetária, e portanto, se propagam para toda a economia na forma de altas taxas de inflação devido ao marcante conflito distributivo existente entre diversos setores nestas sociedades. O conflito distributivo está presente entre trabalhadores e empregados, setor público e setor privado, etc.

Assim, políticas antiinflacionárias não poderiam ser aquelas sugeridas pelas teorias convencionais, pois se produziria recessão sem que haja alívio nas taxas de inflação. Defende-se a idéia de que medidas de longo prazo que equacionem os problemas estruturais se constituem na única forma de combater a inflação. No curto prazo, não há remédio contra a inflação.

Rangel (1963) critica tanto os estruturalistas (cepalinos) como os monetaristas. Os primeiro por defenderem que a inelasticidade da oferta agrícola explicaria o aparecimento da inflação. Ele argumenta que essa suposta inelasticidade de oferta²⁴ acaba

heterodoxo" *El Trimestre Económico*, 25:570-99.

²⁴ Esta tese de Rangel foi posteriormente corroborada por PASTORE, A.C. (1971) "A oferta de produtos agrícolas no Brasil". *Estudos Econômicos*, IPE-USP, 1 (3).

favorecendo os grupos organizados responsáveis pela comercialização dos produtos agrícolas, que impõe à sociedade o aumento de preços. Discorda dos monetaristas a respeito do efeito contrário ao desejado quando se faz uma política de contração da monetária, uma vez que nos períodos recessivos, as empresas oligopolistas e monopolistas, predominantes em importância, reajustam seus preços para cima, para compensar a queda no volume de vendas. Está caracterizado assim uma inflação de custos ou administrada, fruto dos próprios mecanismos de defesa da economia. Outro ponto discutido é quanto a suposição de que as autoridades monetárias controlam a oferta de moeda. Segundo Rangel a oferta de moeda é endógena e a inflação brasileira é fruto da má distribuição de renda. O que a tornava peculiar era o comportamento distinto do que se previa a partir da teoria convencional, na crise a taxa de crescimento dos preços se acelerava, e nos períodos de crescimento as taxas de inflação caíam²⁵.

²⁵ Foge ao escopo desta brevíssima introdução explorar todas as conseqüências da tese de Rangel. Para um maior aprofundamento ver: BRESSER PEREIRA, L. C. e REGO, J. M. (1998) "Um mestre da economia brasileira: Ignácio Rangel". In: REGO, J. M. (org.) *O Pensamento de Ignácio Rangel*, São Paulo, Editora 34.

Economistas estruturalistas tinham preocupação em entender como as decisões de preço eram tomadas. Parecia lhes de fundamental importância para compreensão dos processos inflacionários nos países subdesenvolvidos, pois não aceitavam os pressupostos de equilíbrio walrasiano, onde um leiloeiro “traria” o vetor de preços correto para economia.

Neo-estruturalismo

A teoria da inflação inercial surge nos anos 80 em repúdio aos modelos de política de estabilização monetária que defendem modelos ortodoxos de contração da demanda agregada para combater às inflações crônicas presentes nesses países.

São designados de neo-estruturalistas pois permanece a crença de que as estruturas, a história e as instituições existentes nos países subdesenvolvidos não podem ser tratadas como um dado abstrato como o faz a teoria convencional, uma vez que são de fundamental importância para compreensão das especificidades destes países. Percebe-se como característica dos países que vivenciaram processos de inflação alta e crônica que a instabilidade de preços já faz parte de sua tradição. Assim, há uma tendência para que a estrutura, as instituições e os agentes se adaptem, mesmo que lentamente, a esse ambiente de falta de estabilidade de preços.

Segundo Bresser Pereira, o conceito de inflação inercial é a última manifestação da teoria estruturalista latino-americana. "Refere-se à inflação decorrente do conflito distributivo, da capacidade de cada agente econômico de repassar automaticamente os aumentos de custos para preços, independentemente de pressão de demanda. Em outras palavras, a manutenção do patamar de inflação decorre da indexação formal e informal da economia, através da qual o conflito distributivo é relativamente neutralizado." (Bresser, 1986:9)

Os estudos desenvolvidos sobre o comportamento da inflação brasileira mostrava que esta, além de apresentar resistência à políticas antiinflacionárias tradicionais, apresentava um comportamento pouco convencional de alterações sucessivas de patamar na direção ascendente. Para Bresser e Nakano (1986) a compreensão do processo inflacionário requer a distinção dos três fatores que atuam sobre os preços : a) fatores de manutenção dos patamares inflacionários, a inércia inflacionária determinada basicamente pelo conflito distributivo, ou seja, a capacidade dos agentes de manterem sua participação na renda; b) fatores de aceleração das taxas de inflação, causados pelos aumentos de salários acima da produtividade, aumentos das margens de lucro das empresas, as desvalorizações cambiais, aumento dos impostos; e c) os fatores que sancionam o aumento dos preços como o aumento da

quantidade de moeda e do déficit público²⁶. Esta abordagem será tratada com mais detalhes nos próximos capítulos.

O grande incômodo que a adoção do diagnóstico do conflito distributivo traz é a dificuldade de formalizá-lo numa equação matemática²⁷. Esse impedimento leva que muitos os desconsiderem explicitamente. Talvez esta seja a maior contribuição que o instrumental da Teoria dos Jogos esta trazendo, quando traz, de forma um pouco disfarçada a noção de conflito entre o setor privado e o setor público quando o sistema político não consegue realizar uma reforma fiscal que equacione o problema de déficits crônicos.²⁸

Pós-Keynesianos

O enfoque dos pós-keynesianos procura através do resgate de alguns conceitos de Keynes presentes na *Teoria Geral*, apresentar uma abordagem alternativa a síntese neoclássica e aos novos keynesianos.

²⁶ BRESSER PEREIRA, L. C. e NAKANO, Y. (1986) "Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação". In: BRESSER PEREIRA, L. C. e NAKANO, Y. *Inflação e Recessão*. São Paulo, Editora Brasiliense. Publicado originalmente na *Revista de Economia Política*, vol. 4, n. 1, jan/mar. 1984.

²⁷ Ver Bacha, E. (1989) "Moeda, Inércia e Conflito: reflexões sobre políticas de estabilização no Brasil". In: REGO, J. M. (ORG.) *Aceleração recente da Inflação – a teoria da inflação inercial reexaminada*. São Paulo, Editora Biental.

²⁸ HEYMAN, D. e LEIJONHUFVUD, A. (1995) *High Inflation*, Clarendon Press, Oxford, p.55.

Seus autores²⁹ defendem que a moeda é endógena e dividem os bens entre os que têm seu preços determinados pelas regras de mercado - *flex prices*, e os bens cujas firmas são entendidas como corporações com grande poder de determinar seus preços, e o decidem com base no *mark up* sobre seus custos variáveis médios.

Em suma, a política de combate à inflação precisa romper este círculo vicioso imposto pela permanência do regime de inflação alta. Destacamos aqui apenas a título de ilustração algumas colaborações dos diferentes paradigmas. Assim, tanto a contribuição dos neo-estruturalistas, com toda a preocupação com as instituições, como a dos monetaristas, demonstrando que uma vez cristalizado a adaptação institucional, ele funciona como um dado do sistema e passar a ser incorporado nas expectativas dos agentes.

2. Heterodoxia

O termo heterodoxo se popularizou nos anos 80 com os debates sobre políticas de estabilização em economias sujeitas a processos inflacionários crônicos. Ou seja, economias cujas taxas de inflação eram explicadas em grande parte pela propagação das taxas

²⁹ Ver: KANDIR, A. (1989) *A Dinâmica da Inflação*. São Paulo, Editora Nobel; CARVALHO, F. C. (1990) "Alta Inflação e Hiperinflação: Uma visão pós-keynesiana". *Revista de Economia Política*,

de inflação passadas, o que se denominou de inércia. Neste caso, as terapias convencionais, (ou ortodoxas), apoiadas pelos organismos internacionais como Fundo Monetário Internacional (FMI), de aperto monetário e fiscal se mostravam inócuas para o combate à inflação. Assim, a idéia de heterodoxia ficou associada à noção de arranjos inovadores nas estratégias de estabilização de preços em economias com inflações altas e crônicas.

No entanto, sob a denominação de heterodoxos se encontram um conjunto de políticas ligado a diferentes tradições teóricas. Ou seja, o termo apresenta muitas vezes uma utilização imprecisa. Alguns defendem a heterodoxia no sentido de representar a continuidade da tradição desenvolvimentista da Cepal. Outros, porém, argumentam que o debate sobre o desequilíbrio monetário esteve totalmente desvinculado da questão de desenvolvimento, e significou uma mera reprodução, e não ruptura, dos debates encontrados nos países de economia madura. Então, ficam as perguntas, o que significa ter uma postura teórica heterodoxa? A heterodoxia teórica seria suficiente para caracterizar seus participantes como pertencentes a uma mesma tradição teórica? Seriam eles herdeiros da tradição cepalina? Quais são as implicações para a política econômica

40 (10), p. 62-82, outubro-dezembro; BELLUZZO, L. G. e TAVARES, M. C. (1986) "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea". In: REGO (1986).

de se adotar uma postura heterodoxa? Será a heterodoxia apenas um recurso retórico?

Para tentar elucidar algumas dessas questões discutiremos os diferentes fenômenos associados à heterodoxia. Na verdade, tentaremos apresentar um quadro referencial para entendermos melhor a inserção teórica dos *policy markers* discutidos nos capítulos seguintes. Nesse sentido, nos parece ainda elucidativo para o debate sobre a condução da política cambial, compreender o papel da heterodoxia, ou das "heterodoxias".

1.1 Heterodoxia: Algumas definições

Simonsen e Dornbusch (1987) denominaram políticas heterodoxas de estabilização, em oposição às políticas restritivas convencionais fiscal e monetária do FMI, as políticas que juntaram ajuste fiscal, monetização substancial e políticas de rendas. Estas últimas são entendidas a partir do uso de controles de preço e salários, e taxa de câmbio fixo, que desempenham o papel de coordenação. Estas políticas são necessárias para combater à inflação cujo diagnóstico é ser predominantemente inercial, explicada pelo seu comportamento passado, e sua aceleração ser impulsionada por choques de oferta desfavoráveis. Neste caso, a causalidade entre déficit e inflação se inverte, e o déficit público pode ser elevado devido à inflação.

Na verdade, Simonsen³⁰ recorre à abordagem de teoria dos jogos para justificar a indexação e a política de rendas. De um lado, mostra que num jogo não cooperativo, com informação limitada e grande incerteza, adotar mecanismos de indexação é racional para os agentes econômicos. De outro lado, num contexto onde os agentes econômicos interagem estrategicamente, a coordenação, viabilizada com a política de rendas, torna-se essencial no combate à inflação.

Além da divisão entre programas ortodoxos e heterodoxos, os programas de estabilização podem receber mais uma classificação. Serem gradualistas ou de choque. Segundo os autores acima, o programa de estabilização brasileiro efetuado por Campos-Bulhões nos anos 60 seria um tratamento gradual heterodoxo, e o caso chileno do início dos anos 80 poderia ser classificado como gradualista ortodoxo³¹.

Lara Resende (1990) no seu estudo sobre a estabilização dos anos 60, concorda com o caráter heterodoxo no diagnóstico e na estratégia do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG) implementado pela dupla Campos e Bulhões. Porém, enfatiza a heterodoxia em outro aspecto do programa, o de acentuar, por exemplo, a necessidade de promover a estabilização monetária sem

³⁰ SIMONSEN, M. H. (1989) "Inércia Inflacionária e Inflação Inercial". In: BARBOSA, F. H. e SIMONSEN, M. H. (org.) *Plano Cruzado: inércia x inépcia*. Rio de Janeiro, Editora Globo.

comprometer as taxas de crescimento econômico. Segundo Lara Resende, o PAEG apresenta um diagnóstico heterodoxo, à medida que “atribui à inconsistência na esfera distributiva da economia a causa da inflação e que vê na expansão monetária não um fator autônomo de pressão inflacionária, mas o veículo de ratificação, ou de propagação dessas pressões.” (Lara Resende, 1990:215) Na terapia para combater à inflação, a política de rendas, em especial a política salarial, teve um papel fundamental, além da introdução da indexação no mercado de capitais, na política fiscal restritiva e outras reformas institucionais significativas promovidas na época.

Kiguel e Liviatan (1989, 1992) também se preocupam em deixar claro o significado do termo. Tratam também de comparar as estabilizações latino americanas dos anos 60 com as experiências dos anos 80. Neste último caso, atribuem à heterodoxia do programa de estabilização o objetivo de reduzir as taxas de inflação altas e crônicas rapidamente e de forma sustentável. Para isso, o programa combina de um lado, uma parte ortodoxa, política fiscal e financeira restritiva e a taxa de câmbio fixa, e de outro lado, com o uso temporário de controle de preços e salários, utilizados para amenizar os custos, (em termos de desemprego), da estabilização. Essa terapia é adequada para combater inflações crônicas causadas por dois tipos de rigidez: a

³¹ SIMONSEN, M. H. e DORNBUSCH, R. (1987) “Estabilização da inflação com apoio de políticas de rendas – um exame da experiência na Argentina, Brasil e Israel”. *Revista Brasileira*

institucional, existência de indexação nos contratos, e de expectativas devido à falta de convicção da sociedade de que o governo possa reduzir a inflação no longo prazo. Mas esta, não é a terapia adequada para combater inflações moderadas ou hiperinflações. A partir dessa definição, os Planos Cruzado no Brasil e Austral na Argentina são entendidos como programas populistas, uma vez que não foram implementadas as medidas ortodoxas necessárias, apesar do diagnóstico do processo inflacionário estar correto. Já o programa de Israel de 1985 e o Pacto de Solidariedade do México de 1987-88 satisfazem a definição de heterodoxia. Para estes autores, os programas ortodoxos são aqueles que se baseiam em políticas fiscal e monetária restritivas, não há políticas de renda, a âncora adotada ou é a cambial ou a âncora monetária.

Cabe destacar que antes da implementação do Plano Real, o israelense Liviatan (1994) havia se posicionado contrário à adoção de nova tentativa heterodoxa no país, uma vez que várias tentativas haviam fracassado. Seu argumento se baseia no fato de que os contratos já estão praticamente sincronizados, uma vez que as taxas de inflação extremamente altas reduziram a duração dos contratos existentes. Assim, afirma "sob essas condições preços e salários estão bem sincronizados e há pouca necessidade de impor controles por esse propósito. Partindo da hipótese de que o público entende essas

considerações, a implementação de uma política heterodoxa sinalizará que o *policy maker* usa controles como substitutos da correção dos fundamentos.”(Liviatan, 1994: 34) Lembra ainda que abolir a indexação é inócuo. A causa da inflação não pode ser atribuída exclusivamente à indexação, mas se deve em grande parte ao regime discricionário que a sustenta. Assim, sua conclusão é de que não havia justificativas para políticas heterodoxas no caso brasileiro.

Bresser Pereira (1996) chama atenção para o fato de que o termo heterodoxo é algumas vezes utilizado de maneira teoricamente equivocada por economistas ortodoxos. “Os economistas ortodoxos adotaram a estratégia retórica de identificar heterodoxia com populismo econômico.” (Bresser Pereira, 1996:29) Não há dúvida que o Plano Cruzado e o Plano Austral foram vítimas de ações populistas. O importante, reconhece, era apontar a necessidade de uma solução inovadora para neutralizar a inércia. Esse autor se preocupa em mostrar a origem estruturalista da teoria da inflação inercial. Neste mesmo artigo lembra que o termo choque heterodoxo lançado por Francisco Lopes em 1984, já havia sido utilizado por Oswaldo Sunkel em 1957 no artigo - *La inflación Chilena: Un Enfoque Heterodoxo*. Sunkel é, como vimos, um dos fundadores da teoria estruturalista da inflação.

No trabalho de pesquisa comparada das experiências de plano heterodoxo na Argentina, Brasil e Peru, Alberto Espejo (1989) aponta como a característica mais importante de choque heterodoxo, a concepção de neutralidade distributiva. Nas suas palavras, "congelamento de preços e salários, desindexação, reforma monetária, fixação da taxa de câmbio e da 'tablita' de conversão, são conseqüências do princípio da neutralidade distributiva do choque heterodoxo. Sem este princípio o programa seria um plano de choque, mas não heterodoxo." (Espejo, 1989: 18)

Para Silva e Andrade (1996) houve um aprendizado importante a partir das várias tentativas frustradas de estabilizar a economia brasileira, e mais, defendem o fato de que a estratégia adotado no Plano Real mantém a visão heterodoxa da inflação. Esses autores preferem definir a ortodoxia e a heterodoxia a partir de uma concepção sobre a moeda, como veremos mais adiante. Já Paulani (1997) terá mais dificuldade em aceitar o diagnóstico e a terapia da inflação brasileira como sendo heterodoxos. Seu incomodo está presente nas influências da ortodoxia de Simonsen, no grau de formalização utilizado, e talvez no fato dos principais autores ligados à PUC do Rio não se esforçarem em declararem-se alternativos ou estruturalistas.

Talvez, para compreender melhor essa discussão sobre heterodoxia, devemos apresentá-la como uma tentativa de construir um “novo paradigma”.

1. 2. Análise Heterodoxa da Inflação Enquanto “Paradigma”

João Paulo Magalhães (1996, 1999) destaca que os desenvolvimentos teóricos heterodoxos em torno do debate da inflação crônica constituem uma importante contribuição de interpretação e formulação de política econômica adaptados à realidade e as especificidades de países menos desenvolvidos. Considera uma adaptação bem sucedida de um paradigma válido para as economias maduras que marcou o pensamento econômico brasileiro na década de 80.

Apesar de não ser possível negar que os processos inflacionários crônicos se apresentavam como uma característica de economias menos desenvolvidas, no debate, segundo Magalhães (1996), desaparece o vínculo entre inflação e desenvolvimento, traço marcante nos trabalhos de tradição Cepalina. Para os autores envolvidos no debate, o fenômeno da inflação é um só, mas ele se manifesta de maneira peculiar em economias que adotaram mecanismos de convivência com o processo de inflação crônico. Apesar de não estarem preocupados em construir um arcabouço

teórico específico, autores como Lara Resende (1988), Lopes (1986) e Rego (1989a) se preocuparam porém em distinguir as inflações moderadas, das crônicas e dos processos hiperinflacionários. Assim, as inflações se tornam inerciais, e portanto, crônicas quando os agentes desenvolvem mecanismos formais ou informais de reposição automática da inflação passada, tornando-a independente do nível de demanda agregada.

Na verdade, o diagnóstico da inflação inercial tinha por trás duas influências básicas de pensamento. De um lado, Simonsen (1970) havia identificado um componente de realimentação da inflação explicado pela forma do governo resolver o conflito distributivo, ou seja, de compatibilizar a demanda dos grupos sociais por remunerações superiores ao tamanho da renda nacional³². De outro lado, influenciados pelo debate internacional em torno da curva de Phillips e pela elevação dos patamares inflacionários, os autores heterodoxos procuravam rejeitar a evidência do *trade off* entre inflação e nível de atividade, mostrando a predominância do componente autônomo da inflação.

³² Simonsen (1970) identificava no processo de inflação crônica o componente de realimentação, os choques aleatórios, e o excesso de demanda. O modelo simplificado que Simonsen (1989) utilizou para descrever o processo inflacionário que se tornou no embrião da teoria da inflação inercial foi o modelo por ele denominado de bipolar. A hipótese central era que a taxa de inflação seria determinada pelo máximo entre duas variáveis: uma de oferta e outra de demanda. As condições de oferta estabeleciam a rigidez de preços, e eram dadas pelo mecanismo de indexação salarial (salário de pico versus salário médio) e as práticas de mark up. As condições de demanda eram dadas pela taxa de crescimento da oferta monetária.

Desde que Friedman (1968) e Phelps (1967) incorporaram à curva de Phillips a noção de expectativas adaptativas, ficou estabelecido a existência de um *trade off* apenas no curto prazo entre inflação e demanda agregada. Entretanto, no início dos anos 80, os economistas novos clássicos³³, a partir da hipótese de expectativas racionais questionaram a existência do *trade off* mesmo no curto prazo, como defendia os economistas monetaristas. Sargent (1982) realizará um estudo dos casos histórico sobre os casos de hiperinflação na Europa para tentar corroborar sua teoria baseada na hipótese de expectativas racionais e mercados em equilíbrio. No seu estudo conclui que para reverter às expectativas inflacionárias e estabilizar basta introduzir um regime monetário e fiscal que tenha credibilidade³⁴.

No Brasil o debate se reproduziu de forma um pouco diversa, com os trabalhos de Lopes (1982), Lara Resende e Lopes (1981), Modiano (1986, 1988) a partir da mudança dos patamares inflacionários. Eles contestaram as evidências empíricas de Contador (1977) e Lemgruber (1973) do *trade off* de curto prazo da curva de Phillips para os dados da economia brasileira, e portanto, da terapia recessiva para combater à inflação. Segundo as evidências dos primeiros, a dinâmica da inflação era explicada pela política salarial,

³³ Ver Lucas (1973) e Sargent e Wallace (1976).

sujeita a regras de indexação, e pelos choques de oferta, sendo o componente de demanda praticamente insignificante. Aqui o fator importante para explicar o processo inflacionário não foi a forma como os agentes formam suas expectativas, mas as regras de indexação, ou seja, seu componente institucional de realimentação.

Observa-se que essa controvérsia sobre a curva de Phillips produziu uma série de trabalhos econométricos³⁵, onde dependendo da especificação do modelo dificilmente pode-se rejeitar as hipóteses de ambas as correntes. O resultado não é surpreendente, se considerarmos o papel da Retórica na resolução de controvérsias.

Paulani (1997) relembra bem que os embates entre os ortodoxos e heterodoxos de diversas tradições é recorrente na história da economia monetária. Assim, a discussão sobre o processo inflação inercial no Brasil nos anos 80, retoma essa velha tradição. Na verdade, Paulani (1997) se propõe a analisar se os heterodoxos envolvidos neste debate não são ortodoxos disfarçados, à medida que

³⁴ Ver: SARGENT (1986) "Os finais de quatro hiperinflações". In: REGO (1986) (org.) *Inflação Inercial, Teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.

³⁵ Para trabalhos que testaram empiricamente a teoria da inflação inercial, ver: MODIANO, E. (1988) *Inflação, Inércia e Conflito*. Rio de Janeiro, Editora Campus; BARBOSA, F. H. e PEREIRA, L. V. (1989) "O insucesso do plano Cruzado: a evidência empírica da inflação 100% inercial para o Brasil", In: BARBOSA, F. H. e SIMONSEN, M. H. (org.) *Plano Cruzado: inércia x inépcia*, Rio de Janeiro, Editora Globo; CAVALCANTI, R. (1990) *Inflação, Estagnação e Incerteza: Teoria e Experiência Brasileira*, 14^o. Prêmio BNDES, Rio de Janeiro, BNDES; NOVAES, A. D. (1991) "Um teste da hipótese de inflação inercial no Brasil", *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 21, n. 2, p. 377-396, agosto; BALBINOTTO Neto, G. (1991) *A Indexação Salarial: Teoria e Evidência*. 15^o. Prêmio BNDES de Economia. Rio de Janeiro, BNDES; PERRON, P.; CATI, R. C. e GARCIA, M. (1995) "Unit roots in the presence of abrupt governmental interventions with an application to Brazilian data". *Texto para Discussão*, 349, Departamento de Economia PUC do Rio de Janeiro, Dezembro.

“não-ortodoxia, por aqui, significou quase sempre proximidade com as teses desenvolvimentistas e intervencionistas” (1997:161). Em decorrência, o objetivo da política econômica era dominado pela primazia da superação do subdesenvolvimento em relação à estabilidade monetária. Ela identifica nos debates entre os heterodoxos, principalmente da PUC do Rio, a possibilidade de perceber como as posições ortodoxas adentraram na abordagem heterodoxa. Segundo ela, esses teóricos para resolver o problema inflacionário promoveram um “alinhamento efetivo do país à ‘globalização’ (das determinações capitalistas) que foi se impondo e transformando as condições objetivas. Em outras palavras, a homogeneização, decorrente de tal processo, foi preparando objetivamente o terreno para a perda relativa de importância de nossas desigualdades, desenhando, por essa via, o cenário objetivo que pôde fazer funcionar as receitas de estabilização anteriormente concebidas.” (Paulani, 1997:168) Depois reconhece que não há grandes distinções na análise do processo de inflação inercial entre Bresser e Nakano (1986), e o grupo da PUC do Rio, apenas no que se refere à filiação ao pensamento estruturalista dos primeiros, que fazem questão de explicitar as influências keynesianas, marxistas, a ênfase no ambiente sócio-político e de Ignácio Rangel. “A posição defendida por Bresser e Nakano, apesar da coincidência com o

diagnóstico inercial do grupo da PUC-RJ, é a que parece poder ser mais facilmente associada à velha corrente estruturalista.” (Paulani, 1997:169)

Mas o que não foi lembrado por Paulani é o fato de que os primeiros trabalhos do início dos anos 80 do grupo da PUC do Rio, por exemplo Lara Resende (1980) e Lopes (1980), eram bastante influenciados pelo paradigma estruturalistas, principalmente pela ênfase nas condições de oferta e na questão distributiva. É sempre possível alegar que os economistas mudaram de idéia. Lara Resende em entrevista concedida a Biderman, Cozac e Rego (1996), afirmou não gostar de sua tese de doutorado que trata do papel funcional da inflação para o desenvolvimento. Cabe destacar todavia que depois de várias tentativas frustradas de estabilização promoveu-se uma convergência entre as opiniões dos economistas ortodoxos e heterodoxos que passam incorporar em suas análises tanto as condições de oferta como de demanda para explicar o fenômeno inflacionário alto e crônico. Os primeiros, por exemplo, passam a reconhecer o papel do conflito distributivo, principalmente na disputa pelo orçamento federal, no processo inflacionário. Os segundos, incorporaram às preocupações com o déficit fiscal e também com o taxa de juros como forma de controlar a demanda agregada no início do programa de estabilização. Parece que tantos fracassos ajudaram a

mostrar que a utilização de um único paradigma talvez seja insuficiente tanto para explicar como para combater à inflação alta. No entanto, essa convergência de opiniões esteve muito mais ligado ao diagnóstico do que as terapias.

Segundo Paulani o conflito distributivo reconhecido por Simonsen é um "conflito passivo", uma vez que os agentes se comportam de maneira a preservarem a mesma participação na renda nacional. A teoria da inflação inercial só surgiu quando percebeu-se a mudança dos patamares inflacionários, ou seja, na tentativa de alterar a relação entre os preços relativos, quando um grupo procura elevar sua parcela na renda, a reação dos demais, anulará o efeito inicial e produzirá uma aceleração na espiral preços-salários.

Na verdade, Paulani não está conseguindo identificar o verdadeiro problema encontrado pelos heterodoxos para esboçar suas teses inercialistas. Há uma dificuldade em compatibilizar a explicação da inflação inercial a partir do conflito distributivo. Como destacou Magalhães: "Se os trabalhadores limitam-se passivamente a pedir a reposição periódica de salários isso significa que aceitam para sua remuneração níveis reais médios substancialmente inferiores ao pico."(Magalhães, 1996:180) Daí fica a pergunta, onde está o conflito distributivo? Lara Resende, Arida e Lopes percebem a dificuldade de explicar a inércia a partir do conflito distributivo, e então, decidem

contornar o problema, deixam de lado a noção de conflito. Suas formulações adotaram a noção de ilusão monetária, mais ao gosto dos ortodoxos, para explicar o comportamento dos trabalhadores. Lopes como veremos no terceiro capítulo buscou na *Teoria Geral* de Keynes a compreensão do comportamento dos trabalhadores. Lara Resende e Arida (1985) defendem que os trabalhadores estão preocupados não com os valores absolutos dos salários, mas seus valores em termos relativos. Bacha, entretanto, não abandonou a tese do conflito distributivo³⁶.

Cabe destacar que a contribuição importante dos formuladores do Plano Real foi, no que concerne à política econômica, encontrar uma maneira de contornar a dificuldade de construir uma solução que compatibilize as aspirações dos agentes econômicos e o tamanho do produto nacional sem ter de recorrer à inflação. Na impossibilidade de arquitetar um pacto social a fórmula foi converter os contratos para seu valor médio, reduzindo o problema de transferência de renda e

³⁶ Bacha (1988) "Na verdade, estou aqui fazendo o papel do advogado do diabo a respeito da inflação por conflito distributivo, por continuar convencido de que esta hipótese oferece um rico filão para a compreensão dos problemas enfrentados pelas políticas de estabilização no país, tanto na Velha como na Nova República. Recordo-me de um texto de Robert Solow, discutindo a hipótese da rigidez de preços e salários num contexto de expectativas racionais, em que diz que não será porque ele ainda não conseguiria derivar essa rigidez de um modelo atendendo a todos os requisitos da moderna teoria econômica que deixaria de acreditar na existência desse fenômeno – porque os preços e salários são rígidos (ver Solow (1979)). Da mesma maneira, não será porque ainda não tenha tido conhecimento de um modelo de conflito distributivo que seja totalmente consistente com a racionalidade econômica que deixarei de acreditar em sua importância para explicar tanto a inflação como as dificuldades da política de estabilização, pois essa importância é visível a olho nu. O desenvolvimento de uma teoria econômica consistente para a teoria "sociológica" do conflito distributivo continua sendo um dos mais intrigantes

riqueza entre os agentes.³⁷ A introdução da moeda virtual gradualmente, como unidade de valor, não era uma inovação totalmente desconhecida dos agentes, uma vez que já havia na economia um indexador diário, a BTN fiscal corrigida diariamente. Além disso, como os próprios *policy makers* destacaram em diversas entrevistas, o esquema foi aceito pois havia uma demanda na sociedade muito grande por estabilidade de preços.

Nesse sentido, a conclusão de Paulani sobre a natureza heterodoxa do diagnóstico da inflação inercial poderia estar comprometida. Segundo ela, a existência e persistência da inflação estariam associadas, de um lado, à não sincronização dos reajustes de preços e rendimentos, e portanto, à falta de mecanismos de coordenação que permitissem os agentes perceberem a manutenção de suas posições relativas mesmo sem trazer para o futuro a inflação passada. Neste caso, a ênfase está colocada numa característica peculiar ao nosso arranjo institucional, ou seja, a existência de mecanismos de indexação. De outro lado, estaria o conflito distributivo que poderia ser passivo, por meio da reprodução da inflação passada, ou ativo, devido à choques de oferta para alterar preços relativos, o que elevaria o patamar de inflação. Em suas

desafios para a investigação econômica brasileira sobre políticas de estabilização." (Bacha, 1989: 150)

palavras, "vistas por esse prisma, as teses inercialistas alinhavam-se inequivocadamente com o lado heterodoxo do discurso econômico que, desde a época dos "estruturalistas x monetaristas", via no conflito distributivo uma das causas fundamentais dos processos inflacionários." (Paulani, 1997:165-166).

Tentaremos mostrar que Paulani está certa, concordamos que o diagnóstico e o programa de estabilização são apoiados numa postura heterodoxa, mas pelos motivos errados. Para entendermos o incômodo de Paulani principalmente com a solução dada pelos inercialistas, retomemos a separação que promove ao distinguir as concepções de Lopes e Lara Resende e Arida com relação ao padrão de comportamento dos agentes na formação de preços e rendimentos, segundo ela fundamental para perceber porque um propõe o congelamento e o outro a moeda indexada. Veremos nos próximos capítulos que apesar de ambos diagnosticarem o fenômeno da inflação inercial, as terapias propostas diferiram talvez devido a outras influências. Lopes vinha trabalhando com políticas de controles de preços desde meados dos anos 70, sendo esse o primeiro canal de contato com a política econômica. Lara Resende, inicialmente, e depois Arida, estavam mais atentos aos problemas do mercado financeiro, onde a questão da neutralidade distributiva ganhava mais

³⁷ MAGALHÃES, J. P. (1999), "Vinte Anos de Pensamento Econômico no Brasil". In: MAGALHÃES, J. P.; MINEIRO, A. e ELIAS, L. (org.) *Vinte Anos de Política Econômica*, Rio de

peso, e tornavam-se mais claro a dificuldade em implementar um congelamento geral.

Na verdade, as críticas de Paulani são praticamente as mesmas do artigo escrito com Bier e Messenberg, no final de 1986³⁸, apenas agora recheadas com as entrevistas dos protagonistas do Plano Real concedidas à Biderman, Cozac e Rego, mas às vezes pouca atenta a idéia de aprendizado. Passa despercebido à Paulani, que Lopes no seu livro que reuniu suas experiências enquanto *policy maker*, se posicionou contrário a adoção de um programa de congelamento, e defende uma proposta a "Moeda Real", semelhante à proposta de moeda indexada. No entanto, é com relação ao papel das expectativas que o argumento de Paulani parece um pouco exagerado, e parece confundir a noção de expectativas racionais. Segundo afirma Paulani, "se os agentes formassem racionalmente suas expectativas, como Arida e Lara Resende acreditavam, a introdução da nova moeda indexada seria o suficiente para reverter às expectativas." (Paulani, 1997:173) Arida e Lara Resende seriam mais ortodoxos, dado a forma como explicam o processo de formação de expectativas, suas justificativas são no sentido que foram formadas racionalmente pois os agentes olham para frente, e não para trás, indicando que os

Janeiro, Editora Contraponto, p. 272.

³⁸ BIER, A.; PAULANI, L. e MESSENBURG, R. (1987) *O heterodoxo e o pós-moderno: o Cruzado em conflito*. Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.

agentes estão atentos a sua renda média e não o pico. Dessa forma, está explicada a persistência da inércia.

No entanto, dizer que os agentes se comportam racionalmente é distinto de se adotar a hipótese de expectativas racionais. Esta última surgiu para se contrapor a idéia de expectativas adaptativas, que estabelecia que o comportamento dos agentes na formação de preços era verificar o seu comportamento no passado. Para as expectativas racionais, os agentes formam suas expectativas olhando para o futuro e não para o passado. Lopes é apresentado como integralmente heterodoxo uma vez que se apoia nos 'agentes keynesianos' e não se incomoda com uma "forte intervenção e regulação governamental". (Paulani, 1997:173) Nossa divergência com Paulani se encontra na análise que faz de ambos autores. Primeiro, nos parece equivocada sua leitura sobre o complexo e inovador processo de introdução de uma moeda indexada como mecanismo coordenador para neutralizar a inércia, e para nós distante do postulado das expectativas racionais como quer Paulani. Segundo, Lopes já no final de 1989 havia abandonado a idéia de congelamento, pelas razões que serão discutidas no terceiro capítulo. Na verdade, fica mais fácil entender a autora, se percebermos sua motivação em uma pergunta específica que está tentando responder: até que ponto a teoria da inflação inercial pode ser considerada

genuinamente nacional? Ela conclui que não, pois a base conceitual não é nacional. E afirma: "o postulado das expectativas racionais, introduzido de contrabando no desenho das propostas heterodoxas, teria prestado um serviço insuspeito para o sucesso do Plano Real." Segundo ela, dado que o contexto internacional era bem mais favorável, o que era uma particularidade da economia brasileira, "reduziu-se em importância, transformando-se em algo como um 'problema técnico', que um remédio tecnicamente apropriado foi capaz de resolver." (Paulani, 1997:178). Biderman, ao resenhar o livro onde se encontra o artigo de Paulani, declarou acreditar que a autora talvez tenha "uma visão um pouco persecutória da história das idéias". (1999:215)

Cabe destacar um outro aspecto importante dos programas de estabilização heterodoxos. Os planos de estabilização monetária, tanto o Cruzado como o Real, não comprometeram o crescimento econômico, como prevê parte da ortodoxia. No caso do Cruzado a economia cresceu 7,5% ao ano, e no primeiro ano do Real o crescimento foi de 5,8%, não se esquecendo que o Plano Collor levou à queda não desprezível do PIB de -4,4%.

Capítulo 2 – “Vendendo Teoria e Estabilização”: Pérsio Arida

Pérsio Arida nasceu em São Paulo em 1952. Estudou História, sem contudo se formar, e em 1975 formou-se em Economia pela USP. Sua trajetória acadêmica é um pouco peculiar. Já no 2º ano da graduação em Economia, freqüentava o curso de mestrado da FIPE/USP informalmente. Ao graduar-se foi para o doutorado no *Massachusetts Institute of Technology* (MIT) nos Estados Unidos, onde conheceu, entre outros, André Lara Resende e Edmar Bacha. Estes, no início dos anos 80, ingressariam na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) e seriam os principais responsáveis pela ida de Pérsio Arida para a universidade carioca, que abandona a docência na USP.

Retorna dos EUA, sem o título de doutor em 1980. A tese escrita, quando era assistente de Alberto Hirschman³⁹ no Instituto de Estudos Avançados da Universidade de Princeton, não foi aceita pelo Departamento de Economia do MIT. Alegaram que não era uma tese de economia. Esse episódio segundo Arida o deixou em “estado de choque”⁴⁰. Obteve o título de doutor só 10 anos depois com uma tese sobre questões referentes à estabilização. Segundo revela Arida sobre

³⁹ Albert Hirschman é economista nascido na Alemanha e radicado nos Estados Unidos. Publicou vários ensaios sobre desenvolvimento econômico a partir dos anos 50.

a experiência da tese: “escrever a segunda tese foi muito importante. Certamente não tem a criatividade da primeira, sequer qualquer brilho do ponto de vista da teoria pura, mas poder dedicar-se a um esforço acadêmico genuíno, mais velho, já com muito mais experiência do mundo prático e reflexão teórica acumulada, foi uma experiência muito importante. Muito das posturas que adotei em relação ao desenho e implementação do Plano Real, por exemplo, derivou da reflexão que efetuei ao escrever a segunda tese” (Biderman, Cozac e Rego, 1996: 323).

Antes de olharmos para sua contribuição, cabe alguns comentários sobre sua trajetória. A biografia de Pérsio nos interessa, quando se compreende o papel de destaque que teve como formulador e executor de política econômica ao participar dos dois experimentos de estabilização mais importantes da história econômica brasileira recente.

No retorno para o Brasil, foi para São Paulo, onde permaneceu dois anos lecionando na USP. Mas os amigos da PUC-Rio, e o interesse pelo tema da inflação, o seduziram e o levaram para lá. A PUC do Rio concentrou grande parte do debate sobre questões relacionadas à macroeconomia da estabilização. O grupo era pequeno, mas coeso. Propunham uma reflexão alternativa à teoria econômica

⁴⁰ BIDERMAN, C.; COZAC, F e REGO, J.M. (1996) *Conversas com Economistas Brasileiros*, São Paulo, Editora 34, p. 322.

convencional⁴¹, e conseqüentemente, às questões de política econômica. Partiam da constatação que a política econômica recessiva de 1981-83, promovida por Delfim a frente do Ministério do Planejamento, era inócua no combate à inflação crônica. Afinal, o resultado de tal política ficaram registrados na elevação de patamar das taxas de inflação de 100% ao ano para a faixa dos 200% ao ano.

O ano de 1984 foi especialmente importante para o debate econômico brasileiro. A elevação da inflação, em um período de transição política, nos permite entender o porquê do debate acalorado que extravasou os limites da academia. Apesar de frustrada a campanha das Diretas-Já, o momento era efervescente. Em 1985 tomaria posse na Presidência da República o primeiro civil depois de 20 anos de presidentes militares. As eleições foram indiretas, mas a coalizão vencedora, em grande parte, emergiu da oposição ao regime anterior. Tancredo Neves venceu, se não ficasse doente e morresse, tomaria posse em 15 de março.

Foi da PUC-Rio que saíram as principais propostas alternativas de combate à inflação: o choque heterodoxo e reforma monetária. Ambas partiam do mesmo diagnóstico do processo inflacionário; a inflação inercial, consequência direta da percepção dos agentes econômicos de que o melhor previsor da taxa de inflação futura era a

⁴¹ Por teoria econômica convencional entende-se a ensinada a partir dos livros textos produzidos nos países desenvolvidos.

taxa de inflação passada. Francisco Lopes havia inicialmente proposto o choque heterodoxo com congelamento geral de preços e salários. Pécio Arida e André Lara Resende sugeriam a reforma monetária passando por uma indexação total da economia. Ou seja, propunham repetir o caminho de uma hiperinflação sem passar pela traumática experiência de uma hiperinflação. Outros economistas de oposição ao regime militar e de sua política econômica, estavam espalhados em São Paulo, na Unicamp, FGV/SP e USP. Mas nestes outros centros o debate era mais difuso. Bresser e Nakano⁴² da FGV/SP chegaram a um diagnóstico semelhante da inflação inercial, na mesma época. É importante lembrar que o regime militar produziu uma clivagem entre os economistas. Sob a denominação de oposição encontrava-se um conjunto bastante amplo de visões sobre os problemas econômicos, e portanto, em como solucioná-los. A heterogeneidade da equipe econômica responsável pela implementação do Plano Cruzado revelou com clareza este fato.

Arida passou os meses finais do ano de 1984 nos EUA, trabalhando sobre o tema da estabilização. Foi lá que escreveu um dos trabalhos que fundamenta sua compreensão do processo de inflação crônica brasileiro: *Economic Stabilization in Brazil*⁴³. Em dezembro, apresentou junto com Lara Resende, no seminário

⁴² BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos e NAKANO, Yoshiaki. *Inflação e Recessão*. São Paulo, Editora Brasiliense, 1983.

internacional promovido pelo *Institute of International Economics*, Washington, à proposta de estabilização via reforma monetária com indexação plena. Nota-se que não há disputa entre ambos sobre quem teria a primazia sobre a idéia. Neste evento, Dornbusch sugeriu o nome de "Larida" para a proposta.

Ao retornar para o Brasil no início de 1985, Arida foi chamado, pelo então Ministro do Planejamento João Sayad, para participar do governo da Nova República. Sayad estava convencido da necessidade de implementação de um programa não convencional de combate à inflação, e sempre teve uma grande admiração pelo trabalho intelectual de Arida. Sardenberg⁴⁴ o descreverá como o "Assessor Especial para Idéias" do Ministério. A descrição parece fazer sentido, pois Arida inicialmente não tinha uma atividade burocrática específica, talvez por essa razão assumiu a coordenação do grupo⁴⁵ que, a partir do segundo semestre de 1985, estudaria e viabilizaria à implementação do Plano Cruzado em fevereiro de 1986. Na verdade, Sayad havia tentado desde o início da Nova República indicar os nomes de Arida e Lara Resende para as diretorias do Banco Central,

⁴³ ARIDA, P. (1984) "Economic Stabilization in Brazil". *Texto para Discussão*, 84, PUC-RJ.

⁴⁴ SARDENBERG, R. (1987) *Aventura e Agonia: nos bastidores do Cruzado*. São Paulo, Editora Companhia das Letras.

⁴⁵ Faziam parte do grupo: Luiz Gonzaga Belluzzo e João Manuel Cardoso de Mello do Ministério da Fazenda na gestão Dilson Funaro, Pêrsio Arida do Ministério do Planejamento; André Lara Resende e Fernão Bracher do Banco Central. Participaram ainda eventualmente Francisco Lopes e Eduardo Modiano que não eram do governo.

mas Tancredo Neves não aceitou. Segundo Sayad⁴⁶, Tancredo Neves era muito conservador e teria dito sobre os dois economistas: "Pérsio e André, de jeito nenhum, o dia que eles entrarem no Banco Central dá uma hiperinflação, porque eles estão falando em desindexação." (Mantega e Rego, 1999:228). Lara Resende foi para uma diretoria do Banco Central, levado por Fernão Bracher, quando a equipe do Dornelles do Ministério da Fazenda foi substituída pela de Funaro em agosto de 1985. Arida só assumiu a diretoria da Área Bancária do Banco Central, em seguida ao lançamento do Plano Cruzado.

Arida participou durante dois anos do governo da Nova República. Deixou-o logo depois de consumado o fracasso do Plano Cruzado. Trabalhou na iniciativa privada, mas especificamente no mercado financeiro tanto depois do Cruzado quanto após deixar o governo Fernando Henrique em julho de 1996. Atualmente é um dos sócios do Banco de Investimento Opportunity. Durante nove meses ao longo de 1992, interrompeu suas atividades para se dedicar exclusivamente a sua segunda tese de doutorado⁴⁷. Mas ele nunca retornou à vida acadêmica. Segundo afirmou, é natural para o interessado em questões macroeconômicas ir para o mercado financeiro. Acredita ainda que trabalhar no setor privado ajuda muito

⁴⁶ MANTEGA, G.; REGO, J. M. (1999) *Conversas com Economistas Brasileiros II*. São Paulo, Editora 34.

⁴⁷ ARIDA, P. (1992) *Essays on Brazilian Stabilization Programs*. PhD dissertation, Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology.

na formulação de políticas públicas. No governo, desconfia que as pessoas acreditam muito na capacidade normativa das leis e decretos e não percebem que do outro lado os agentes estão preocupados em especular com espaços vazios deixados pelo aparato legal⁴⁸.

Arida retornou ao governo federal em 1993 para comandar o BNDES, a convite do então Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso. O motivo principal da volta ao governo foi se incorporar à equipe econômica, da qual já faziam parte os "veteranos" da época do Cruzado, Bacha, Lara Resende e outros nomes originários da PUC-Rio, como Malan, Franco, Fritsch, para formular uma nova tentativa de estabilização. Sobre o período relatou: "éramos uma equipe homogênea, falando a mesma linguagem, com liderança clara e capacidade de ter um projeto político cristalizados na figura do Fernando Henrique." (Biderman, Cozac e Rego, 1996:326) Depois de alguns meses iniciou-se a implementação gradual do Plano Real⁴⁹, um esforço coletivo, mas em grande parte inspirado na solução "Larida" defendida quase dez anos antes. Assumiu a Presidência do Banco

⁴⁸ BIDERMAN, C.; COZAC, F e REGO, J.M. (1996), *op. cit.*, p.325.

⁴⁹ O Plano Real foi implementado em três estágios. Há vários trabalhos sobre o plano, a visão a partir de seus formuladores ver: BACHA, E. (1995) "Plano Real: uma avaliação preliminar." *Revista BNDES*, v. 2, n. 3, p. 3-26, junho, BACHA, E. (1997) "Plano Real: Uma Segunda Avaliação", In, *O Plano Real e outras experiências internacionais de estabilização*, Brasília, IPEA/CEPAL. (Seminário "Os dois Anos do Plano Real: Comparação com Outras Experiências de Estabilização", Brasília, 1996); FRANCO, G. (1985) *O Real e Outros Ensaios*. Rio de Janeiro, Editora Francisco Alves. Uma visão mais crítica encontra-se em: BATISTA Jr., P. N. (1996) "O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina". *Revista Estudos Avançados*, 10 (28), p. 129-197; PASTORE, A. C. e PINOTTI, M. C. (1999) "Inflação e estabilização: algumas lições da experiência brasileira", *Revista Brasileira de Economia*, 53 (1):3-40, jan-mar.

Central com a posse de Fernando Henrique na Presidência da República, e deixou o cargo alguns meses após a tumultuada introdução do sistema de bandas estreitas na administração da política cambial em março de 1995. No episódio, as declarações desencontradas entre Arida e o então Diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central, Gustavo Franco, revelaram ao mercado as divergências existentes entre os membros da equipe econômica. O resultado foi que o país sofreu um ataque especulativo e perdeu quase dez bilhões de dólares em poucos dias⁵⁰.

Um aspecto a ressaltar é o fato de Pécio Arida escrever muito pouco. Como ele mesmo afirmou: "só escrevo quando me defronto com um problema teoricamente intrincado e atraente. Por exemplo, nunca escrevi uma palavra sobre a privatização e concorrência como alternativa superior às estatais monopolistas, sobre as vantagens da abertura comercial e da integração financeira em contraste com o modelo autárquico da substituição de importações ou sobre a importância do controle fiscal para o sucesso de um programa de estabilização. São questões importantíssimas para o destino do país, mas que nunca me foram teoricamente atrativas porque sempre me pareceram óbvias demais. [...] O fato é que nunca me interessei muito

⁵⁰ O episódio também seria marcado por supeitas contra Arida, pelo fato de ter se hospedado na casa de um amigo banqueiro, Fernão Bracher, ex-presidente do Banco Central, no fim de semana que antecedeu a modificação na política cambial.

por publicar. É como se os *papers*, uma vez escritos, já me bastassem.” (Biderman, Cozac e Rego, 1996: 323-324)

Para Lara Resende, amigo e co-autor de Arida em vários artigos, a obra síntese de Arida em economia foi na área da história do pensamento econômico: “Aquele artigo⁵¹ parece ter sido o seu testamento sobre Economia. Como se ele tivesse chegado a uma síntese do que era a teoria econômica. E eu acho extremamente bem observado: Economia é uma arte retórica. É verdade para todas as ciências: a capacidade de expor é fundamental. Os métodos, os truques utilizados para vencer na argumentação são importantes. Especialmente em Ciências Sociais, em que o teste empírico é limitado, a Retórica é fundamental. O uso da Econometria e da Matemática são apenas algumas das armas da Retórica. Explicitar a Retórica na Economia é um achado, é inteligente, e é importante para o economista.”(Biderman, Cozac e Rego, 1996:293-294) O próprio Arida concorda que o artigo sobre retórica é um dos seus trabalhos que mais gosta, mas prefere que o artigo seja entendido no sentido de síntese. Afinal como afirma Reis⁵²: “Uma síntese não é feita para fechar ou encerrar um debate – ela o abre e orienta, ela é uma referência, um interlocutor, um quadro teórico.” (Reis, 1999: 143)

⁵¹ ARIDA, P. (1996) “A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica”, In: REGO, J. M. (org.) *Retórica na Economia*, Editora 34. Segunda versão (1984) do texto com o mesmo título (de 1983) publicado originalmente como *Texto para Discussão*, no. 54 do Departamento de Economia da PUC/RJ.

Da leitura dos trabalhos de Arida, principalmente os da década de 80, o percebemos em geral como alguém defendendo idéias novas e criativas, e conseqüentemente, o abandono de velhas crenças. Como na conclusão de um de seus *papers*: "O apelo por novas abordagens permeia este *paper*. Mais que tentar curar a crise econômica reavivando um passado idealizado, o tema que inspira as sugestões de política aqui, é a necessidade de criar um novo futuro. A irreversibilidade do tempo histórico deve ser tomada seriamente". (Arida, 1984:32) Ou ainda, numa nota de rodapé onde afirma: "A sobrevivência de velhos clichês e hábitos de pensamento simplista é notável. Algumas das crenças mais proeminentes devem ser mencionadas: a crença nas regras da Paridade de Poder de Compra para estabelecer a taxa de câmbio, a crença que austeridade monetária ou controle de preços reprimem a inflação, a crença no efeito virtuoso de altas taxas de juros, [...] a crença que desvalorização da taxa de câmbio é sempre nociva, etc. Essas crenças estão enraizadas e são cultivadas diariamente nos mais diversos ambientes políticos. Que elas tenham sido refutadas ou pelos menos desafiadas pela evidência esta além da dúvida. Mas ninguém precisa ser versado em filosofia da ciência para perceber que a evidência empírica é por necessidade construída pelo intelecto. Sempre se pode

⁵² REIS, J. C. (1999) *Identities do Brasil: de Varnhagen a FHC*. Rio de Janeiro, Editora da Fundação Getúlio Vargas.

melhorar uma crença, não fundamentada, com cláusulas condicionais de forma a torná-la compatível com a evidência.” (Arida, 1984:44) Nota-se, entretanto, que este ímpeto dos trabalhos mais antigos parece ter arrefecido.

Arida se descreve como um autodidata. E aponta como um de seus defeitos não ter paciência para explicar e “absoluta falta de vocação para ser polemista”. (Biderman, Cozac e Rego, 1996:325) Mas parece acreditar que a reflexão econômica é um processo de interação social, envolve observação, troca de informações, diálogos e discussões. Para ele se ater à leitura “fria dos *papers* dá uma noção enganosa da dinâmica do conhecimento.” (Biderman, Cozac, Rego, 1996:333) Fernando Henrique o definirá como o mais radical em termos intelectuais da equipe econômica que formulou o Plano Real. Segundo Hirschman, Arida faz parte de um grupo de economistas latino americanos sagazes teoricamente e de imaginação prática, com uma visão ampla do processo inflacionário, conhecedores da teoria sociológica da inflação à teoria das expectativas racionais, e ainda, possuidores de “fortes convicções democráticas”. ⁵³ (1995:204)

Novamente, sugerimos que Pêrsio Arida tem uma trajetória singular. Foi *policymaker* em dois momentos especialmente marcantes

⁵³ HIRSCHMAN, A. (1995) Auto-Subversão: teorias consagradas em xeque. São Paulo, Companhia das Letras. p.204. Hirschman inclui nesse grupo além de Arida, Edmar Bacha, Luiz Carlos Bresser Pereira e André Lara Resende no Brasil; Adolfo Canitrot, Roberto Frenkel e Daniel Heyman, na Argentina.

de nossa história econômica recente: Plano Cruzado e Plano Real. Assim, nosso objetivo ao longo deste capítulo é tentar perceber como as idéias econômicas são concebidas, amadurecem, podem ser novamente elaboradas ou são abandonadas. Não pretendemos analisar a evolução do pensamento dele em detalhes. Apenas nos concentraremos nos aspectos que possibilitam inferir sobre como as teorias econômicas idealizadas se tornam, ou não, ações de política econômica. Enfatizaremos um aspecto em especial: a polêmica condução da política cambial durante o Plano Real⁵⁴. Para tanto, será importante recuperar sucintamente sua interpretação da estabilização. Faremos isso a partir do texto *Economic Stabilization in Brasil* de 1984, e sua segunda tese de doutorado *Essays on Brazilian Stabilization Programs*, submetida em 1992, no qual ele retoma suas idéias sobre programas de estabilização, e a entrevista concedida à Biderman, Cozac e Rego (1996). No que se refere ao método, nos concentraremos no artigo: *História do Pensamento como Teoria e Retórica* de 1984. E ainda para tratar da questão da política cambial nos basearemos nas entrevistas publicadas em jornal, em um pequeno texto incompleto⁵⁵ e na apresentação do livro de Alan

⁵⁴Assim, não enfatizaremos outros aspectos importantes que foram alvos de polêmica como por exemplo as intervenções nos bancos estaduais e o programa de reestruturação do sistema financeiro.

⁵⁵ ARIDA, P. (1999a) "Observações sobre o Plano Real". *Economia Aplicada*, vol. 3, n. especial, março. Consta no artigo a seguinte observação: "a segunda parte deste artigo está sendo elaborada pelo autor e será publicada proximo em número normal da revista". Nos números seguintes da revista, entretanto, o artigo não aparece.

Blinder⁵⁶, ambos publicados em 1999. Porém, não deixaremos de nos reportar a outros trabalhos conforme for necessário.

2.1 Método em Arida: Retórica

Um traço marcante de sua formação, e fundamental para a compreensão do teórico bem como do formulador e operador de política, é a preocupação com o método. A economia cifrada em modelos matemáticos se revelou com a leitura de Granger⁵⁷ ainda no segundo ano da graduação em economia. Segundo Arida, a leitura desse filósofo, entusiasta da modelagem, econômica "deu-me um entendimento imediato do aspecto construtivista do pensamento econômico, uma maturidade de percepção sobre a natureza da teoria econômica que me foi de grande valia ao longo da minha formação."(Biderman, Cozac, Rego, (1996:321). Sobre a importância da metodologia declarou: "o ignorante é possuído de certezas e convicções e acaba impressionando os outros como detentor da verdade. Quer dizer, a ignorância da metodologia é uma praga que prospera com extraordinária fertilidade. [...] Em última análise, entender as questões de método ajuda muito a relativizar o conhecimento, amplia de forma substantiva os horizontes da análise, mas não proporciona um caminho inequívoco e seguro da verdade.

⁵⁶ BLINDER, A. (1999) *Bancos Centrais: Teoria e Prática*. São Paulo, Editora 34.

Nada substitui a formação aberta, na qual o economista está atento à teoria e à metodologia ao mesmo tempo” (Biderman, Cozac e Rego, 1996:329) Tal fato lhe deu uma noção clara sobre as limitações da teoria econômica quando trazida para a prática. Com relação à política econômica, Arida se manifestou várias vezes: é uma arte. A teoria funciona como um guia, mas não se deve perder de vista que a realidade é muito mais complexa.

Arida fez mais um alerta referente ao método, coerente com o papel que atribui à Retórica, porém com a preocupação de amadurecer, de aguçar a intuição a partir das experiências existentes. Como já destacamos acima, para ele a reflexão econômica envolve um processo de interação social. Assim, no caso específico de um programa de estabilização, é importante não só ler o material teórico disponível a respeito, mas conversar com as pessoas que participaram do processo de tomada de decisão aqui e alhures. Nas suas palavras “é extraordinariamente importante saber como é que a decisão foi tomada, saber quando o acerto foi intencional ou casual, o peso das considerações políticas, etc. Aos poucos, forma-se um quadro intuitivo de percepção e análise que não se pode encontrar em livros ou artigos, resultado de anos e anos de observação, conversa e

⁵⁷ GRANGER, G. G. (1955) *Methodologie Économique*. Paris: Presses Universitaires de France.

discussão.” (Biderman, Cozac e Rego, 1996:327). Sayad⁵⁸ declarou que mandou Arida secretamente a Israel em 1985, para conversar e observar o processo de estabilização de uma economia, a qual guardava algumas similitudes importantes com a economia brasileira, uma vez que lá também havia indexação salarial. Arida sempre procurou ressaltar que o caso israelense se aproximava do brasileiro, e neste particular, mais que a experiência argentina. Arida teve várias oportunidades por exemplo de conversar com Michael Bruno⁵⁹, autor de vários *papers* sobre estabilização, Presidente do Banco Central israelense durante o programa antiinflacionário bem sucedido de 1985, e também presente ao seminário nos Estados Unidos, quando a proposta “Larida” foi discutida.

A contribuição de Arida, no que concerne à metodologia, foi introduzir no debate acadêmico brasileiro à Retórica, como forma de solução das controvérsias travados em teoria econômica. Ele argumenta no sentido de acreditar na idéia de que há desenvolvimento da Economia enquanto ciência. Mas chama a atenção que o entendimento sobre a forma como ocorrem as superações de teorias não é percebido corretamente por seus praticantes. Ou seja, defende que as controvérsias não são resolvidas

⁵⁸ BIDERMAN, COZAC e REGO (1999), *op. cit.*, p. 232.

⁵⁹ Bruno descreve num de seus livros o processo de estabilização e reformas em Israel, e o compara com as experiências de alguns países da América Latina e do Leste Europeu que de alguma forma experimentaram um processos semelhantes. Ele manifesta um pouco essa

submetendo as teorias às evidências empíricas, mas sim através da Retórica, da capacidade de persuadir, argumentar e convencer os participantes tanto nos embates internos a cada tradição quanto entre as diferentes tradições teóricas.

Para comprovar a sua tese, Arida discute dois modelos estilizados de aprendizado da História do Pensamento Econômico e da Teoria Econômica: *soft science* e *hard science*.⁶⁰ Seu objetivo é criticar ambos os modelos mostrando suas inadequações para explicar o progresso em Economia, e assim, apresentar sua tese, de que as controvérsias na Ciência Econômica se resolvem por meio da Retórica, de acordo com algumas regras relativamente consensuais.

Segundo Arida, o aprendizado em Economia é feito por meio desses dois modelos estilizados, os quais indicam percepções distintas sobre a evolução da teoria econômica. No Brasil, constata que os centros de ensino os combinam em diferentes proporções, não conseguindo integrá-los uma vez que são incompatíveis. O modelo *hard science* está associado à idéia que todo o saber relevante encontra-se incorporado no estado atual da ciência, de tal modo que todas as contribuições negativas já foram descartadas, permanecendo apenas as positivas. Assim, o estudante deve se preocupar em travar contato apenas com as realizações e publicações científicas mais

preocupação de Arida de ir além da construção técnica. BRUNO, M. (1993) *Crisis, Stabilization, and Economic Reform – Therapy by Consensus*. Oxford, Clarendon Press.

recentes. O modelo está associado à noção de fronteira do conhecimento, em decorrência, a história do pensamento econômico se torna elemento de curiosidade, e seu conhecimento dispensável para o progresso científico.

No modelo *soft science*, em contrapartida, está subjacente a idéia que todo o saber encontra-se no estudo da história do pensamento, e o avanço da ciência está baseado na memória de suas realizações mais exemplares, as quais são intraduzíveis em seu vigor original e também irreconciliáveis. Assim, o aprendizado se dá com a leitura dos textos clássicos, de tal forma que a história do pensamento econômico se confunde com a teoria. Conseqüentemente, o modelo *soft science* ignora a idéia de fronteira do conhecimento.

Para Arida os dois modelos são inadequados para a tarefa de explicar como a teoria econômica se desenvolve, à medida que um descarta a história, e o outro, não a distingue da teoria. Frente a isso, se coloca a tarefa de critica-los, e mais, ao fazê-lo, mostrar o caminho para uma melhor compreensão do processo de desenvolvimento em Economia.

A validade do modelo *hard science* depende da idéia de fronteira de conhecimento. Esta idéia sintetizaria toda a verdade produzida no passado e dispensaria sua formulação inicial. Subjacente à noção de fronteira está a suposição de que há uma maneira de resolução de

⁶⁰ Arida os trata, seguindo Weber, como tipos ideais. Arida (1984), *op. cit.*, p. 14.

controvérsias universal por meio superação positiva que faz emergir a verdade aceita pelos participantes do embate. Assim, as teorias superadas são lançadas ao passado, para a agenda dos historiador das idéias.

Arida recorre à historia do pensamento econômico para invalidar a suposição que o método de superação positiva resolve as controvérsias. Por meio da investigação de diversas polêmicas importantes em Economia, ele apresenta quatro conclusões. Observa que: primeiro, algumas controvérsias se resolvem parcialmente; segundo, algumas delas terminam por cansaço ou desinteresse; terceiro, seu término não significa a emergência da verdade; quarto, coexistem doutrinas opostas por longos períodos, que muitas vezes dificultam e distorcem as discussões entre os interlocutores.

Diante do fato de que as resoluções de controvérsias não ocorrem por meio de superações positivas, para o modelo *soft science*, o resgate da verdade está nos textos clássicos do passado, e ignora-se os desenvolvimentos recentes. Assim, o estudo da teoria se confunde com a história do pensamento. Neste sentido, as controvérsias se resolvem por meio de superação negativa.

Para invalidar o modelo *soft science*, Arida argumenta que: primeiro, é difícil deixar de reconhecer a existência de desenvolvimento teórico, visto que algumas controvérsias foram

resolvidas de forma satisfatória por intermédio de superação positiva; segundo, a hipótese de superação negativa apresenta vários problemas. A fusão da história do pensamento com a teoria propícia a destruição de ambas. De um lado, a fusão nega o conceito de história à medida que algumas teorias não desaparecem e permanecem adequadas para explicar a realidade. De outro lado, nega o conceito de teoria, uma vez que o estado atual reflete a falsidade acumulada no passado e permite que os clássicos sejam sempre reinventados.

Em síntese, Arida prescreve o estudo simultâneo da história do pensamento e da ciência atual, pois a adoção de apenas um dos modelos leva a um conhecimento parcial e uma percepção errônea da verdade. Segundo Arida, "a contribuição genuína da história do pensamento está no estudo do passado como um caso aplicado de retórica na ciência; e que a importância da retórica deriva, por sua vez, do colapso da epistemologia falsificacionista."(Arida, 1996: 35) Reconhece ainda que há resistências a esse papel atribuído à retórica. No entanto, defende que a comunidade debate segundo a suposição de comunicação ideal de Habermas. Assim, as regras de retórica são fixadas de forma consensual e aceitas pela comunidade de cientistas⁶¹. Nesta perspectiva, afirma Arida: "o conceito relevante de evidência é muito mais amplo do que o de evidência empírica; a

evidência de verdade é a conformidade do discurso às regras de boa retórica. Estas sim são aceitas consensualmente; e é a aderência as regras da retórica que confere caráter científico à economia. Pois é a retórica que provê o substrato comum que permite a homogeneidade do discurso, de suas formas de argumentação e portanto de evolução.” (Arida, 1996:36)

A título de ilustração de sua *praxis* no processo de discussão sobre a escolha das ações de política econômica, vale a observação de Lopes sobre o papel fundamental de Arida no desenho do Plano Real: “o pessoal brincava com o Pêrsio dizendo que ele gerava sempre dois argumentos, isto é, o próprio e a sua refutação. E ambos igualmente engenhosos!” (Mantega e Rego, 1999:350)

2.2 Heterodoxia em Arida

Desde a popularização do termo heterodoxo, a partir do diagnóstico da inflação inercial, diferentes autores passaram a discutir sobre a validade, ou não, de atribuir essa denominação aos economistas que participaram do esforço de diagnosticar e desenhar uma estratégia de estabilização de preços para a economia brasileira. Na verdade como vimos no primeiro capítulo, a classificação de

⁶¹ Segundo Arida são oito as regras de retórica em Economia: simplicidade; coerência; abrangência; generalidade; redução de metáforas; formalização; reinventar a tradição; ignorar interesses práticos específicos.

heterodoxo cabe às origens teóricas da concepção e implementação, e aos economistas que as praticam.

Arida não passou incólume nessa discussão classificatória. Paulani⁶² (1997), por exemplo, afirma que a proposta de moeda indexada, em comparação ao choque heterodoxo de Lopes, possui características mais ortodoxas, apesar de a noção de inflação inercial estar claramente atrelada à heterodoxia. Biderman (1999), por seu turno, discorda, à medida que não reconhece nos argumentos apresentados por Paulani justificativas para não tratar os autores vinculados à PUC do Rio, como economistas convencionais, formados na tradição anglo-saxã. Atribui o equívoco da autora ao fato de que a oposição ao regime militar criou uma divisão entre os economistas, e portanto, uma certa confusão na presença de diferentes tradições teóricas.

Para tentarmos esclarecer o debate, vamos procurar recapitular as próprias manifestações de Arida sobre o tema. É importante destacar que na entrevista concedida a Biderman, Cozac e Rego (1996), apesar do tema inflação e estabilização permear quase toda o depoimento, ele não se pronuncia a respeito, e nem se atribui tal classificação. Talvez essa seja uma indicação de que para Arida ser ortodoxo ou heterodoxo não é uma questão relevante.

No entanto, uma alternativa seria pensar, que essas classificações fazem sentido dentro seu próprio contexto histórico. Como o próprio Arida nos alerta, "A menos de prova em contrário, à estratégia de leitura dos textos da história do pensamento desvinculada do seu contexto original de formulação prejudica a apreensão de seu significado. Os textos do passado devem ser lidos como textos cifrados cujo código de entendimento só pode ser obtido pelo confronto com a multi-textualidade de seu contexto histórico. Pois do contexto histórico nada nos resta a não ser textos e objetos; reconstruí-los é a arte do historiador das idéias, arte irreduzível a procedimentos formais e que consiste essencialmente em uma operação de resgate de significado". (Arida, 1996: 32) Na afirmação acima, ele está sugerindo o procedimento a adotar na leitura dos clássicos em Economia. Entretanto, salientamos anteriormente que os anos iniciais da década de 80 eram singulares no que concerne ao debate de política econômica. Talvez aí fosse importante enfatizar a heterodoxia, pois o equacionamento dos problemas econômicos, refletidos na inflação alta e crônica, requeria políticas econômicas inovadoras e criativas.

Arida, num dos seus primeiros artigos sobre a idéia de neutralizar a inflação, afirma: "Em contraste com o diagnóstico

⁶² PAULANI, L. (1997) "Teoria da Inflação Inercial: um episódio singular na história da ciência econômica no Brasil?". LOUREIRO, M. R. (org.) *Cinquenta Anos de Ciência Econômica no*

ortodoxo da inflação, que privilegia o déficit público e a suposta orgia monetária, generaliza-se hoje em dia o diagnóstico heterodoxo, que vê a inflação como propulsionada por choques de oferta e sustentada inercialmente por conflitos distributivos. A aceitação do diagnóstico heterodoxo assinala um avanço muito importante no entendimento da robusta inflação brasileira. O eixo do debate reside agora em extrair conseqüências práticas do diagnóstico heterodoxo.” (Arida, 1986b:159) Assim, depreende-se que heterodoxia para o autor consiste em explicar o processo de inflação crônico a partir do diagnóstico da inflação inercial, ou seja, de maneira não convencional, tal qual sugere a terapia. Além disso reconhece que por detrás do processo de inflação crônica há o conflito distributivo. Verifica-se assim uma aproximação das teses estruturalistas.

Num artigo de 1982⁶³, no auge da crise da dívida externa, Arida propõe uma alternativa heterodoxa em contraposição às políticas de austeridade então praticadas. As seis medidas heterodoxas propostas são: diminuir substantivamente o diferencial de juros; racionalizar o investimento público; impor controle de preços (não congelamento); implementar uma desvalorização cambial substantiva; estimular a demanda efetiva; aumentar os impostos de

Brasil, Petropolis, Editora Vozes. p. 159-179.

⁶³ ARIDA, P. (1983) “Austeridade, Autotelia e Autotomia”. Arida, P. (org.) *Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural – O Brasil diante da Crise*. Rio de Janeiro, Paz e Terra. Coletânea

renda de modo socialmente justo. Não cabe aqui discutir ou avaliar a validade da proposta, mas sim compreender o emprego da heterodoxia. Neste sentido, Arida afirma, "a diferença entre as políticas de austeridade e a heterodoxia proposta pode ser expressa de modo lapidar. As políticas de austeridade realizam o ajustamento da economia diante da restrição externa reduzindo o nível de atividade sem alterar a estrutura: a heterodoxia altera a estrutura para poder responder à restrição externa aumentando o nível de atividade." (Arida, 1983:202) No mesmo artigo, Arida tenta antecipar-se as possíveis objeções do pensamento oficial a sua proposta já apresentando as suas refutações. É interessante destacar a última referente "à própria viabilidade política das medidas". Esta é única crítica que o autor concorda, à medida que sua heterodoxia pressupõe um reordenamento das relações de poder. Nesse momento conclui: "não é defeito; é uma virtude. Triste destino tem o pensamento que faz da teoria econômica um saber técnico especializado. A política econômica é sempre economia e política ao mesmo tempo. Se a heterodoxia viola as relações vigentes de poder, como o faz, erradas estão as relações de poder e não a heterodoxia das medidas." (Arida, 1983:204) Mais à frente encontramos uma outra afirmação que talvez corrobore a nossa hipótese alternativa. Arida entende que "propor a

de textos originários de um seminário interno do Departamento de Economia da PUC-RJ, setembro de 1982.

heterodoxia nesta altura do campeonato tem a função de fazer figurar na agenda de discussão do problema cambial externo a nossa errônea estrutura interna. [...] Repensar criativamente a questão da dívida externa significa superar o debate austeridade versus renegociação através da elaboração de programas heterodoxos e do redesenho das relações internas de poder.” (Arida, 1983:205)

Em suma, parece que Arida esclarece, de forma implícita, que heterodoxia está relacionado à capacidade de reagrupar os conceitos oriundos do saber convencional, isto é, dos manuais de economia, de forma original. Afinal, como destacaremos a seguir, ele deu especial ênfase à necessidade de procurar soluções criativas e idéias inovadoras⁶⁴. No entanto, na tese esclarece que programas heterodoxos não são opostos aos ortodoxos, à medida que políticas monetária e fiscal restritivas caracterizam ambos programas. A diferença está na presença de políticas de renda no primeiro tipo. Destaca que os controles de preços permitem o realinhamento de preços relativos, e ainda funcionam como mecanismo de apoio popular, propiciando um período de tempo para que as medidas de correção do déficit sejam equacionadas.⁶⁵

Mas mesmo que a postura de Arida seja no sentido de não aceitar ser enquadrado em uma tradição teórica específica, para o

⁶⁴ Esta definição de heterodoxia é a defendida por Ignácio Rangel.

⁶⁵ ARIDA (1992), *op. cit.*, p. 10.

debate de política econômica, talvez o mais relevante seja constatar que "a inflação brasileira é assumida como sendo inercial, o que significa que o processo é auto-regressivo. Nesse sentido, ou nós assumimos expectativas adaptativas com todas suas limitações, ou expectativas racionais, com autoregressividade da política monetária e/ou contratos justapostos. A idéia não é negar a lógica do sistema em criar um processo auto-regressivo, mas enfatizar o papel das instituições no processo." (Silvia e Andrade, 1996:433) Assim, não importa que a teoria da inflação inercial seja compatível com explicações teóricas fornecidas por diferentes tradições teóricas. No caso brasileiro o importante é perceber o papel das instituições, é isso que lhe dá especificidade. E essa é uma tradição da escola estruturalista.

2.3 Inflação e Estabilização

Para nosso objetivo é importante mencionar em linhas gerais a inserção de Arida no debate em torno do diagnóstico, e da solução, da inflação crônica brasileira. Iniciaremos com as concepções anteriores ao lançamento do Plano Cruzado, as que deram origem à proposta "Larida". Em seguida, apresentaremos quais eram os pontos que a tese tentava responder. Ao longo da exposição sublinharemos a maneira pela qual Arida destaca o processo de aprendizado.

A concepção de estabilização da inflação crônica de Arida se encontra principalmente no *paper* escrito enquanto foi *Scholar* no *Woodrow Wilson International Center* no final de 1984⁶⁶. Neste trabalho seu objetivo é demonstrar, a partir do diagnóstico de inflação inercial, a superioridade da solução de uma reforma monetária com a introdução de uma moeda indexada. Para mostrar a validade da sua tese, depois de convidar o leitor a aceitar idéias novas e criativas, discute uma a uma das propostas existentes de estabilização, e apresenta sua refutação, por meio do qual tenta sempre reforçar o seu argumento a favor da reforma monetária por meio da introdução de uma moeda indexada. Por fim, tece considerações sobre a viabilidade política da estabilização.

Arida começa o seu artigo chamando a atenção de alguns aspectos. De um lado, sublinha o fato de que uma política econômica de estabilização de curto prazo, cujo objetivo é tratar de questões de dívida pública, déficit fiscal, inflação, taxas de juros e câmbio, requer a adoção de uma perspectiva de longo prazo. Afinal, constatava que o modelo de crescimento dos anos 70, substituição de importações liderado pelo Estado, estava esgotado e um novo modelo ainda não havia se consolidado. De outro, como decorrência, alertava que a tarefa não era simples: "Essa dificuldade é para ser interpretada como

⁶⁶ Optamos por não nos concentrarmos no artigo que deu origem à proposta "Larida", a partir da observação de Lara Resende sobre a dificuldade de separação de proposta de política da

sugerindo a necessidade de idéias e soluções criativas, se o novo modelo esta para acontecer. A unissonância mascarada que se difunde muito nas discussões de política no Brasil precisa ser removida.” (1984:2). Segundo Arida, a crise do Brasil nos anos 80 se apresenta como problemas novos. A crise da dívida externa e a inflação alta e crônica requerem o desapego as velhas crenças e exigem novas abordagens, e conseqüentemente, soluções criativas por mais paradoxais do que possam parecer. Seu argumento para justificar medidas pouco convencionais como reformas monetária e da dívida externa, para a política econômica é justificada pela sua crença na irreversibilidade do tempo histórico.

Para construir seu argumento, Arida, enfatiza que a situação brasileira só poderia ser apreendida em sua verdadeira dimensão quando se percebe que a crise interna é decorrência do impacto da crise da dívida externa. Chama de “esquizofrênica” a visão a qual interpreta a obtenção de elevados saldos comerciais em 1984, como significando que o país já superou o problema da dívida. Se tal visão é aceita, a inflação crônica e os déficits fiscais deixam de ser problemas relacionados ao fim dos recursos externos voluntários para financiar a economia, e passam a ser explicados apenas por variáveis internas. Na verdade, ele defende que a oposição ao regime militar, na qual se incluía, entendia a crise como um fenômeno de insolvência da dívida

discussão mais conceitual. BIDERMAN, COZAC e REGO (1996), *op. cit.*, p.310.

externa, o que justifica a proposta de reforma da dívida. O crescimento econômico não podia ser comprometido com pagamento de juros, a democracia estava trazendo à tona uma série de demandas sociais reprimidas durante o período autoritário. O curioso é perceber que a renegociação da dívida externa só ocorrerá quase dez anos depois, em 1993, numa fase preparatória para a implementação do bem sucedido Plano Real. O responsável por ela será Lara Resende.

O diagnóstico da inflação inercial surgiu da constatação de que os casos de inflação crônica e alta não eram explicados pelas teorias de inflação convencionais. O fator explicativo relevante da inflação recaiu nos mecanismos de sua propagação, ou seja, no seu componente autônomo denominado de inércia. As taxas de inflação neste caso têm sua dinâmica em grande parte explicada pelo processo de formação de expectativas, que dada as peculiares institucionais da economia brasileira, depende das regras de indexação existente. Assim, para estabilizar torna-se necessário uma intervenção direta sobre os mecanismos de propagação da inflação.

Arida identifica uma dificuldade conceitual para o desenho do programa de reforma monetária: a confusão no debate brasileiro entre controle da inflação e a distribuição de renda. Seu argumento é lógico. A teoria ensina que para dois objetivos são necessários dois

instrumentos. Logo, sua proposta de reforma monetária é para neutralizar um processo inflacionário inercial. Distribuição de renda se faz com política de renda, ou seja, reforma fiscal. No entanto, muitos não entenderam dessa forma. O Plano Cruzado talvez seja a experiência de fracasso que melhor demonstre que a tentativa de combater à inflação e redistribuir renda, com o mesmo instrumento, torna o plano fadado ao fracasso.

Em seguida, apresenta cada uma das propostas em debate na época. A visão ortodoxa explica a inflação como sendo causada por insistentes déficits fiscais e propõe para combatê-la a austeridade fiscal e monetária. A crítica de Arida aqui está no diagnóstico do processo. Explica que a indexação dos títulos públicos inverte a causalidade entre déficit e inflação. Neste contexto, a inflação pode causar o déficit. No entanto, reconhece que o caso chileno mostrou que a estratégia ortodoxa pode até funcionar, mas apenas em regimes de exceção e com elevados custos econômicos e sociais, impensáveis num período de transição democrática⁶⁷.

Já a proposta de desindexação tem o mérito de reconhecer o caráter inercial do processo inflacionário. Porém, Arida apresenta a desvantagem de não ser neutra em termos distributivos, favorecendo uma maior concentração de renda. Ressalta-se que o mecanismo de

⁶⁷ Para um estudo detalhado das tentativas de estabilização chileno ver: EDWARDS e EDWARDS (1987).

funcionamento da indexação dos salários e dos ativos ocorre de forma muito distinta, principalmente quando se pensa em termos de proteção que a indexação fornece. Além disso, não há impedimento para os agentes indexarem informalmente, só que, mais uma vez, a capacidade de indexação dos agentes é distinto. Chama atenção de outro aspecto, o rendimento da caderneta de poupança é garantido por lei. O fim da indexação transformaria a massa de recursos na poupança em moeda. Assim, verifica-se que a desindexação abrupta teria grandes chances de detonar uma aceleração das taxas de inflação.

Diante do resultado das propostas de desindexação e das lições dos casos históricos de hiperinflação, Arida chega a conclusão que chama de "resultado paradoxal": a melhor forma de desindexar é indexar tudo, da forma mais perfeita possível. É na hiperinflação que se está mais próximo da indexação perfeita, e então uma desindexação sem custo é factível. Assim, a reforma monetária seria a forma de fazer a transição para uma hiperinflação sem passar pelo traumático processo de hiperinflação aberta.

Na proposta de choque heterodoxo reconhece o mérito de eliminar o componente inercial da inflação por meio do congelamento de salários nominais, taxa de câmbio e preços. No entanto, Arida prevê grandes dificuldades na administração do congelamento.

Destaca que o principal obstáculo ao congelamento geral era a ausência de sincronização nos reajustes dos diversos preços e salários. Acredita que só teria chances de ser bem sucedido se fosse implementado com um pacto social forte.

Arida argumenta que reforma monetária, via emissão de uma moeda indexada, é a proposta mais próxima do congelamento, no sentido de eliminar a memória inflacionária. O mecanismo funcionaria com a indexação de todos os contratos pelo mesmo índice de preços e para a mesma unidade de tempo, esta a menor possível. A garantia da neutralidade é dada pela conversão dos contratos pelo valor médio do período anterior. Caso fosse convertido pelo valor de pico do contrato, a inflação explodiria, pois haveria uma incompatibilidade distributiva. Assim, a memória do sistema econômico seria toda sincronizada para um mês, como acontece no final do processo de hiperinflação. Uma vez feito à conversão, a reforma monetária envolveria a emissão de uma nova moeda, unindo duas funções da moeda que se encontram separadas, durante uma fase de transição. Como as pessoas tendem a se livrar da moeda antiga, "a inflação vai para zero pela simples razão que, medida em termos de moeda indexada, os preços dos bens e serviços estão constantes" (Arida, 1984:12) Constata ainda uma vantagem na sua proposta, pois se o governo não oferecer uma moeda indexada, perde-se a oportunidade

de obter receita de senhoriagem, à medida que os agentes privados fugiriam da moeda nacional que deprecia, e utilizariam o dólar, inicialmente como unidade de conta, e no final até para desempenhar a função de meio de troca.

No entanto, a reforma monetária elimina apenas o componente inercial de inflação. Se a inflação estiver se acelerando, ela continuaria crescendo depois da reforma. A principal fonte de inércia advém do fato de que o melhor previsor da inflação corrente ser a inflação passada. No caso brasileiro, a inércia existe por causa da indexação formal e informal em interação com a fixação de salários e contratos financeiros de forma descontínua. Na verdade, Arida sublinha que a inércia advém de várias fontes, mas enfatiza o fato de "não depender da passividade da moeda e não violar o postulado das expectativas racionais." (Arida, 1984:14) Isto posto, as condições ideais para a implementação da reforma são: inflação ser puramente inercial; o déficit operacional ser negligenciável; regras ou arranjos institucionais que impeçam o governo inflacionar depois da reforma.

A posição de Arida com relação ao déficit neste momento ainda é um pouco condescendente. De um lado, acreditava-se que o aumento da demanda de moeda com a monetização, induzida pela queda das taxas de inflação, permitiria o financiamento não inflacionário de um déficit público não muito grande. De outro, é

importante lembrar que os dados referentes às contas fiscais não eram confiáveis. Depois do fracasso do Plano Cruzado, uma das lições seria a relevância do equacionamento da questão fiscal para viabilizar uma estabilização duradoura. A falta de ênfase no aspecto fiscal serviu de alibi para vários autores negarem o diagnóstico de inflação inercial⁶⁸. Sobre esse assunto, declara Arida: "a título de registro histórico, observa-se que em cada plano brasileiro de estabilização, a equipe econômica estava consciente da necessidade de se promover um ajuste fiscal junto com a política de rendas. No entanto, as estratégias diferiram. Durante o Plano Cruzado, o desequilíbrio fiscal não foi abertamente enfatizado, num esforço de manter a credibilidade, o congelamento de preços foi apresentado como um primeiro passo que seria seguido pelos ajustamentos necessários. A equipe econômica esperava que o amplo apoio político dado ao plano seria suficiente para tornar o ajuste fiscal viável. Em contrapartida, o desequilíbrio fiscal foi reconhecido abertamente na implementação do Plano Verão. Os resultados práticos, entretanto, foram similares. O ajuste fiscal do Cruzado foi recusado pelo Presidente, desejoso de segurar as medidas impopulares até as eleições marcadas para dez meses depois do início do plano. O ajuste fiscal do Plano Verão foi bloqueado pelo Congresso por causa da grande desconfiança nas

⁶⁸ BARBOSA, F. H. e SIMONSEN, M. H. (org.) (1989) *Plano Cruzado: Inércia x Inépcia*. Rio de Janeiro, Editora Globo.

propostas administrativas. Em retrospectiva, parece claro que o período Sarney foi de um doloroso processo de aprendizado social. É injusto inferir da pobre performance fiscal que a equipe econômica em desenhar os programas de estabilização no Brasil foi indiferente à restrição orçamentária.”(Arida, 1991: 184)

Os críticos da proposta da reforma monetária com moeda indexada, declaram-se céticos lembrando do caso da hiperinflação na Hungria de 1946. Para vários autores, a deflagração do processo hiperinflacionário ocorreu com a decisão do governo de introduzir uma moeda indexada (*pengo* fiscal). Os depósitos bancários passaram a ser indexados, convivendo com uma moeda manual não indexada, o *pengo*. Para Arida, não há nenhum inconveniente em se conviver com uma moeda indexada depois da reforma. Porém, reconhece que “essa proposta seja talvez até mais audaciosa que a reforma”. (Arida, 1984:16)

No que se refere à futura âncora da moeda, Arida até então não tinha uma posição clara, uma vez que não se poderia prever qual seria a demanda de moeda numa economia estabilizada e consciente da fragilidade externa derivada da crise da dívida externa e constante escassez de divisas. Na verdade, ele chega a chamar de obscuro o significado de âncora num regime monetário fiduciário. Também não acredita que a mera fixação da taxa de câmbio garantiria o controle

da emissão de moeda por parte do governo. Para contornar o problema da ancoragem, ele acaba sugerindo a manutenção da moeda indexada depois da reforma. Uma solução aventada foi ainda impor um teto legal para a expansão da nova moeda, para os diferentes conceitos de agregados monetários, inclusive os depósitos da Resolução 432⁶⁹. Isto é, a âncora monetária e um regime de câmbio flutuante. A idéia era não deixar os contratos indexados. A reforma era justamente para a transição de uma situação de inflação alta para o de inflação baixa. À época defendia uma taxa de juros real baixa pós reforma monetária para viabilizar a volta do crescimento econômico. No entanto, a explosão do consumo após as tentativas de estabilização o levou a reconsiderar o papel da taxa de juros reais. Este será um dos aspectos centrais tratados na sua tese de doutorado.

Depois de apresentar e defender a reforma monetária, Arida se preocupa com sua viabilidade política. Ou seja, era importante garantir a neutralidade distributiva mantendo a participação dos agentes na renda no nível pré reforma e garantir que um novo choque distributivo não se manifestasse. Se coloca então a pergunta sobre a

⁶⁹ A Resolução 432 era um mecanismo que permitia às empresas privadas com passivos em dólares antecipar o pagamento da dívida junto ao Banco Central, depositando o equivalente a esses débitos em moeda nacional, convertidos pela taxa de câmbio do dia.

necessidade, ou não, de um pacto social⁷⁰ para viabilizar a reforma monetária. A negociação através de um acordo possibilitaria uma acomodação das demandas de diversos grupos pela participação na renda nacional compatível com o tamanho dela. Ainda dentro da discussão de pacto social, estabelecia uma diferenciação entre a necessidade de negociar pacto suave ou pacto forte. O primeiro se refere às medidas de políticas que provocam perdas temporárias a determinados grupos, mas há possibilidade de incluir cláusulas compensatórias. O pacto forte, por sua vez, torna-se necessário quando as perdas são permanentes ou contingentes aos desdobramentos do processo econômico. Neste caso, "não há garantia que os perdedores seriam compensados." (Arida, 1984:19)

Quanto à reforma monetária com moeda indexada, Arida justifica a necessidade de um pacto social quase suave, por causa da presença de indexação dos contratos (salários, aluguéis, bens e serviços administrados pelo governo), que na reforma monetária precisariam ser repactuados e convertidos pela média. O que parece perda no curto prazo, representará um ganho, principalmente quando se fala dos salários que sempre apresentam uma indexação com períodos de reajustes mais longos. Caso fossem corrigidos pelo pico, haveria um choque distributivo, decorrente da tentativa dos diversos

⁷⁰ Para Arida o conceito de pacto social será relevante se a implementação de políticas econômicas bem sucedidas depende da aceitação (ou não) de certos grupos da sociedade das

grupos de obterem uma participação na renda superior a um. Mas isso não significa que ninguém perde permanentemente. Um dos grandes perdedores lembrados, que daria uma característica de pacto forte para a reforma, seriam os bancos comerciais. Estes deixariam de ganhar a receita de *floating*.

Arida destaca também no *paper* as áreas que considera ainda desconhecidas, e portanto, demandantes de estudos mais aprofundados. São elas: o molde do novo *mix* entre público e privado, o escopo da política de rendas e o padrão ótimo para a taxa de câmbio ao longo do tempo.

Uma série de fatores, entre os quais a heterogeneidade da equipe econômica e falta de coesão política, levaram à implementação do Plano Cruzado em 1986. Como notou Sola (1988), uma das características do experimento do Cruzado foi a crescente perda de consistência macroeconômica da solução implementada em relação à prescrição de seus principais formuladores. Segundo ela, "isso pôde ser observado desde seu lançamento, em fevereiro de 1986, mas em escala crescente, a partir de junho, quando se introduziu um novo pacote de medidas "corretivas", o Cruzadinho. Um processo que, por sua vez culminou em uma completa descaracterização do Plano inicial – observável nas medidas de novembro daquele ano – o Cruzado II." (Sola, 1988:27) Isso significou que no debate ganhou o choque

perdas impostas pelas medidas adotadas.(Arida, 1984:18)

heterodoxo que combinou um congelamento de preços e salários muito prolongado, abono, gatilho salarial, seguro desemprego, que não constavam nos estudos preliminares, com políticas monetária e fiscal acomodatórias. O resultado que nos interessa destacar foi de que um dos pressupostos básicos da reforma, a neutralidade distributiva, havia sido descartada. Arida tinha 33 anos, e sobre o episódio declarou "padecíamos, da falta de uma visão plena do processo de estabilização" e ainda acredito que "a solução Larida estava fora do horizonte intelectual da época, parecia mágica". (Biderman, Cozac e Rego, 1996:324, 335)

Diferente do *paper* de 1984 que trata de vários aspectos, alguns de forma superficial, relacionado à estabilização monetária, na tese de doutorado, Arida se propõe a se concentrar em poucos pontos, mas olha atentamente para as tentativas fracassadas. É claramente um trabalho mais conceitual e menos propositivo como o anterior.

A tese discute, primeiro, um modelo de indexação financeira, quando Arida faz uma série de hipóteses para testar a consistência de um programa de estabilização. O paradigma conceitual de neutralidade, explícito na proposta "Larida" precisava ser revisto. Segundo Arida, "depois da experiência do Plano Cruzado, da forte expansão de demanda que se seguiu imediatamente ao lançamento do Plano, cheguei à conclusão de que algo precisaria ser

revisto.”(Biderman, Cozac e Rego, 1996:336) Verifica-se que a rápida redução das taxas de inflação quando da implementação do programa de estabilização heterodoxo provoca uma mudança de portfólio dos agentes econômicos acarretando uma elevação na demanda agregada. A grande elevação na demanda agregada após várias tentativas de estabilização se apresentava como uma incógnita. Na verdade, a incerteza com relação às taxas de inflação faz os agentes manterem uma quantidade de títulos indexados superior a sua demanda na estabilidade. Ou seja, quanto maiores as taxas de inflação, maior a demanda por títulos indexados. Para Arida seria esta a razão, o efeito absorção, para nunca se chegar à hiperinflação aberta. As conseqüências para o desenho do programa de estabilização, por exemplo, é a violação do princípio da neutralidade defendido anteriormente, mesmo supondo a inflação totalmente inercial. Como esclareceu em entrevista; “o equilíbrio real pós-reforma monetária tenderia ser diferente do equilíbrio pré-reforma [...] a taxa real de juros necessária para assegurar estabilidade de preços tem que ser maior após a reforma que antes, e tão mais alta quanto mais endógena for a indexação dos contratos, e isso independentemente do déficit público.”(Biderman, Cozac e Rego, 1996:336) Na verdade, ele identifica que há um problema de liquidez excessiva da dívida. Assim, a estabilização bem sucedida exige

compensações para todos os efeitos da inflação alta sobre a demanda de ativos e poupança. O resultado do modelo discutido mostra que programas heterodoxos são expansionistas e violam a restrição externa se não acompanhados por uma redução no estoque de dívida doméstica. Neste aspecto, o apoio externo é fundamental, e vai além “da função tradicional de prover reservas internacionais para lastrear a moeda doméstica.” (Arida, 1992:124) A política de rendas é expansionista, mas se for canalizada poupança externa para o setor privado, equaciona-se a questão da conta corrente do balanço de pagamentos e há possibilidade de redução de dívida doméstica. É dentro dessa lógica que talvez se possa entender a rapidez com que foi conduzido o processo de privatização.

Esta preocupação com a dívida doméstica não aparece nas entrevistas. É um debate nas entrelinhas, afinal falar em consolidação de dívida sempre foi uma heresia. Ou melhor, a palavra de uma autoridade da área econômica gera fatos econômicos. Mas há alguns indícios de que esse tema foi debatido entre os membros da equipe econômica. Bacha, num evento comemorativo do segundo aniversário do Real, declarou que as características do sistema monetário brasileiro “levou vários autores a acreditar que o Brasil teria de lidar com o problema de ‘liquidez excessiva’ [...] Este raciocínio levou a conclusão inevitável de que a supressão da liquidez dos fundos de

curto prazo era um ingrediente necessário ao sucesso de um programa de estabilização. [...] O Plano Real optou por uma linha diferente de ataque ao problema [...] construir um consenso nacional em torno da necessidade de zerar o déficit operacional do orçamento como pré-condição para a estabilização.[...] Por fim, verificou-se que o problema de 'liquidez excessiva' não existe." Entretanto, mais a frente faz mais uma observação: "Não há dúvida, porém, de que a estratégia adotada no sentido de permitir a conversão voluntária da dívida interna a taxas de juros de mercado foi muito mais onerosa em termos orçamentários do que a alternativa de forçar um alongamento compulsório do prazo da dívida a taxas de juros fixas" (Bacha, 1995: 17,18 e 19). Franco também fez algumas referências quanto à preocupação em relação à dívida doméstica de alguns membros da equipe, como salientaremos no próximo capítulo.

No segundo ensaio da tese, Arida faz um estudo analítico da reforma monetária do Plano Collor I. Seu interesse é no funcionamento do sistema bimonetário vigente nos primeiros meses do plano, e pensar em possíveis alternativas, como tributação penalizando títulos de curto prazo. Reconhece que a comparação era complexa, mas foi um exercício importante. Lembra ainda que as percepções de liquidez excessivas da dívida moldaram diversas tentativas de estabilização anteriores. Esse estudo lhe permitiu

“aguçar a intuição” no entendimento dos depósitos compulsórios como instrumento de política monetária. Segundo declarou: “cheguei à conclusão de que, apesar das ineficiências alocativas, seria preferível praticar a política monetária restritiva que a estabilização requer através de um *blend* de taxas de juros e depósitos compulsórios a utilizar a forma pura, ou seja, colocando todo o peso na taxa de juros”. Assim, a compreensão do funcionamento do bloqueio dos ativos durante o Plano Collor foi fundamental. “A engenhosidade da solução do Ibrahim Eris era evidente, mesmo sendo o bloqueio de ativos uma resposta equivocada à questão de como estabilizar. André e eu trabalhamos um tempo na conciliação analítica dos estoques de *outside* e *inside money* feita pelo Ibrahim, e este exercício me ajudou muito quando da implementação da política monetária restritiva do Plano Real, sem a qual, diga-se de passagem, o plano teria naufragado.”(Biderman, Cozac e Rego, 1996:336) Foi também daí que surgiu a idéia de utilizar uma moeda virtual, e tirar a complexidade de permitir duas moedas circulando simultaneamente.

O terceiro ensaio da tese procura avaliar qual é o mecanismo de indexação salarial mais apropriado à estabilização. Discute basicamente os mecanismos de periodicidade fixa e gatilho. Arida constata que os *policy markers* em geral no Brasil resistem a propostas de gatilho salarial por razões de ordem prática, pois uma

vez definido um limite conveniente, haveria problemas apenas na ocorrência de choques do lado real. Chama a atenção que o “problema de política é à avaliação *ex-ante* da provável fonte de distúrbio que ocorrerá depois de implementado a estabilização.” (Arida, 1992:214)

Apesar do Plano Real retomar uma noção teórica anterior, Arida esclarece que entre o Plano Cruzado e o Plano Collor II, a dinâmica da inflação havia se alterado e não era mais caracterizada pela inercialidade. “Daí o equívoco dos vários congelamentos subsequentes ao Cruzado, de tentar corrigir e melhorar um modelo que se referia a uma realidade que não existia mais.” (Biderman, Cozac e Rego, 1996:339). Essa dinâmica só foi rompida na gestão convencional de política econômica praticada por Marcílio Marques Moreira. Para Arida, “após tantas tentativas de congelar preços e ativos financeiros, houve uma reação de horror à heterodoxia.” (Arida, 1999:112) Mas a partir daí, a inflação voltou a apresentar um forte caráter inercial e uma solução de desindexação por meio da introdução de uma moeda indexada voltou a ser importante.

Sobre os debates da equipe em torno de qual era o modelo mais apropriado para a estabilização monetária brasileira, Arida revela que Lara Resende gostava da solução de *currency board* como o adotado

na Argentina⁷¹. Franco “determinado como sempre, foi na direção oposta.” E ele, afirma: “teorias à parte, no nosso caso a opção era inevitável e ditada pela realidade: nosso quadro institucional e a nossa história de indexação teriam tornado a alternativa do padrão ouro um equívoco. O que não impede que se tente replicar algumas de suas características de estabilidade automática, um ponto ao qual o Francisco Lopes sempre esteve atento.” (Biderman, Cozac e Rego, 1996:337). O Plano Real teve como base conceitual à proposta “Larida” que no seu esboço propunha que o plano fosse pré-anunciado, um período de transição com a introdução de nova moeda, conversão de contratos via mercado, e a reforma monetária seria o mecanismo para desindexar. Segundo Arida, as diferenças básicas foram duas: a nova moeda acabou sendo apenas virtual e a adoção da âncora cambial, que foi viabilizada pelo momento favorável no mercado internacional de capitais. Com relação à primeira diferença, há praticamente um consenso sobre o seu aspecto inovador e bem sucedido. No entanto, o estabelecimento das políticas cambial e monetária foi alvo de crescente polêmica.

Mas antes de entrarmos no embate sobre as divergências dentro da equipe, é importante ressaltar alguns aspectos do jogo político envolvido nos processos de estabilização. Essa preocupação se

⁷¹ LARA RESENDE, A. (1992) “Conselho da Moeda: um órgão emissor independente”. *Revista de Economia Política*, 12 (4), out-dez.

encontra não só em Arida, mas também nos demais membros da equipe como destacaremos no próximo capítulo. Segundo declarou em entrevista "se não houver na partida um time econômico com idéias homogêneas, uma liderança política clara e uma certa maturidade no mundo político e na sociedade sobre o que é necessário fazer, não adianta tentar. É ilusório imaginar que estas pré-condições sejam dispensáveis ou decorram naturalmente da dinâmica do processo de estabilização". (Biderman, Cozac e Rego, 1996:324). A experiência do Plano Cruzado demonstra que houve muito mais sucesso no início do que o esperado. Assim, as medidas corretivas previstas pelos seus propositores não foram tomadas ou quando o foram, em magnitude muito inferior às distorções percebidas.

2.4 O Debate do Câmbio

O sucesso do Plano Real é inegável em combater à inflação. Inicialmente, o mecanismo de conversão possibilitado pela criação da moeda virtual, a Unidade Real de Valor (URV) desempenhou um papel fundamental para coordenar as expectativas e desindexar a economia. O passo seguinte foi garantir a estabilidade, por um período suficiente para serem promovidas as outras reformas necessárias a sua consolidação. A inflação quando se torna alta e crônica, como

experimentou o Brasil e vários os países da América Latina, exige que vários aspectos sejam atacados simultaneamente. O caso da questão fiscal é bastante ilustrativo, à medida que resolvê-la significa promover reformas que solucionem a crise fiscal que em última instância se referem à decisão sobre o tamanho ideal do Estado. Portanto, são questões dificilmente equacionadas no curto prazo. A criação do Fundo Social de Emergência (FSE), como pré-condição, e sua renovação nos últimos anos, são medidas que garantem o equilíbrio orçamentário de forma bastante precária. Afinal, a reforma fiscal não aconteceu e houve clara deterioração dos indicadores fiscais. Em parte a piora se deve a elevação da conta de juros. Assim, o sucesso têm sido garantido basicamente pelo manejo dos instrumentos de políticas monetária e cambial, em sintonia com a ampliação da abertura dos mercados de bens e financeiros e do processo de privatização. Para Arida, a estabilização se consolida quando além da inflação baixa, a moeda se torna livremente conversível.

Na verdade a condução da política cambial foi objeto de controvérsia desde praticamente o seu início. Gustavo Franco, como diretor de Assuntos Internacionais e depois Presidente do Banco Central, a assumiu e a defendeu publicamente como veremos no próximo capítulo. É interessante observar que Arida não se manifesta

sobre esse tema na entrevista concedida a Biderman et alli realizada no final de 1995, quando não era mais Presidente do Banco Central. Arida aceita dar uma entrevista um ano e meio depois de deixar o governo, com a condição de não discutir política cambial⁷². Em janeiro de 1999, o mercado forçou por meio de um ataque especulativo a desvalorização descontrolada da taxa de câmbio. Logo depois do episódio, Arida em artigo declarou: "deixei a presidência do Banco Central há três anos e meio. Já era notório naquele momento, que discordava da política cambial em curso. A natureza de minhas críticas, no entanto, nunca veio a público. Evitei falar de câmbio nas raras entrevistas que me permiti conceder. Não quis que meu ceticismo alimentasse nenhuma forma de desconfiança diante do plano que ajudei a criar." (Arida, 1999a)

A forma de atuação do Banco Central no mercado de câmbio quando da reforma monetária, em 1º de julho de 1994, surpreendeu os agentes econômicos. Num primeiro momento, a taxa de câmbio flutuou livremente, uma vez que o Banco Central se ausentou do mercado, diferenciando sua atuação das outras experiências de estabilização latino americano que adotaram o câmbio fixo na partida do programa. Esse fato, combinado com taxas de juros elevadas, defendidas por Arida como necessárias para enfrentar o forte

⁷² Entrevista concedida à Suely Calda e Sonia Racy do jornal O Estado de São Paulo, 02 de novembro de 1996.

aumento da demanda agregada causada pela queda abrupta da taxa de inflação, provocou a apreciação nominal da taxa de câmbio. Sem dúvida, essa combinação de efeitos foi benéfica para remover a memória inflacionária do sistema econômico, e portanto, facilitar a desindexação da economia. O que cabe perguntar é se depois o custo da sua correção não seria alto demais.

Para Simonsen (1998), a não intervenção do Banco Central no mercado de câmbio, que significou a valorização nominal do Real, criou inicialmente um problema de *overshooting*, ou seja, a queda foi muito maior que o equilíbrio de longo prazo. Isto se deve ao fato do ajuste se promover primeiro na conta de capital do balanço de pagamento, uma vez que a balança comercial não reage rapidamente a alterações de preços. Simonsen lembra ainda que essa foi à estratégia adotada pelo governo americano para combater à inflação em 1981, cujo resultado foi uma brutal variação nas taxas de câmbio, sem que houvesse melhoria de bem estar de qualquer uma das economias. Uma combinação de política monetária apertada com política fiscal expansionista que produziu uma forte elevação da taxa de juros, e conseqüentemente, valorização do dólar frente ao marco e o iene devido a forte atração de capital. Política essa que foi posteriormente revertida, e o dólar desvalorizou-se frente às outras moedas.

Mas Pastore e Pinotti (1999) explicitam a lógica por trás do regime cambial inicialmente escolhido: “a ausência de uma reforma fiscal reforçava a opção pelo câmbio flutuante. A queda da inflação geraria elevação da demanda de moeda, que teria de ser atendida pela expansão da base monetária e, dependendo do regime cambial, poderia gerar uma redução do estoque da dívida pública.” (1999:24)

Num regime de taxa de câmbio fixo, tipo *currency board*, a elevação da base monetária levaria ao acúmulo de reservas. Já no regime de câmbio flutuante as reservas internacionais não se alterariam e o crescimento da base ocorreria pela recompra de títulos da dívida pública, permitindo redução do estoque de dívida. É bom lembrar que o Brasil vinha acumulando reservas internacionais desde 1992, o que lhe garantia algum fôlego para responder a movimentos especulativos no início da reforma monetária. Entretanto, as inovações financeiras durante um longo período inflacionário promoveram uma tal mudança nos hábitos dos agentes econômicos, que estes mesmo com estabilidade de preços não retomaram a demanda de moeda no montante suficiente para produzir um grande efeito sobre a redução no estoque da dívida pelo mecanismo descrito acima.

Destaca-se também que a forte apreciação cambial sem dúvida ajudou na queda das taxas de inflação, o que elevava a credibilidade do plano. Imaginou-se que pequenos déficits no setor externo

poderiam ser financiados com a entrada de capitais externos. No entanto, o equilíbrio externo acabou sendo ameaçado. Os efeitos da apreciação cambial, da aceleração da abertura comercial iniciada em 1990 e da explosão consumo reverteram o saldo positivo da balança comercial, e os déficits de transações correntes tornaram-se crescentemente desequilibrados. Estes para serem financiados dependiam da entrada crescente de capitais estrangeiros, que haviam retornado desde 1991 aos países emergentes⁷³.

Em setembro de 1994, o Banco Central voltou a atuar no mercado de câmbio estabelecendo um regime de banda informal⁷⁴. Ao longo do segundo semestre de 1994, várias medidas foram tomadas, de um lado para estimular a demanda de dólares, e de outro, as autoridades monetárias aumentaram ainda mais as taxas de juros para frear o consumo crescente.

Vários economistas de diferentes matizes teóricas⁷⁵ condenaram a sobrevalorização inicial do câmbio, e depois, sua lenta correção. Até mesmo o Presidente Fernando Henrique declarou, no segundo aniversário do Real, que se não tivesse ocorrido à crise cambial mexicana em dezembro de 1994, o Banco Central teria promovido uma correção controlada na taxa de câmbio naquele momento.

⁷³ CALVO, G., LEIDERMAN, E. e REINHART, C. (1993) "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", *IMF Staff Paper*, vol. 40, n.1, março.

⁷⁴ Informalmente foi indicado um piso de R\$ 0,82 por dólar e um teto de R\$ 0,86 por dólar.

⁷⁵ Para citar panas alguns: Pastore, Nakano, Serra, Simonsen, Belluzzo, Delfim, Batista Jr, etc.

Porém, a política cambial foi alterada de forma bastante tumultuada em março de 1995, quando se estabeleceu o regime formal de bandas estreitas. Mesmo assim, o ambiente externo voltou a estar conturbado. Em julho de 1997 iniciou-se a crise nos países do Leste Asiática, com a Tailândia à frente. No segundo semestre de 1998 seria a vez da Rússia. O Brasil reagiu a ambas promovendo uma forte elevação nas taxas de juros internas, entre uma crise e outra as taxas de juros declinavam, ou seja, seu ritmo era ditado pelo risco de colapso do regime cambial.

Na verdade, havia dois caminhos possíveis, e alvo de discussão da equipe, para a transição em direção ao regime de câmbio flexível: adotar as bandas largas ou as bandas estreitas. A não adoção da primeira, parece que foi o motivo para Arida deixar o governo; a segunda significou a vitória de Gustavo Franco.

Arida descreve a política de valorização cambial junto a taxas de juros elevados, durante segundo semestre de 1994, como corajosa e adequada. Suas divergências se concentram na trajetória posterior a março de 1995. Defendia a banda larga para aquele momento, para posterior adoção do câmbio flutuante caminho que acabaria por levar as taxas de juros convergirem com as taxas internacionais. Segundo ele, as hipóteses que sustentavam a trajetória da taxa de câmbio eram frágeis, de um lado, por que as reformas envolvem um

complexo de medidas dificilmente exeqüíveis no curto prazo. De outro lado, dependia da disponibilidade de recursos externos para financiar os déficits de transações correntes. No entanto, a história revela que essa disponibilidade é cíclica, e portanto, não duraria infinitamente. Afinal, "sempre há um choque externo forte o suficiente para levar ao abandono da taxa de câmbio fixa quando ela esta desalinhada com as demais variáveis macroeconômicas." (Arida, 1999b)

Uma vez constatado um desequilíbrio externo, Arida reconhece duas possibilidades de trazer novamente a balança comercial para o equilíbrio: "um é o câmbio e o outro é controle de demanda agregada, via política monetária e fiscal.[..] A experiência de 95 é eloqüente. A política monetária restritiva foi capaz de inverter o sinal negativo da balança comercial, desaquecer a economia e iniciar; um processo de desvalorização paulatina do Real." (Caldas e Racy, 1996:1) Assim, dado que há restrições para utilizar os instrumentos fiscais e cambial, os desequilíbrios, e conseqüentemente a estabilização monetária, se sustentou com a política monetária que passou a ser conduzida pelos fluxos de entradas de capitais.

Em março de 1995, quando se alterou de forma atabalhoada o regime cambial, o Banco Central conseguiu controlar a crise cambial. As iniciativas adotadas foram: elevação das taxas de juros, e portanto

do cupom cambial⁷⁶; e medidas de estímulo à entrada de recursos externos. O resultado verificado foi aumento do aperto de crédito com crescimento da inadimplência dos empréstimos, início de uma crise bancária que levou a criação de um programa de reestruturação do sistema financeiro (PROER), queda do nível de atividade econômica e elevação no custo da dívida pública.⁷⁷

No entanto, Arida não parte da hipótese de que o modelo está dado, e esse é o custo de não ter promovido a reforma fiscal. Suas manifestações foram em geral no sentido de que era necessário abrir as discussões sobre o “quão aquecida estava a economia ou o quão permanente era a deterioração da balança comercial”. (Caldas e Racy, 1996:1) Segundo ele, a principal confusão advém do que se entende por adequação nos ‘fundamentos’, apresentado como conceito sujeito as mais diversas interpretações. Seu equacionamento à medida que significa repensar e reformular o Estado, transcende a agenda do Banco Central ou do Ministério da Fazenda, e se confunde com a agenda do governo como todo. Daí ser fundamental a “condução do programa por um grupo coeso no plano das idéias e contando com respaldo do Presidente.” (Arida, 1999a: 114)

Para Arida, como a escolha da âncora nominal acontece na partida do programa, e as reformas ocorreram ao longo do processo,

⁷⁶ O cupom cambial é a taxa de juros deflacionada pela taxa de variação cambial.

⁷⁷ PASTORE e PINOTTI (1999), *op. cit.*, p. 32.

ele identifica dois tipos de erros que precisam ser evitados pelo *policy maker*. O primeiro “decorre do pessimismo exagerado quanto ao ritmo e extensão das reformas. Temeroso da falta de apoio político à agenda da estabilização ou ignorante do papel da âncora nominal, o Banco Central tende a acomodar pressões dos grupos de interesse (exportadores, etc) para evitar o risco da sobrevalorização cambial. A credibilidade do programa desaparece porque os mercados percebem que nem o Banco Central nele acredita. [...] O programa falha por falta de ousadia.” O outro erro que pode ocorrer se deve ao excesso de otimismo em relação às reformas. “A firmeza do Banco Central em manter âncora nominal a qualquer custo (isto é, a taxas altas de juros) tranqüiliza os mercados, e aumenta o prestígio do Banco Central, reforçando a (errônea) percepção de que se está no caminho correto. A convergência dos *non-tradables* à “*core inflation*” ditada pela trajetória do câmbio nominal e pelas altas taxas de juros gera índices mínimos de inflação, reforçando ainda mais o sentimento complacente dos circuitos políticos de decisão. [...] O resultado é a inexorável e fatal crise cambial.” Como estes erros podem ser evitados? Para Arida, política econômica é uma arte que “exige intuição sobre a trajetória futura das reformas e dos mercados internacionais de capitais que, como toda intuição desta natureza, só

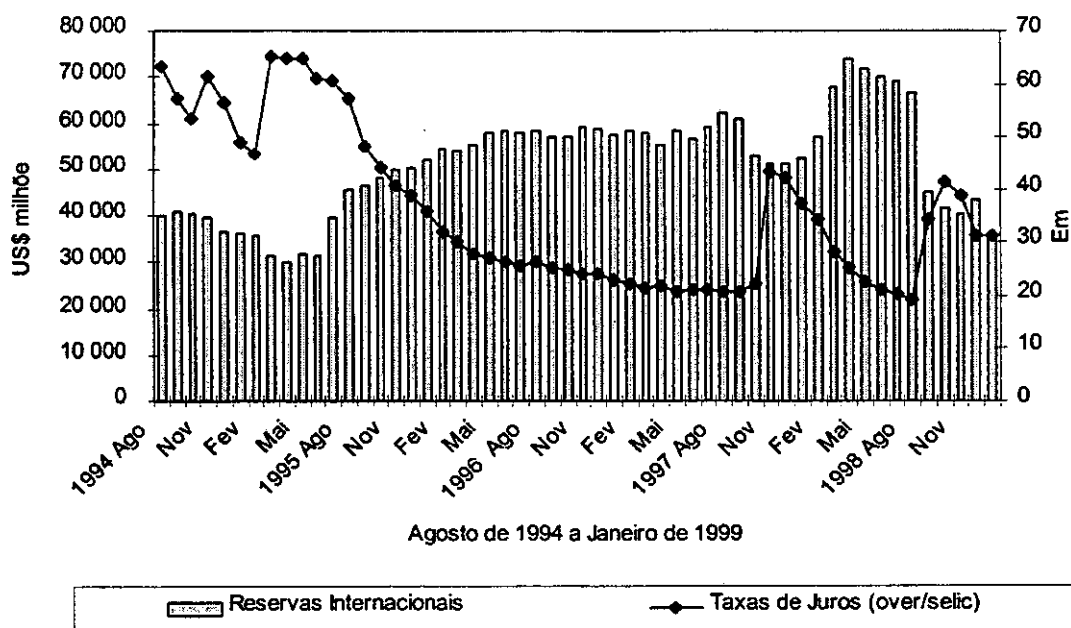
pode apoiar-se na maturidade de julgamento e experiência.” (Arida, 1999a:114-15)

Na verdade, Arida acredita que a moeda só é neutra no longo prazo. No curto prazo, o déficit público não é decisivo para determinar a trajetória das taxas de inflação. “No curto prazo têm eficácia o poder de estabilização do Banco Central, desde que atue com determinação e independência operacional”. (Arida, 1996) Perceber essa distinção é o que denomina de experiência e maturidade. Ele está sugerindo que não se deve subestimar a capacidade da autoridade monetária com liberdade operacional de dar sobrevida à estabilização. Apenas que a trajetória escolhida significou adotar uma política monetária restritiva com altas de juros, que por sua vez agravava as contas fiscais e a fragilidade externa.

Novamente faz referência à necessidade de abandonarmos velhas crenças, como o temor dos efeitos inflacionários de uma política que desvalorize mais rapidamente a taxa de câmbio nominal. Reconhece que a saída de um regime de taxas administradas em direção ao regime de taxas de câmbio flutuante pode ser difícil, e produzir taxas de inflação um pouco mais alta do que a verificada no período. Mas a inflação não seria muito mais alta, uma vez que a economia já estava desindexada e a política monetária ativa. A questão é quanto mais se posterga a transição, maior a

vulnerabilidade externa e maior o seu custo. Se o país está acumulando passivo externo crescente devido ao estímulo dado pelo regime de câmbio quase fixo, maior a necessidade de remessas de juros, lucros e dividendos no futuro, o que pode comprometer as taxas de crescimento nas próximas décadas. Arida já havia nos alertado que não se pode esquecer que a noção de tempo relevante é o histórico.

Evolução das Reservas Internacionais e das Taxas de Juros Internas Anualizadas



Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números

Para Arida, a adoção do regime de bandas estreitas como a praticada no Brasil de março de 1995 até janeiro de 1999, implica conduzir a política monetária basicamente conforme o fluxo de

reservas internacionais, conforme pode-se perceber do gráfico acima. Sua justificativa parte da evidência dada pelo comportamento das taxas de juros no período. Foram em média taxas reais de juros altas não devido a pressões inflacionárias ou excesso de demanda na economia, mas sim porque o risco cambial era crescente. Já quando o regime cambial é flutuante, a política monetária se guia pelo controle da taxa de inflação e das variações do produto e do emprego. Assim, o mercado de câmbio deixa de ser o fator decisivo, e retoma-se a possibilidade de praticar políticas discricionárias para lidar com os desequilíbrios e choques inexoráveis.⁷⁸

Então vejamos como funciona o regime cambial de bandas estreitas, e porque a introdução de bandas mais ampla poderia aumentar a flexibilidade na condução da política monetária e possivelmente, implicando na redução mais rápida do diferencial de taxas de juros interna e externa.

No sistema de bandas estreitas, na verdade, oferece-se garantia a quem quer aplicar no país mesmo, no curtíssimo prazo, uma vez que o Banco Central praticamente elimina as oscilações na taxa de câmbio e esta garantindo uma taxa quase fixa aos estrangeiros. No caso de bandas largas, há uma expectativa de desvalorização da taxa de câmbio, um risco, que depende do tamanho da banda. Assim, é provável que a entrada de recursos externos, principalmente, de curto

⁷⁸ ARIDA (1999c), *op. cit.*, p. 8.

prazo, seja bem menor. Mas se entra menos, também a possibilidade de saída é reduzida e não precisaria praticar taxas de juros tão elevadas que o levam para uma armadilha. Ou seja, taxas de juros elevadas atraem à entrada de capitais externos. Como foi praticamente eliminada a volatilidade da taxa de câmbio, o Banco Central aumenta suas reservas, e para não haver expansão da base monetária, vende títulos públicos, aumentando sua dívida e reforçando o aumento da taxa de juros, que novamente atraía capitais estrangeiros e um novo ciclo vicioso se seguirá. Percebe-se então que a política monetária contracionista induz uma expansão fiscal via aumento do endividamento externo que pode se tornar insustentável.

Para ilustrar melhor como a trajetória dos taxa de juros responde à variações na reservas, num regime de câmbio com bandas estreitas, vejamos a equação de arbitragem⁷⁹:

$$i = (i^* + \sigma) + \tau + \kappa \quad \text{onde:}$$

i - taxa de juros doméstica, i^* - taxa de juros externa, σ - risco Brasil (mede o risco de não cumprimento das obrigações externas), τ - taxa de câmbio no mercado futuro (mede o risco de desvalorização da taxa de câmbio), κ - medidas dos efeitos dos controles de capitais.

⁷⁹ PASTORE e PINOTTI (1999), *op. cit.*, p. 32.

Supomos que i^* e κ são constantes, percebe-se claramente que a taxa de juros interna varia diretamente com as alterações no risco Brasil ou no risco de câmbio. Assim, quando cresce a credibilidade do programa de estabilização se reduz o risco Brasil e como o Banco Central pratica intervenções no mercado de câmbio de forma a reduzir a volatilidade do câmbio declina o risco de câmbio, uma vez que os prêmios no mercado futuro se reduzem ou tornam-se estáveis. Este movimento atrai capitais que ajudam a fechar o balanço de pagamentos. Nesse sentido, no momento de um ataque especulativo com fuga de capitais, o Banco Central responde prontamente elevando as taxas de juros, por causa da elevação dos riscos Brasil e de câmbio. Uma vez altos juros o suficiente para cobrir os riscos envolvidos, o capital externo, principalmente de curto prazo retorna e recompõem-se as reservas internacionais.

Como destacam Calvo e Végh (1999), os programas de estabilização com ancoragem cambial em geral acabam com crise de balanço de pagamentos. Verifica-se que a dinâmica destes desencadeiam um boom no consumo, apreciação da taxa de câmbio e déficit na conta corrente do balanço de pagamentos, fatores que levam ao questionamento quanto a sustentabilidade do programa. O desequilíbrio fiscal reforça ainda mais a sensação de falta de sustentabilidade. Uma vez colocado em questão a sobrevivência do

programa, fatores financeiros, tais como grande dívidas de curto prazo, freqüentemente agravam a situação e talvez induzam uma crise auto realizável. Ainda é uma questão em debate se a crise do balanço de pagamentos se deve em última instância a piora dos fundamentos ou é uma crise auto realizável. Mas mesmo neste último caso, ele só se justifica com o aumento da vulnerabilidade externa do país.

Em suma, sobre o papel do *policy maker* na condução da política monetária, percebemos o que pensa Arida na apresentação do livro de Blinder (1999). Lá ele afirma: exige-se um saber especializado, porém, não permite a aplicação mecânica de teorias. Os modelos devem ser utilizados como guia, mas "uma dose de ceticismo, flexibilidade de pensamento e humildade diante das limitações do conhecimento são necessárias. O que não se justifica é prescindir de modelos em favor de palpites e opiniões subjetivas."(Arida, 1999c:10) Ele destaca como exemplo de maturidade frente a um conhecimento que é imperfeito, a recomendação de Blinder ao sugerir que deve-se fazer menos que os modelos receitam e acompanhar com muito cuidados as reações produzidas antes de decidir novamente.

Capítulo 3 – “Vendendo Prosperidade”: Gustavo Franco

Gustavo Henrique Barroso Franco nasceu no Rio de Janeiro em 1956. Fez a graduação e concluiu o mestrado em Economia na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC do Rio) em 1982. Em seguida foi para o doutorado em Harvard, voltando em 1986 para a docência na universidade Católica. O título de doutor foi obtido com uma tese sobre as hiperinflações européias dos anos 20. Seus trabalhos de mestrado e doutorado receberam os prêmios BNDES e Haralambos Simeonidis, respectivamente. Diferentemente de alguns colegas docentes da PUC, influenciados pelo estruturalismo, se considera um 'autêntico profissional do *mainstream*'.

Desde a dissertação de mestrado, manifestou interesse por temas relacionados à política econômica, reforma monetária, instabilidade financeira e processos inflacionários. No início dos anos 90, desenvolve trabalhos, em co-autoria com Winston Fritsch, na área de política comercial e política industrial. A pesquisa histórica é um traço marcante dos seus primeiros trabalhos acadêmicos, sendo o grande aliado para tratar analiticamente as questões macroeconômicas. Sua dissertação, seu primeiro trabalho de maior fôlego, *Reforma Monetária e Instabilidade na Transição Republicana* é uma detalhada reflexão sobre um curto período da tumultuada

história monetária brasileira no final do século passado, para se ter uma idéia do nível de detalhamento usa um capítulo inteiro somente tratando de uma reunião ministerial.

Franco, saiu da universidade em maio de 1993 para ocupar o cargo de Secretário Adjunto de Política Econômica do Ministério da Fazenda, quando Fernando Henrique Cardoso assumiu a pasta, (o quarto Ministro da Fazenda em oito meses de governo de Itamar Franco). Fez parte da equipe básica que trabalhou na implementação do Plano Real. Posteriormente, Pedro Malan o levou para a Diretoria de Assuntos Internacionais do Banco Central, em setembro de 1993, permanecendo neste cargo nas gestões de Pêrsio Arida e Gustavo Loyola. Assumiu a Presidência do Banco Central em agosto de 1997, e deixou-a em janeiro de 1999, quando o regime cambial foi alterado.

É como o grande defensor da valorização cambial, que Franco entrou definitivamente para o debate. Ele implementou a política que levou a taxa de câmbio apreciar-se e a defendeu, (e ainda a defende) de uma forma "leonina". Sobre as decisões de política econômica alega de que todas foram tomadas em equipe, mesmo assim, ganhou a fama de ideólogo do governo. Na verdade, ele tem inteligência e talento para polemizar. Muitos o acham vaidoso e arrogante, outros o admiram, como Malan (1999:9) ao afirmar: "Gustavo Franco pensa grande, escreve como poucos e utiliza com reconhecida competência

a retórica, no sentido original dos gregos, como arte da persuasão". Suas idéias polêmicas tendem a virar grandes controvérsias. Ironiza muito, não poupa palavras nem metáforas. Para Francisco Lopes, Franco é um dos mais políticos entre os economistas da equipe original do Plano Real. Foi o que tratou junto com os advogados da redação da medida provisória do plano e o único assessor que o então Ministro da Fazenda, Fernando Henrique levou à reunião ministerial quando apresentou o programa de estabilização a Itamar Franco e aos outros ministros. Lembra Malan (1999:10), no prefácio que fez para o livro de Franco⁸⁰: "É impossível permanecer indiferente à leitura destes textos. O leitor pode concordar ou discordar, em ambos os casos no todo ou em parte, mas sem sombra de dúvida, em qualquer caso, sairá enriquecido intelectualmente. Porque Gustavo é sincero, articulado, direto, objetivo e absolutamente coerente em suas posições, sempre defendidas com fundamentos, evidências e arraigada convicção".(Malan, 1999:10) Outros têm uma opinião diferente, como Belluzzo e Coutinho⁸¹ comentando um dos seus textos⁸² mais controversos: "Busca, na verdade, apresentar como virtuosos quase todos os pontos que vem sendo objeto de crítica. Para isto não hesita em usar a técnica de deformar e fazer caricaturas dos

⁸⁰ FRANCO, G. H. B. (1999a) *O Desafio Brasileiro – Ensaio sobre Desenvolvimento, Globalização e Moeda*, São Paulo, Editora 34.

⁸¹ BELLUZZO, L. G. e COUTINHO, L. (1996) "Desenvolvimento e Inserção Externa nos Anos 90: uma crítica à visão de Gustavo Franco" Texto preparado para o IEDI, novembro, mimeo.

argumentos dos adversários. Constrói espantalhos para depois destroçá-los com facilidade.” (Belluzzo e Coutinho, 1996:1)

No início, as polêmicas, principalmente dentro da equipe econômica, não eram explícitas, mas apareciam na imprensa como “fofocas de Brasília”. Elas foram explicitadas conforme os economistas da equipe original iam deixando o governo. Três dos “veteranos” que participaram da experiência do Cruzado: André Lara Resende, Edmar Bacha e Pêrsio Arida, deixaram respectivamente em 1993, 1994 e 1995. Mais tarde verificou-se que além de questões técnicas específicas com relação ao Plano Real haviam divergências em termos de política de desenvolvimento⁸³.

Com o artigo *A Inserção Externa e o Desenvolvimento* de junho de 1996, Franco trouxe a público explicitamente a discussão da manutenção do regime cambial, baseado “num projeto de desenvolvimento”, aonde sugeria os possíveis rumos do governo Fernando Henrique. O próprio Presidente estimulou a divulgação deste texto, e conseqüentemente, de suas idéias, como ensejando os planos futuros do seu governo. Porém, o documento nunca se tornou oficial,

⁸² FRANCO, G. H. B. (1996) “A Inserção Externa e o Desenvolvimento”. In: FRANCO (1999a) *op. cit.* versão atualizada. Disponível desde junho de 1996, mimeo.

⁸³ Entrevista de Luiz Carlos Mendonça de Barros concedida a Cosette Alves para o jornal *Folha de São Paulo*, 26/12/1999.

mas de qualquer forma expressava as idéias de um dos principais formuladores e executores de política econômica⁸⁴.

Menos que discutir a evolução do pensamento de Franco nos seus pormenores⁸⁵, procura-se basicamente captar o evoluir na sua forma de persuasão e perceber a partir dela a forma como se trava o embate sobre política econômica.

É interessante perceber que, conforme Franco foi se tornando o poderoso mentor da política econômica, seus escritos passam a ser dominados por certezas óbvias, e as dúvidas e os aspectos negativos são pouco mencionados, aparecendo de forma disfarçada e diluída. Parece não se preocupar com o que é conhecido na literatura como "vício ricardiano"⁸⁶, à medida que extrai proposições normativas de modelos abstratos desde que corroborem seu argumento. No seu último livro adota uma postura de desqualificar seus críticos

⁸⁴ Segundo FRANCO (1999a:14) "Completava-se o segundo ano do Plano Real, e a equipe econômica procurava lançar um primeiro olhar sobre aspectos mais amplos da experiência de estabilização; uma primeira tentativa de alinhar o processo de desenvolvimento que naturalmente seria deflagrado com a consolidação da estabilização e das reformas que lhe conferiam fundamentos. O próprio Presidente da República recomendou a sua divulgação, [...]" Porém, segundo o próprio Franco, alguns observadores perceberam que o endosso do presidente não era total. Celso Pinto diria que o texto era a expressão de 'um projeto que o Presidente jamais comprou por inteiro', uma avaliação difícil de contestar tendo em vista os acontecimentos de janeiro de 1999." (Franco, 1999:16).

⁸⁵ Uma discussão detalhada do pensamento de Franco exigiria uma reflexão, por exemplo, do tipo da de Maria Angélica Borges em BORGES, (1997) *Eugénio Gudín: Capitalismo e Neoliberalismo*, tarefa para qual me faltaria espaço, engenho e arte.

⁸⁶ O vício ricardiano é o hábito de extrair conclusões normativas da economia abstrata. Ou seja, análises que desconsideram elementos cruciais do fenômeno são conduzidas e aplicadas como se o fizessem. Schumpeter (1986) foi quem batizou esse vício: "Eles [Senior, Mill e outros] quiseram apenas dizer, que as questões de política econômica envolvem sempre tantos elementos não-econômicos, que seu tratamento não deve ser feito na base de considerações puramente econômicas [...] poder-se-ia apenas desejar que os economistas daquele (como de

chamando-os de “oportunistas”, “charlatões”, “místicos” ou movidos por “interesses particulares ou ideologias”. Neste caso há a desculpa “questionável”, que o livro é para economistas e leigos. Franco substitui as equações matemáticas, pelos adjetivos e metáforas, e até mesmo ataques aos rotulados por ele de “alternativos”. Além do que ele parece sugerir que a ‘boa’ teoria econômica está aí, incontestemente para quem quiser ver, aprender e utilizar. Aspecto este que no âmbito da ciência econômica é ainda bastante controverso. Simonsen que alguns consideram eclético, mas nunca “alternativo”, após discorrer sobre os regimes cambiais possíveis, afirmou “quem disser que há um regime cambial ideal não sabe o que está dizendo, porque nenhum economista, ninguém no mundo conseguiu descobrir o que é um regime cambial ideal.” (1998:51). Neste tipo de polêmica, quando não se respeita o adversário, sendo ele digno de respeito, perde-se uma oportunidade de debate. Portanto, uma oportunidade de, a partir da crítica, avançar na formulação de política econômica.

Para tentarmos apreender quem é, e o que pensa, este formulador e executor de política econômica, e também difusor de idéias polêmicas, vamos nos concentrar em dois livros de ensaios de Franco, fazendo apenas algumas referências a outros trabalhos acadêmicos ou a entrevistas concedidas. O livro, *O Real e Outros*

qualquer outro) período nunca se esquecessem deste toque de sabedoria – nunca fossem culpados do vício ricardiano.” (1986:540). Para detalhes ver: Silveira (1991).

*Ensaio*⁸⁷, foi lançado próximo ao primeiro ano de aniversário do Plano Real, quando Franco estava em ascensão dentro da equipe econômica. Não por acaso, quem escreve o prefácio é o seu (então) confesso admirador Fernando Henrique Cardoso. O segundo livro, *O Desafio Brasileiro – Ensaio sobre Desenvolvimento, Globalização e Moeda*⁸⁸, reúne ensaios escritos tanto no período que Franco desempenhava a função pública no Banco Central quanto após sua saída do governo. Desta vez, o prefácio coube a seu amigo e responsável pela sua ida ao governo: Pedro Malan. Segundo Franco declara na introdução deste último livro: “Este volume difere bastante do meu livro anterior, *O Plano Real e outros ensaios*, que era uma coletânea de artigos acadêmicos, isto é, escritos para públicos especializados e bastante restritos. Este novo livro procura o cidadão interessado nas grandes questões econômicas, economista profissional ou não, e que pretende opinar, com os instrumentos que dispõe, sobre os rumos econômicos do país.”(Franco, 1999a:17). Seu objetivo é “explicar como se pretendia construir um novo projeto de desenvolvimento” (Franco, 1999a:14). Ao mesmo tempo, traz o depoimento de um economista que ambicionou colocar este projeto de desenvolvimento em prática durante um período particularmente rico e turbulento da vida econômica nacional.

⁸⁷ FRANCO, G. (1985) *O Real e Outros Ensaio*, Rio de Janeiro, Editora Francisco Alves.

⁸⁸ FRANCO, G. (1999a) *op. cit.*

É claro que com a justificativa de escrever um livro para o “não iniciado” na ciência econômica, e portanto, sem o ranço do “economês”, Franco corre o risco de se juntar a uma lista de outros economistas que segundo Paul Krugman⁸⁹, no intuito de convencer, acabam descartando a “boa” teoria econômica. É de se destacar que suas idéias são repetidas *ad nauseam*, num processo de convencimento, às vezes, um tanto exagerado e desnecessário. Talvez um dos aspectos mais interessantes de *O Desafio Brasileiro* seja o fato de ser também um livro das crônicas do Real, mesmo depois que o grande defensor da política cambial deixou o governo.

Fernando Henrique Cardoso no prefácio ao livro de coletânea publicado em 1995⁹⁰, deixa claro sua admiração por Gustavo Franco, e antecipa a trajetória ascendente do formulador de política econômica. “No início, eu observava Gustavo com certa dúvida. Tão jovem, tão seguro (seria mesmo? Ou o que poderia parecer excesso de autoconfiança era ainda timidez?), calado nas reuniões e, de repente, tão competente no quadro negro, e giz na mão, ou trazendo como “lição de casa” documentos escritos sempre com argúcia e solidez. “(Franco, 1995:12). Pouco a pouco a admiração de Fernando Henrique por Franco “foi se consolidando. Raramente emitia opinião sem fundamentos seguros. Depois de algumas horas de mudez,

⁸⁹KRUGMAN, P. (1997) *Internacionalismo Pop*, Editora Campus e Krugman, P. (1997) *Vendendo Prosperidade*, Ed. Campus, Rio de Janeiro.

vinham idéias embasadas, nem sempre aceitas pelo grupo, mas consistentes.” (Franco, 1995:12) Fernando Henrique reconhece que a formulação inicial e a lógica do Plano Real eram idéias de Pêrsio Arida e André Lara Resende, e ainda do empenho de Edmar Bacha. Entretanto destaca a importante contribuição de Gustavo Franco, em especial sua capacidade de propor soluções para questões que permaneciam em aberto nas discussões da equipe.⁹¹

3.1 Retórica em Franco

Franco manifesta bastante preocupação com sua capacidade de persuasão, principalmente nos trabalhos mais recentes. Nos seus trabalhos de mestrado e doutorado, o bom domínio de uma metodologia da história foi sua grande aliada para análise econômica de episódios singulares de historia monetária.

Além do método histórico indutivo é veemente na defesa do método lógico dedutivo em Economia, defende, por exemplo, com entusiasmo o instrumental fornecido pela Matemática. Segundo ele, a Matemática possibilitou o avanço no conhecimento econômico. “Minha sensação é de que a penetração da Matemática na Economia é um retrato da penetração da ciência no Brasil.”(Mantega e Rego, 1999:387) Ao mesmo tempo, Franco alerta: “A matemática invoca

⁹⁰ FRANCO, G (1995) *op cit.*, p. 12.

⁹¹ *Idem bid*, p. 12

toda sorte de preconceito: alega-se que a Matemática não é linguagem ou técnica mas substância, e que procura unicamente desacreditar as abordagens 'discursivas', ou de conteúdo crítico, tipicamente marxistas. Há um extraordinário livro do Carl Sagan (*O Mundo Assombrado pelos Demônios*) no qual ele argumenta que cada ciência tem de enfrentar a sua pseudociência: a Química tem de lidar com a Alquimia, a Física com o moto perpétuo e a fissão a frio, a Geologia está em permanente estado de conflito com o Velho Testamento, a Psicologia com a Parapsicologia, a Astronomia com a Astrologia, e por aí vamos. A Economia está assolada de pseudoteorias, tal como qualquer disciplina, e a Matemática é uma boa maneira de separar hipóteses refutáveis, ou seja, a boa teoria econômica, das credices populares e "teorias" de segundo time."(Mantega e Rego, 1999:387). Assim, Franco parece estabelecer que em Economia só terá *status* de teoria, o que for passível de formalização matemática. Não obstante, a ameaça representada pelo fato de que "é muito mais fácil apresentar a pseudociência ao distinto público do que a ciência, pois aquela não apenas parece mais simples como mais profundamente apela às necessidades emocionais das pessoas." (Franco, 1999a:123). O interessante é que sua dissertação de mestrado não apresenta nenhum modelo, ou qualquer

manipulação de equações, apenas tabelas e análises de dados. Estilo que se encontra presente também no último livro de ensaios.

É importante notar que Franco tenta reduzir os argumentos de seus críticos, juntando-os na categoria de profissionais avessos à utilização do instrumental matemático ou ainda no rol dos desatualizados em teoria econômica. Aí, ele transforma a crítica em argumento ideológico e amadorístico, muitas vezes, desqualificando o debate⁹². Como veremos ao longo deste capítulo, economistas muito familiarizados com este instrumental como Simonsen e outros da FGV do Rio, lhe criticaram por isso.

Ainda com relação à matemática, em outro momento, Franco ressalta que para tratar de temas de macroeconômica, relativos à estabilização, uma área muito "aplicada" da teoria monetária, a matemática pouco avançou, e conseqüentemente, é pouco útil. Conclui então que à análise do processo de hiperinflação brasileiro se insere no campo da História comparada. Tal qual o seu trabalho no doutorado. São as analogias com outras experiências e as especificidades brasileiras que possibilitam à apreensão do fenômeno⁹³.

A História, entretanto, diz ele, também está sujeita a manipulações metodológicas indesejáveis. Segundo ele, "o problema é

⁹² FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 39.

⁹³ FRANCO (1995), *op. cit.*, p. 18.

que a História não oferece lições assim tão claras, e pode ser inclusive usada contra a teoria, ou a favor de uma alegação costumeira, a de que a unicidade de cada experimento pode ser sempre invocada em benefício da intuição, do amadorismo e da improvisação” (Franco, 1999a:120) Como salientou alguns de seus críticos: “As hipóteses dos historiadores estão, portanto, contaminadas inexoravelmente pelo subjetivismo e, não raro, pela arbitrariedade. [...] Já os economistas, afirma, sem trepidar, o nosso herói, sabem objetivamente que é a austeridade fiscal que levará ao desenvolvimento.” (Belluzzo e Coutinho, 1996:13)

Observe-se que a partir dos aspectos apontados acima sobre qual o melhor método de análise, vamos tentar esclarecer qual é o modelo teórico adotado por Franco para formular, e conseqüentemente, conduzir a política econômica. Parece um paradoxo o fato de Franco fazer todas essas ressalvas quanto à História, e ao mesmo tempo, se utilizar desse método para justificar sua política de câmbio, uma vez que para ele será importante, mostrar que o modelo de desenvolvimento de substituição de importações foi praticamente um equivoco. De um lado, parece argumentar que não há qualquer particularidade na economia brasileira, principalmente no pós-estabilização, que justifique

diferencia-la de países de economia madura⁹⁴. Assim, o conhecimento necessário para tratar das mazelas, e propor soluções aos problemas econômicos, está nos manuais de economia. De outro, pode-se perceber um distanciamento do pensamento keynesiano⁹⁵, e crescente desconfiança nas políticas discricionárias de curto prazo. Atribuiu aos keynesianos, que tentam compatibilizar crescimento, inflação e déficit público, a responsabilidade pela Década Perdida dos anos 80⁹⁶.

Chama atenção a voracidade na defesa dos mecanismos automáticos e espontâneos do mercado, como nos argumentos de que basta a idéia de abrir a economia para a produtividade aumentar. Ou ainda, ao enfatizar que a política cambial era a correta, apenas que, para ser bem sucedida, exigia que houvesse um compromisso da sociedade com o equilíbrio fiscal. Nas suas palavras: "O compromisso com o regime é uma parte fundamental do próprio regime, e mais ainda no caso de regimes 'intermediários' entre o 'não regime', vale dizer, a flutuação, e aqueles em que existe a obrigação constitucional de defender um certa paridade. Em nosso caso, os mercados sempre enxergam o compromisso com o regime cambial como um indicação importante da disposição de governo em cumprir as agendas de

⁹⁴ Na verdade, raras vezes se refere ao Brasil como um país subdesenvolvido, chama-o, em geral, de país emergente.

⁹⁵ Aqui nos referimos ao keynesianismo convencional dos manuais de macroeconomia.

⁹⁶ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 244-245.

reformas requeridas para dar sustentabilidade ao regime. E a área econômica sempre procurou um regime de políticas que criasse os imperativos políticos corretos, e afastasse a complacência. Podia haver tensão entre o mundo político e as demandas da área econômica, ou com as ações necessárias para sustentar as 'âncoras'. Mas funcionava." (Franco, 1999a:326) Assim, Franco parece nos sugerir que se a vulnerabilidade externa é crescente, e pode até levar a uma crise cambial, mas se o modelo é tecnicamente correto, deve-se obedecê-lo. Caso o mercado desconfie da sustentabilidade das políticas, a culpa seria também da sociedade e seus representantes de não cooperarem na adoção e sustentação de medidas saudáveis.

No entanto, mesmo se atribuirmos a Franco pouca flexibilidade nas suas ações de política, paradoxalmente, ele parece convencido de que não adianta deter apenas o saber econômico, é preciso dominar a arte de persuadir. Essa preocupação é muito presente em seu livro mais recente. Além de vários alertas no texto sobre a importância da retórica, confessa, indiretamente, por que numa nota de rodapé, que tem se debruçado sobre a influência da retórica na ciência econômica.⁹⁷

⁹⁷ "Uma fascinante análise sobre o conteúdo retórico da obra de Prebish pode ser encontrada em Bianchi e Salviano, Jr, (1996)"(Franco, 1999a:98).

Até um de seus admiradores, Paulo Rabelo de Castro⁹⁸, que não deve ser classificado como um economista “alternativo”, aponta como um “pecadilho menor” de Franco sua desconfiança na democracia de massas e sua sugestão que em tal contexto, torna-se difícil produzir resultados eficientes economicamente. Castro ao se referir o ao texto “*Inserção Externa e Desenvolvimento*”, afirma: “ele não é um *paper* neoliberal, é um *paper* clássico, é um *paper* liberal. Terá cometido sim alguns pecadilhos nas suas presunções liberais na medida que esse liberalismo deveria também estar discutindo politicamente a relevância dos Estados nacionais. E ele não chega a ter a coragem liberal de discutir o porquê da manutenção dos Estados nacionais. Mas às páginas tantas, comete também outro pecado, este um pouquinho maior, quando desconfia que a democracia de massas não produz resultados economicamente eficientes. Esta claro aqui, no final, na página 39⁹⁹. ‘Por isso mesmo, não se deve subestimar o poder da retórica, ainda mais numa sociedade democrática de massas em que a opinião pública é uma interferência cotidiana nos trâmites políticos. Embora o desenvolvimento brasileiro já tenha evoluído autonomamente para direções bem diversas daquelas recomendadas pela nossa retórica convencional relativa ao desenvolvimento, a todo

⁹⁸ Paulo Rabelo de Castro participou, junto com Luiz Gonzaga Belluzzo e Eduardo Gianetti da Fonseca, de debate promovido pela revista Carta Capital, sobre o texto *Inserção Externa e Desenvolvimento*. “O Futuro, segundo Franco”, *Revista Carta Capital*, 27 de novembro de 1996.

⁹⁹ Na versão do texto incluído no livro *O Desafio Brasileiro*, a citação se encontra na página 65.

momento estamos enfrentando tensões ao desafiar o que parece ser uma sabedoria solidamente estabelecida'. De uma forma muito discreta ele acredita que o risco não é diretamente a democracia de massas, mas as elites estigmatizadas, as elites fragilizadas, as elites até anacrônicas que, em outra passagem, ele desemprega categoricamente". (Castro, 1996:37-38)

Em outro artigo¹⁰⁰, Franco sugere talvez possuir um viés um pouco autoritário e avesso à pluralidade, ao expressar sua opinião sobre a participação do economista no debate público: "Mas para alguns dos pobres economistas, que precisam lutar em campo aberto, disputando a opinião pública, a situação é bem diversa. Na imprensa e nos debates parlamentares, a retórica e a mistificação são recursos legítimos e de grande importância nos embates que governam as decisões políticas. Nessas disputas no campo da política econômica, o 'alternativo' se apresenta com o mesmo estatuto da sabedoria do *mainstream* da profissão, amadores e profissionais são colocados em pé de igualdade a serviço das correntes políticas em confronto."(Franco, 1999a:124) Para Franco os economistas do *mainstream* são cidadãos especiais.

Ou ainda, na seguinte afirmação, quando volta a enfatizar a relevância da retórica: "o fato é que no mundo da opinião pública, dos

¹⁰⁰ FRANCO, G (1999) "Criatividade e Produtividade como Motores do Desenvolvimento: Teoria e Prática no Brasil do Real", FRANCO, G. (1999a), *op. cit.*

grandes veículos de comunicação e dos embates em torno das questões das políticas públicas, as idéias valem não apenas pelo seu conteúdo, mas pela sua capacidade de agregar adeptos, e, nessa linha, são ajudadas pelo formato, pelo modo como são apresentadas, pela clareza e convicção.”(Franco, 1999a:17)

Talvez sua afirmação mais sóbria a este respeito seja no sentido de que o economista, preocupado com política econômica, precisa estudar a arte da retórica. “Quando se trata de definições de política econômica e do roteiro do desenvolvimento econômico, o processo decisório terá de envolver diálogo e persuasão, artes nas quais os economistas, a julgar pela experiência e salvo pelas exceções de praxe, não têm sido bem treinados.” (Franco, 1999a:119)

Chama a atenção ainda que nas afirmações de Franco, haja tanta ênfase na tecnologia econômica e pouco espaço para intuição e discricionariedade. É interessante ele nunca se referir à política econômica como sendo também uma arte, mesmo ao ser entrevistado para comentar o lançamento do livro de Blinder no Brasil¹⁰¹. Segundo Blinder, ao descrever sua experiência de vice *chairman* do *Federal Reserve Board*, deixa sua mensagem ao afirmar “precisa haver tanto arte como ciência nas atividades de banco centrais” (Blinder, 1999:44).

¹⁰¹ CALDEIRA, J. e SANTOS, F. (1999) “O Homem que sabia Demais”. *Revista República*, ano 3, n. 35, setembro.

Com relação à decisão aumentar a flexibilidade do regime cambial, mais uma vez Franco destaca o importante papel da Retórica. Sobre a alteração de rumos da política cambial afirma: “a defesa da moeda foi, assim, desmontada sem sangue, no plano da persuasão.” (Franco, 1999a:293) Segundo ele, uma poderosa coalização convenceu o Presidente da República que havia um caminho alternativo e mais fácil, já que não implicava na resolução dos desequilíbrios fiscais, e ainda prometia reduzir a taxa de juros e promover à retomada do crescimento econômico. Para Franco, “aos olhos dessa poderosa corrente de opinião, havia, portanto, uma saída fácil para os problemas econômicos do país, a *desvalorização cambial*.”(Franco, 1999a:293)

3.2 Heterodoxia nem Franco

O que significa heterodoxia para Franco? Uma das definições apresentadas a designa como medidas coercitivas, sugeridas por populistas. Apesar de afirmar em entrevista que a lição é que não se deve mistificar nem a ortodoxia e nem a heterodoxia, pois os dois lados estão enfatizando duas metades de uma mesma verdade¹⁰², e nunca se refere ao Plano Real como sendo um plano heterodoxo, nem no diagnóstico, muito menos na terapia. Dado o fato de o Plano Real

¹⁰² MANTEGA e REGO (1999), *op. cit.*, p. 391-392.

apresentar algumas inovações, chama de terceira via, entre o ortodoxo e o heterodoxo.

Observa-se que Franco ao situar historicamente o embate entre ortodoxos e heterodoxos, chama atenção que essa é uma denominação nova para um debate antigo¹⁰³, e recorrente, na área de teoria monetária: metalistas versus papelistas, estruturalistas versus monetaristas. Lembra ainda: “a mais ilustre das heterodoxias é a dos keynesianos, estes encontrados em inúmeras variedades, tais como os ‘neo’, os ‘novos’ e os ‘pós’ keynesianos. Na América Latina a heterodoxia conhece suas maiores glórias com R. Prebish, em torno de quem se aglutinariam, na Cepal, todos os adversários do FMI e do Banco Mundial e do *establishment* ortodoxo local e do Norte.” (Franco, 1995: 328)

Reconhece, no entanto, que para a história das idéias econômicas, o debate se impõe quando algum desafio novo, e sem precedente, se coloca e pede solução. Nesse sentido, a heterodoxia esta em geral associada à idéia de inovação ou mesmo revolução, que ao se tornar bem sucedida, passará a ser considerada parte integrante da ortodoxia¹⁰⁴.

Franco identifica, ao longo da história econômica, um movimento cíclico com fases caracterizadas por predomínio de

¹⁰³ Para o debate mais antigo ver MOLLO, M. L. R. (1994) “As controvérsias monetárias do século XIX”, *Ensaio FEE*, Porto Alegre. (15) 1:80-97.

heterodoxia na condução das ações de políticas, mas seus excessos sendo responsáveis pela volta triunfal da ortodoxia, que após alguns anos de predomínio, cometerá exageros e será sucedida por outra onda heterodoxa. Tal movimento se reproduz naturalmente na economia brasileira, entendê-lo será importante, para tentar mostrar a adequação de sua política econômica.

Seu relato inicia-se com Rui Barbosa que capitaneou um dos mais ambiciosos experimentos heterodoxos de nossa história na passagem do Império para República. O colapso do Encilhamento e a crise cambial de 1891 são frutos da euforia instalada pela sua reforma bancária de 1890. Depois de uma década de embates sobre o episódio, assume o Ministério da Fazenda, um ortodoxo radical, Joaquim Murinho, que conduziu o plano de estabilização com rígida disciplina fiscal e monetária imposta pelo *funding loan*, e integração à economia internacional. Ou seja, adotou o padrão-ouro de maneira a credenciar o país a participar do crescimento impulsionado pela economia internacional. Franco conclui que as três primeiras décadas do século XX seriam períodos de predomínio da ortodoxia.¹⁰⁵ Na verdade, essa tese defendida por Franco é polêmica. Ele mesmo reconhece que há outras interpretações tradicionais para o período como a de Celso Furtado, no clássico *Formação Econômica do Brasil*.

¹⁰⁴ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 328.

¹⁰⁵ FRANCO (1995), *op. cit.* p. 322.

No entanto, mais interessante para percebermos as motivações do argumento é recuperar o estudo de Fritsch¹⁰⁶ e do próprio Franco em outros artigos¹⁰⁷.

Para Fritsch (1990), tanto a visão de que os interesses cafeeiros eram proeminentes na condução da política econômica, quanto seu contrário, princípios ortodoxos dominantes, são interpretações equivocadas e limitadas das motivações de política econômica, na medida que ambas desconsideram as restrições impostas aos executores de política econômica decorrente da grande vulnerabilidade externa. Chama atenção ainda de que em momentos de desequilíbrio externo, como os que caracterizaram o período, cresce a importância política dos banqueiros internacionais e seus respectivos governos na determinação das opções disponíveis de política econômica¹⁰⁸.

Franco (1990) se insere na mesma linha, afirmando que os gestores de política econômica tinham suas opções de política conformada aos interesses de banqueiros internacionais. Ou seja, "observa-se ao longo dos anos (18)90 um curioso fenômeno que viria a se repetir muitas vezes nos anos que se seguiram, isto é, o fato de

¹⁰⁶ FRITSCH, W. (1990) "Apogeu e crise na primeira república: 1900-1930", ABREU, M. P. (org.) *A Ordem do Progresso – cem anos de política econômica republicana 1889-1989*, Rio de Janeiro, Editora Campus.

¹⁰⁷ FRANCO, G. (1990) "A primeira década republicana", ABREU, M. P. (org.) *A Ordem do Progresso – cem anos de política econômica republicana 1889-1989*, Rio de Janeiro, Editora Campus.

¹⁰⁸ FRITSCH, W. (1990), *op. cit.*, p. 33-34.

crises (ou melhorias) cambiais serem geradas de forma espúria pelo 'mau (ou bom) comportamento' das políticas monetárias e fiscais, não em função dos efeitos diretos destas, mas em função da percepção que os banqueiros internacionais tinham sobre estas políticas, pois esta percepção via de regra era fundamental para determinar a magnitude dos fluxos de capital direcionados para o Brasil.”(Franco, 1990:28)

Em outro momento, quando Franco está discutindo a adaptação peculiar do keynesianismo à economia brasileira, nos parece difícil perceber que o pensamento ortodoxo era o condutor da política econômica. Segundo o próprio Franco, “podemos dizer que este breve século começado em 1906 é keynesiano, nessa nossa variedade tropicalizada, porque marcou a primazia absoluta do ativismo fiscal, do investimento público e das políticas industriais deliberadas como elementos deflagradores do desenvolvimento.” (Franco, 1999a:218). Assim, fica difícil caracterizar o período que antecede aos anos 30 como predominantemente influenciados pela ortodoxia.

Ele reconhece que o final dos anos 30 é um período de esfacelamento da economia internacional. Aí, Franco ressalta que será a fase de retomada da heterodoxia enquanto influência dominante na condução da política econômica. Identifica ainda que seu apogeu duraria mais de 50 anos, até meados da década de 80, quando se tornou

inexorável romper com o modelo de desenvolvimento autárquico e a forte presença do Estado na economia¹⁰⁹.

É interessante salientar que há praticamente um consenso, nos dias atuais, sobre o esgotamento do modelo de substituição de importações e de necessidade de repensar o papel do Estado. No entanto, vale a pena apresentar os argumentos polêmicos de Franco, à medida que acreditamos ser essa a chave para entendermos suas ações enquanto executor de política econômica

Para Franco, o ressentimento criado com a crise de 1929, propiciou o surgimento de visões inovadoras – estruturalistas - sobre uma articulação perversa entre os países centrais e periféricos. Essa relação de dependência, entendida como prejudicial à Periferia, facilitou a aliança entre a heterodoxia e o nacionalismo, e portanto, a criação do desenvolvimentismo. Tal percepção dos fatos por parte dos estruturalistas, explica a defesa de ações de política baseadas no modelo de substituição de importações e da busca da auto-suficiência, e de soluções não encontradas nos manuais de economia.¹¹⁰

Quando esse modelo já mostrava sinais claros de esgotamento, emergiu “uma última possibilidade a explorar, quem sabe a inovação salvadora: a idéia de que podia existir uma política de estabilização dita ‘heterodoxa’ que não interferisse com as políticas

¹⁰⁹ FRANCO (1995), *op. cit.*, p. 334.

¹¹⁰ FRANCO (1995), *op. cit.*, p.333.

desenvolvimentistas, ou seja, que não necessitasse de medidas contracionistas na esfera monetária e fiscal". (Franco, 1999a:229)

Assim, a oposição ao regime militar, mesmo reconhecendo a necessidade de combater à inflação, adotou a noção equivocada de que a grande desigualdade no Brasil era devido à política econômica posterior a 1964. Estabeleceu-se então um alibi para o prolongamento do modelo nacional-desenvolvimentista, baseado no modelo de substituição de importações¹¹¹.

Acreditamos que Franco talvez exagere um pouco ao juntar os oponentes ao regime militar numa mesma categoria. Bacha, por exemplo, fez parte desse grupo e quando perguntado sobre sua avaliação do processo de substituição de importações respondeu: "foi um processo de concentração de renda e riqueza regional no país que é responsável por boa parte da configuração distorcida que existe hoje na sociedade brasileira.[..] Mas teríamos tido desenvolvimento? Isso não sei responder porque não consigo refazer a história.[..] Não adianta dizer: olhando o exemplo do Sudeste Asiático [..] O Sudeste Asiático sugere que o crescimento não teria sido menor se tivesse havido uma ruptura mais forte com o padrão anterior. Por outro lado, há exemplos como a Austrália e Nova Zelândia onde não houve rupturas tão fortes, na passagem do modelo chamado primário-exportador para algo mais desenvolvido.[..] No Brasil escravocrata,

daria para fazer o que foi feito nos outros países? Provavelmente não.”(Biderman, Cozac e Rego, 1996:245)

Franco destaca ainda que antes do nome ficar popular com o livro de Chico Lopes¹¹², o experimento “heterodoxo” já havia sido tentado no Brasil, com o programa fracassado de pré-fixação de Delfim Netto em 1979¹¹³. Segundo ele, “O Brasil experimentou esta rara doença (hiperinflação) ‘em tempos de paz’, por conta de paralisia decisória, de inércia de burocracias e de hesitação política. Prosperou também graças às decepções envolvidas no messianismo dos choques heterodoxos e na falsidade das ilusões de que a inflação era neutra ou inercial, e que poderia terminar com um esquema inteligente de coordenação decisória; e que não tínhamos nenhuma doença séria; e que o Brasil estava pronto para a retomada do desenvolvimento exatamente onde se parou em 1982”. (Franco, 1999a: 73)

Cabe salientar que Franco reconhece algumas características do grupo de formuladores que participou do esforço de estabilização aqui e alhures. Apenas parece se esquecer do plano heterodoxo bem sucedido implementado em Israel, que incluiu congelamento de preços e salários, e foi descrito brilhantemente por Bruno¹¹⁴ (1993). Segundo Franco, é um grupo heterogêneo, de um lado, se encontram

¹¹¹ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 69.

¹¹² LOPES, F. (1986) *Choque Heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária*. Rio de Janeiro, Editora Campus.

¹¹³ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 229.

os desenvolvimentistas não interessados em modificar o modelo anterior ou desistir da idéia que a expansão do Estado é a força motora do desenvolvimento. De outro, estão os economistas com formação convencional motivados a negar o *trade off* definido pela Curva de Phillips, e interessados, via inovações, em influenciar os processos de determinação de preços e salários numa economia indexada. Apesar da heterogeneidade, esses grupos se unem, porém tornam-se extremamente vulneráveis ao oportunismo político. Afinal, o instrumento mais utilizado, o congelamento de preços e salários, é um recurso de governos populistas.¹¹⁵

No mesmo artigo¹¹⁶, Franco prossegue, mas suas críticas parecem ter como alvo, em parte, seus colegas do Departamento de Economia da PUC do Rio. Ou seja, afirma que “o passo final para a construção retórica do ‘Plano Heterodoxo’ no Brasil era a desqualificação do nexo convencional entre desequilíbrio fiscal, indisciplina monetária e inflação. Nessa linha, foi se firmando a alegação de inexistência de desequilíbrio fiscal, em primeira instância com as tentativas de se identificar um ‘caráter financeiro’ do déficit público, a partir de alguma endogenia entre juros nominais e o déficit. [...] Em seguida, todavia, o argumento transfigurou-se em algo mais

¹¹⁴ BRUNO, M. (1993) *Crisis, Stabilization, and Economic Reform – Therapy by Consensus*. Oxford, Clarendon Press.

¹¹⁵ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 229.

sofisticado: a insignificância do déficit público no 'conceito operacional'." (Franco, 1999a: 230)

Franco continua na sua crítica, mas procura ser mais sutil. Primeiro, reconhece a cautela, de apenas alguns formuladores, quanto à validade das hipóteses por trás do diagnóstico da inflação inercial depois do Plano Cruzado. Mas destaca que a concepção de programa de combate à inflação, que envolva congelamento ou OTNização, urdido de forma artificial e inteligente, eram sedutoras ao mundo político, uma vez que enquanto idéia inovadora, redefiniam o *trade off* entre inflação e desenvolvimento. Lembra ainda que eram precárias as medidas de déficit público o que poderia mascarar o problema. Conclui, todavia, sugerindo má vontade dos formuladores em perceber as mudanças, e principalmente a necessidade de repensar o modelo de desenvolvimento.¹¹⁷

Para Franco, os choques dos anos 70 e 80 foram absorvidos pelas economias do Sudeste Asiático, sem maiores traumas em termos de crescimento, devido ao fato de serem economias mais abertas que as latino americanas. Sugere ainda que tal fato se explica pela adoção das idéias estruturalistas de desenvolvimento autárquico nos países da América Latina.¹¹⁸ Assim, ele até concorda que a crise

¹¹⁶ FRANCO, G. (1999) "A propósito do inflacionismo: os termos de troca entre estabilidade e desenvolvimento", FRANCO, G.(1999a).

¹¹⁷ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 233.

¹¹⁸ FRANCO (1995), *op. cit.*, p. 335.

brasileira se inicia com a crise da dívida externa, mas que após o fracasso do Plano Cruzado e os outros experimentos heterodoxos, o processo inflacionário passa a ser explicado exclusivamente pela dinâmica doméstica. É curioso que apesar de fazer um extenso relato sobre as fases de implementação do Plano Real, não haja menção sobre a renegociação da dívida externa feita por Lara Resende como um primeiro passo importante para lançamento do programa, principalmente para melhorar a qualidade dos capitais externos que estavam fluindo para o Brasil.

Cabe aqui perguntarmos se é razoável imaginar que a política econômica no pós-crise da dívida em 1982, se constituiu na adoção deliberada de fechamento com prolongamento do modelo de substituição ou se foi uma política imposta pelas circunstâncias externas. Segundo Belluzzo¹¹⁹, é importante para Franco negar o desequilíbrio externo derivado da crise da dívida sobre a condução da política econômica, uma vez que admiti-lo, significaria ter de aceitar também que sua política monetária cambial pode levar a um desequilíbrio parecido, com desdobramentos já conhecidos. Destaca-se também Franco praticamente não faz referência ao crescimento do passivo externo brasileiro, em decorrência, da dívida pública interna devido à política de juros altos para sustentar o regime cambial.

¹¹⁹ Belluzzo em debate: "O Futuro, segundo Franco", *Revista Carta Capital*, 27 de novembro de 1996.

O ambiente interno e externo em que se insere o Plano Real, de acordo com as hipóteses de Franco, é o de volta triunfal da ortodoxia. Neste contexto que devemos, partindo de suas hipóteses, entender as teses defendidas no seu controverso texto "Inserção Externa e Desenvolvimento".

Ainda a tese implícita em Franco de que o Plano Real não se utilizou medidas coercitivas, e portanto, não foi heterodoxo, em certo sentido pode ser questionável. Por exemplo, não foi o mercado quem promoveu o processo de coordenação nas decisões de preços e contratos semelhante ao processo de dolarização ou do final das hiperinflações clássicas. O que na verdade não houve foram medidas que tentassem suplantar o mercado. Pode-se ainda levantar a hipótese de que houve um aprendizado com tantos planos fracassados. Tudo foi tratado antecipadamente, e cuidadosamente, tentando garantir ao máximo, até pela lei, o princípio da neutralidade. Afinal, como explica o próprio Franco: "A primeira e principal batalha a ser travada, e na qual muitos outros planos de estabilização haviam sucumbido, era a política salarial. Ao determinar - para os salários em geral, o salário mínimo e os benefícios da Previdência - a conversão pela média dos valores em cruzeiros reais dos últimos quatro meses convertidos em valores em URV da data do pagamento." (Franco,1995:43). Ele mesmo concorda que o caráter coercitivo da

conversão pelas médias foi abrandado, pois era trazer a público uma velha discussão sobre “picos” e “médias”, e ainda se diz surpreso pela reação da sociedade em entendê-lo tão pacificamente, apesar de sua complexidade.¹²⁰ Mesmo com referência aos contratos pré-fixados, a tese de não coerção ou confisco é também dúbia. Afinal, pode-se procurar a regra que traga maior equilíbrio às obrigações, no entanto, é um pouco difícil crer numa reforma monetária totalmente neutra como Arida mostrou em sua tese.

3.3 Inflação e a Estabilização

Vejamos agora como Franco explica o fenômeno de inflação na economia brasileira. Na verdade, nos seus textos, ele acaba dando maior ênfase à discussão dos efeitos da inflação sobre a realidade econômica, e em como estabilizar, do que o processo em si. Um outro aspecto interessante para a nossa análise é destacar o fato de Franco parecer pouco entusiasmado com as propostas de estabilização via introdução de uma moeda indexada.

Para entender o processo inflacionário, Franco recorre novamente ao *trade off* básico de política econômica estabelecidos ao longo da história: estabilidade versus desenvolvimento. Para Franco, a inflação foi, equivocadamente, tratada como funcional ao

¹²⁰ FRANCO (1995), *op. cit.*, p. 44.

desenvolvimento, e o custo a ser incorrido para se alcançar altas taxas de crescimento econômico, foi a concentração da renda¹²¹ e adiando para o futuro uma série de problemas¹²². Franco defende a idéia que a causa primária dos nossos problemas estaria no modelo de desenvolvimento adotado no pós-guerra. Para Franco é dentro dessa lógica de repulsa ao pensamento ortodoxo, que se institucionalizou nos anos 60, o mecanismo de indexação que permitiria o país conviver pacificamente com a inflação crônica, e não comprometer o crescimento econômico. Todavia, institucionalizava também o componente de realimentação inflacionária, ou seja, a inércia. Assim, uma inflação inercial com acirramento do conflito distributivo, explica a aceleração da inflação crônica nos anos 80 em direção à hiperinflação¹²³. Neste caso, o conflito distributivo se manifesta no âmbito do Orçamento Federal, uma vez que a sociedade lá deposita todos seus anseios de maiores gastos do Estado,

¹²¹ Para Franco o modelo de substituição de importações leva à concentração de renda, porque leva necessariamente à estagnação da taxa de crescimento da produtividade. Como o país cresceu a taxas elevadas no pós guerra até os anos 80, segundo sua argumentação, isso só foi possível promovendo maior desigualdade social.

¹²² Dentre os problemas destaca: o modelo de auto suficiência aumentou a vulnerabilidade externa do país, um aparente paradoxo. Mas se explica, a capacidade de absorção de choques externos é distinto na comparação do Brasil com a Coréia do Sul, as duas que frente à crise da dívida externa de 1982, tiveram de gerar superávits comerciais de 6% do PIB. Como a Coréia era muito mais aberta, ela teve de desvalorizar muito menos que o Brasil para produzir o mesmo superávit, e conseqüentemente, absorveu muito mais tranqüilamente o choque da dívida externa.

¹²³ Ao contrário da definição clássica de Cagan (50% ao mês), Franco adota o critério dos 25% mensais para definir a hiperinflação. Segundo este critério, o Brasil esteve em uma hiperinflação contínua desde o fracasso do Plano Cruzado, regime só interrompido pelos congelamentos de preço impostos nos planos Bresser, Verão, Collor 1 e Collor 2. Um aspecto que distingue o processo aqui dos casos clássicos, é que na economia brasileira não ocorreu uma hiperinflação

principalmente, na área social, e ao mesmo tempo, não está disposta a elevar a carga tributária. Frente a esse desequilíbrio fiscal, a inflação adquiria a funcionalidade de equilibrar as contas fiscais¹²⁴. Por trás desse processo, está a insistência em manter um modelo que já tinha se esgotado, num país já industrializado e detentor de um parque semelhante ao das economias maduras¹²⁵.

Cientes de sua crítica ao modelo de substituição de importações, podemos destacar sua habilidade de confundir o leitor e de alguma forma desdizer seus próprios argumentos. Segundo Franco: "A ênfase nos problemas deixados para o futuro, e nas causas de seu esgotamento, não deve diminuir o sucesso do modelo nacional-desenvolvimentista em promover a industrialização. Não se trata de dizer que o modelo foi equivocado, e que erros foram cometidos. Mas de acrescentar que ficaram para o futuro uma série de problemas – os custos da bem sucedida mobilização de recursos e esforços que o modelo proporcionou – cuja solução requeria uma significativa mudança de rumos. Na verdade, essa solução implicava um modelo bastante diferente do original."(Franco, 1999a: 69)

Para Franco, os defensores do velho modelo de desenvolvimento apresentavam resistência até mesmo a aceitar a

explosiva. Para mais detalhes ver FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 226-227, ou FRANCO (1995), *op. cit.*, capítulo 6.

¹²⁴ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 238.

¹²⁵ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 213-214.

terminologia de hiperinflação para o fenômeno brasileiro. Primeiro, porque isso poderia representar uma derrota de suas teses estruturalistas a respeito das especificidades dos países menos desenvolvidos. Segundo, por que logicamente seria aceitar a necessidade de um programa de estabilização. É nesse ambiente que surge a idéia inovadora do programa heterodoxo¹²⁶.

Franco construindo seu argumento cita as palavras de Lessa (1981) para mostrar que a política econômica adotada durante o Plano de Metas era a linha de menor resistência, e portanto, levava à trajetória inflacionária¹²⁷. Ele parece sugerir que sempre houve muita resistência às políticas que implicam sacrifícios explícitos. No caso da inflação, a transferência de renda promovida era disfarçada. Assim, valeria a mesma lógica para entender a oposição a sua política cambial. De um lado, esta para ser bem sucedida, exigia o cumprimento da agenda de reformas, e conseqüentemente o fim do déficit fiscal. De outro, as empresas precisariam "aprender" a sobreviver num ambiente competitivo, o que exige que estas se ajustem também, e esqueçam as "mamatas" do protecionismo presente no modelo de substituição de importações.

É interessante que para Franco o esforço teórico de entender o fenômeno inflacionário nos anos 80, o que ficou conhecido por

¹²⁶ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 228.

¹²⁷ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 220.

inflação inercial, não constitui uma teoria. Recorre a Simonsen para afirmar que as tentativas de estabilização heterodoxas cometeram um grave erro ao confundir inércia inflacionária e inflação inercial. Nesse sentido, declara: "inércia produzida por fatores institucionais jamais autorizaria qualquer descaso quanto ao desequilíbrio fiscal. [..], nem tampouco a ilusão de que o problema poderia ser resolvido por um artifício de péssima folha corrida, como era o congelamento de preços." (Franco, 1999a: 231)

No que se refere às contribuições dos economistas locais, ele aponta que foram importantes para destacar as singularidades encontradas na economia brasileira: a extensão dos mecanismos formais e informais de indexação; o grau de sofisticação do sistema financeiro; e em decorrência, as peculiaridades do sistema legal.¹²⁸

Apesar de reconhecer que os economistas ligados a diferentes escolas de pensamento divergem pouco quanto à presença de um padrão auto-regressivo das taxas de inflação, salienta que há pouco consenso no que se refere aos mecanismos que produzem tal padrão¹²⁹, e praticamente não entra no mérito sobre qual a melhor explicação. Apenas tangencia a questão. Em entrevista à Mantega e Rego (1999), quando lhe perguntaram sobre se havia diferença entre os fatores deflagradores da inércia entre as abordagens de Lopes e

¹²⁸ FRANCO (1995), *op. cit.*, p.30-31.

¹²⁹ FRANCO (1995), *op. cit.*, p. 145.

Arida, responde: "são nuances menores diante da contribuição que eles tiveram e que foi, essencialmente, a de fazer a ponte entre a sabedoria construída em torno da experiência da curva de Phillips, da então nascente noção de expectativas racionais, com o aparato institucional e a experiência inflacionária brasileira. [...] Não era nenhuma grande invenção, até porque o Simonsen já tinha inventado [...]. Mas nos ajudava muito a entender melhor como é que funciona o processo e como manobrar regras e instituições para interferir nos processos de indexação e desindexação." (p. 399).

Mas quando discute o processo inflacionário na gestão Marcílio Marques Moreira à frente do Ministério da Fazenda, parece admitir que o combate ortodoxo poderia funcionar, caso não houvesse as acusações de corrupção no governo e o *impeachment* do então Presidente. Ele parte do pressuposto de que o componente inercial era praticamente desprezível, e portanto, a inflação seria explicada predominantemente pelas expectativas *forward looking*. Neste caso, a política gradualista adotada para combatê-la, através da mudança de percepção dos agentes sobre os fundamentos fiscais, que refletiria nas expectativas de inflação, se contasse com credibilidade, seria bem sucedida. Assim, conclui: "o modelo funcionou até abril [...] Todavia a tendência de queda inverteu-se em abril, ficando a impressão de que a reviravolta não se deveu a fatores econômicos, mas à sucessão de

escândalos políticos que cortou um dos elos mais importantes do modelo do círculo virtuoso: a idéia de que o acúmulo de credibilidade por parte do governo levaria a um ataque definitivo aos aspectos fundamentais da inflação. Nestas condições, a política gradualista perdeu eficácia, as expectativas se deterioraram e a inflação experimentou uma aceleração significativa.” (Franco, 1995:82)

Com o fracasso da ortodoxia volta à tona o debate sobre outras opções, e entre elas a de moeda indexada. Chama a atenção que poucos autores se referem ao caso alemão como sendo uma estabilização que utilizou uma moeda indexada. Quando se fala em moeda indexada, é sempre lembrado o caso mal sucedido da Hungria com a introdução do *pengo* fiscal, ou a experiência com as “moedas emergenciais” na fase anterior à estabilização alemã de 1923. Franco mostra que os argumentos de que havia um limite a emissão de *rentenmarks*, ou que isso caracterizaria uma mudança de regime *a la* Sargent¹³⁰ não se sustentam.¹³¹ Nas suas palavras: “Com efeito, o episódio alemão do *rentenmark*, em 1923, em muito se assemelha à experiência brasileira de 1994. Seria fácil observar, inclusive, que a URV foi uma espécie de *rentenmark* escritural, sendo que o aspecto mais surpreendente é o fato de um mecanismo monetário complexo,

¹³⁰ Segundo Sargent, o final das hiperinflações se explica pela mudança abrupta nos regimes de políticas monetária e fiscal que seriam suficientemente claros a fim de merecerem ampla credibilidade. SARGENT, T. (1986) “Os finais de quatro hiperinflações”, REGO, J. M. (org.) *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*, Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.

a ponto de ter sido considerado um “milagre”, disseminar-se facilmente sem que a população manifestasse maiores dúvidas sobre seu funcionamento.”(Franco,1995:39)

É interessante destacar a admiração de Franco pelo Presidente do Banco Central Alemão, Schacht, responsável pela consolidação do programa de estabilização de 1923. Na verdade, o plano caracterizado como inovador e ambicioso havia sido concebido por Karl Helfferich, descrito como um economista brilhante. Segundo Franco, “a criatividade de Helfferich tinha de caber dentro dos canônes ortodoxos, sob pena de dificultar sua aceitação pelo establishment financeiro alemão e internacional. Criou-se assim um novo banco, o Rentenmark, ao lado do Reichsbank¹³², para emitir a nova moeda, que entraria em circulação com sucesso em 15 de novembro de 1923, logrando estabilizar o marco em 4,2 trilhões por dólar” (1999b:33). No entanto, a morte do então Presidente do Reichsbank, deixou aberta a disputa entre Helfferich e Schacht pela vaga, que acabou sendo assumida pelo último. A avaliação de Franco sobre o desempenho bem sucedido de Schacht está registrada na afirmação: “se não ganhou o reconhecimento pela autoria inicial do esquema, terminou com muito mais que isso, ao atrair para si o crédito pelas partes mais difíceis e penosas da condução do processo de

¹³¹ FRANCO (1995), *op. cit.*, capítulo 4.

¹³² Reichsbank era o Banco Central Alemão.

estabilização. Ao mesmo tempo em que caiu nas graças da população como defensor intransigente da moeda, também encarou sem dificuldades o lado mais duro de um programa de estabilização ao ver-se tachado de 'o destruidor da indústria alemã' e coisas do gênero, típicas de qualquer estabilização". (Franco, 1999b:35)

Franco anteriormente à implementação do Plano Real havia feito algumas ressalvas sobre a viabilidade da estratégia na economia brasileira, e parecia um pouco mais favorável à proposta de dolarização. Como deixa expresso nas afirmações: "um sistema bimonetário, onde uma nova moeda percebida como de boa qualidade, se tornaria uma unidade de conta amplamente disseminada pela economia. Esse é o espírito da proposta recente do *Currency Board*, e também do Plano da Moeda Real [...] A idéia é que é possível introduzir gradualmente uma nova moeda, possivelmente conversível, e a inflação em termos desta moeda se tornaria nula por construção. É claro que não há nada de simples no mecanismo e construir artificialmente as condições que ensejaram experiências deste tipo em outros países pode ter conseqüências desastrosas. O grande problema envolvido é a possibilidade de explosão hiperinflacionária na moeda velha." (Franco, 1995:85) Ou ainda: "à noção de um padrão de valor sujeito à indexação, sem conversibilidade, e isto somente é possível se as funções da moeda

são formalmente separadas, ou seja, se adotamos um unidade de conta estável, posto que indexada, e um meio de pagamento diferente, um instrumento não indexado. Foi nesta direção que caminharam algumas propostas brasileiras de reforma monetária (Larida e Moeda Real de Lopes), as quais, todavia, tangenciavam o problema da coexistência entre moedas 'nova' (indexada) e 'velha', e dessa forma criaram dúvidas sobre se não provocariam uma catástrofe monetária como as da Alemanha de meados de 1923 e da Hungria de 1946." (Franco, 1995:36) Ele enfatiza ainda a necessidade de ter garantido o equilíbrio fiscal quando da emissão da nova moeda, de forma a não ocorrer emissões inflacionárias. O que o leva a concluir: "Estes riscos tendem a reduzir a atratividade da introdução de uma nova moeda indexada e, em consequência, elevam o interesse pela discussão de uma possível replicação do plano de conversibilidade argentino - a dolarização" (Franco, 1995:88)

Na verdade Franco não afirma que a dolarização era a melhor proposta. Afirma sim que era muito atrativa pois funciona como um mecanismo de coordenação de preços e salários. O que nos leva a sugerir a melhor aceitação dessa proposta por Franco, era o fato de que ele a discutia mais detalhadamente enfatizando os problemas que

deveriam ser superados¹³³. A possibilidade de adotar um plano de dolarização semelhante ao caso argentino apresentava uma série de riscos. O Brasil possuía uma quantidade muito menor de preços indexados ao dólar do que Argentina, e esta última foi obrigada a conviver durante alguns meses com uma inflação residual não desprezível que poderia ameaçar à estabilização. Afora a discussão sobre o volume de reservas internacionais necessárias e o grau de cobertura sobre qual agregado monetário seria importante estabelecer a conversibilidade, sem mencionar o fato de ser baixo o grau de abertura da economia brasileira. E não se pode esquecer que a Argentina alongou compulsoriamente sua dívida pública antes da estabilização de 1991, os Bonex¹³⁴.

O importante a destacar no argumento de Franco, é que o Plano Real, ao acabar com a hiperinflação, redefiniria radicalmente o *trade off* entre desenvolvimento e estabilidade. Todavia, ele lembra que as reais possibilidades de crescimento ainda estavam dependentes da consolidação dos "fundamentos" da estabilização, ou seja, do estabelecimento do equilíbrio orçamentário da União, Estados e Municípios por meio das reformas administrativa e previdenciária, e das reformas institucionais: abertura comercial; integração financeira

¹³³ Ver por exemplo FRANCO (1999a) "Alternativas de Estabilização: gradualismo, dolarização e populismo"; "Dolarização: mecanismos, mágicas e fundamentos", em FRANCO, G.(1999a), *op. cit.*. Ambos artigos haviam sido publicados anteriormente.

internacional; a privatização; o novo desenho das autoridades monetárias, com ênfase na maior independência do Banco Central. Não é por outro motivo a ênfase de Franco nas "reformas"¹³⁵ que devem acompanhar o plano de estabilização. Muitas vezes, ele procura reduzir a importância, pelo menos no discurso, da âncora adotada, seja ela monetária ou cambial.¹³⁶

Mas o elemento que parece ser o decisivo para sua estratégia de estabilização encontra-se no enunciado: "Políticas de demanda podem evidentemente ajudar, pois podem sustentar a estabilização durante muito tempo, a despeito de desequilíbrios fundamentais, assim criando espaço para que medidas de mais substância na área externa ou fiscal possam ser encaminhadas. [...] Ajustes mais fundamentais têm necessariamente de ocorrer, e a experiência histórica tende a confirmar que esse tipo de estabilização geralmente envolve algum "evento exógeno" que melhora fundamentalmente o equilíbrio externo dos países envolvidos". (Franco, 1995:139) No caso, esse fator foi, sem dúvida, a liquidez no mercado internacional de capitais e o retorno dos capitais voluntários aos países em desenvolvimento.

¹³⁴ Ver CARVALHO, C. E. (1999) "Plano Bonex: o bloqueio da liquidez na Argentina em 1990". *Novos Estudos Cebrap*. n. 55, novembro.

¹³⁵ Franco está basicamente se referindo às reformas administrativa, da previdência e o processo de privatização.

¹³⁶ MANTEGA e REGO (1999), op. cit., p.391.

3.4 Estabilização e o Regime de Taxa de Câmbio

Um novo regime cambial foi estabelecido quando da introdução em circulação da nova moeda, o Real. O Plano Real foi dividido em três fases. A primeira consistiu na aprovação de importantes medidas fiscais que possibilitaram um ajuste fiscal provisório e a produção de superávits operacionais em 1993 e 1994. A segunda fase foi de conversão dos contratos vigentes da economia em uma unidade de conta estável, a URV, ou seja, foi um período de aceleração da indexação com vistas a neutralizar a inércia inflacionária. Finalmente, a terceira estabeleceu a reforma monetária. O novo regime foi percebido pela forma de atuação do Banco Central no mercado de câmbio, uma vez que não havia referência ao regime de câmbio na medida provisória que especificou a criação da URV e o Real. Assim, de forma um pouco inesperada, permitiu-se à flutuação da taxa de câmbio e sua posterior apreciação.

Segundo relato de Franco: "O BC, nesses primeiros dias, forneceu amplas indicações de que algo mais profundo estava acontecendo. [...] operava-se com uma taxa de câmbio flexível, novidade sem precedente no mercado de câmbio brasileiro, e as autoridades não se furtaram a deixar claras duas importantes inovações: i) que a taxa de câmbio estaria, doravante, inteiramente desindexada, abolindo-se, assim, de uma penada, a noção de que o

câmbio era um 'preço público' sujeito à indexação automática e aos incansáveis pleitos de correção de "defasagens"; ii) que a sustentação da taxa de câmbio em níveis artificiais resultava em compras e/ou vendas sistemáticas, como claramente vinha ocorrendo há tempos, e que os limites de emissão de moeda impediriam que isto prosseguisse." (Franco, 1995:57-58)

Franco defende a idéia de que a taxa de câmbio esteve subvalorizada durante o semestre que antecedeu à reforma monetária. Assim, o Banco Central deixar de intervir no mercado de câmbio e permitir a apreciação nominal da taxa de câmbio, propiciava uma série de efeitos benéficos à estabilização, sem maiores comprometimentos no setor externo. Dentre eles, o autor destaca: a pressão deflacionária nos bens e serviços atrelados ao preço da moeda estrangeira; o funcionamento da lei da oferta e demanda na determinação do preço da moeda estrangeira e sua influência nos preços domésticos; redução da dívida pública, uma vez que, sem o compromisso com uma taxa fixa de câmbio, a monetização poderia ocorrer com resgate de títulos públicos; e como decorrência, um choque favorável nas expectativas. Além disso, estabelecia a autonomia da política monetária.¹³⁷

Sua preocupação era ressaltar que em julho de 1994 precisaria se definir um novo regime monetário e cambial bem como uma

agenda de reformas para dar sustentabilidade à estabilidade. Segundo ressalta, especificamente para política cambial: "a grande questão a enfrentar era a relação entre estabilização e a abertura: tínhamos um instrumento para dois objetivos." (Franco, 1999a: 298)

O diagnóstico por trás da nova política cambial era de que havia um "problema de transferência", no sentido contrário ao do pós 1982, que criava um círculo vicioso. De um lado, permitia o acúmulo de reservas e afastava o risco de ataque especulativo. De outro lado, o processo de esterilização das reservas internacionais aumentava o diferencial de juros estimulando a entrada de capital e o acúmulo de reservas. O resultado final foi o crescimento da dívida interna. Para Franco, o plano de estabilização acabou com esse círculo vicioso com uma estratégia que envolvia vários componentes. E na verdade, antecipava-se a um possível problema de excesso de apreciação da taxa de câmbio, que poderia levar a um déficit de transações correntes insustentável a médio e longo prazo, e até mesmo, provocar um movimento de desindustrialização. A primeira solução simples encontrada foi tributar a entrada de capitais, à semelhança do Chile, aplicando alíquotas diferenciadas de impostos conforme a modalidade do capital. A segunda foi estimular o aumento na demanda por divisas, suprimindo várias restrições até então existentes, como as concernentes a remessas ao exterior de natureza

¹³⁷ FRANCO (1995), *op. cit.*, p. 59.

comercial e financeira. De um lado, avançou-se na liberalização das importações com redução de tarifas, desburocratização e remoção de barreiras não tarifárias. De outro lado, flexibilizou-se as regras para investimentos no exterior.¹³⁸

Segundo Franco, "é importante ter claro que o novo regime cambial cumpre uma dupla função ao fornecer, por um lado, elementos de rigidez nominal aos preços - daí a noção de "âncora" atribuída normalmente à taxa de câmbio - e, por outro, se apresenta como um dos vários itens do cardápio de instrumentos que deve assegurar o equilíbrio externo visto de uma perspectiva de médio prazo." (Franco, 1995:64). Franco identificava como fundamental a manutenção da flexibilidade do regime cambial, uma vez que possibilitava correções de rumo frente a alterações no setor externo. Acreditava ainda que consistia em importante fator de credibilidade para o programa de estabilização, à medida que permitia ajustes sem provocar descontinuidade no programa de estabilização, como a introdução do sistema de bandas em março de 1995 havia demonstrado¹³⁹.

No entanto, a alegação de flexibilidade é questionável. Franco não explica que o regime de "minibandas" para taxa de câmbio praticado a partir de junho de 1995, ao quase eliminar a volatilidade

¹³⁸ FRANCO (1995), *op. cit.*, p.61-63.

¹³⁹ FRANCO (1995), *op. cit.*, p.64-65.

da taxa de câmbio e ao mesmo tempo oferecer altas taxas de juros, significou o que Simonsen denominou de "corrente da felicidade" aos investidores estrangeiros¹⁴⁰.

Cabe destacar que a política monetária restritiva teve papel fundamental ao compensar o efeito sobre a demanda agregada da transferência de renda provocada pela forte diminuição das taxas de inflação. Num primeiro momento, manteve-se a passividade da política monetária, mas isso não impediu ao Banco Central de impor restrições à liquidez. O principal mecanismo utilizado foi de administração dos recolhimentos compulsórios. E a grande inovação nessa área, ocorreu em outubro de 1994 quando se exigiu encaixes compulsórios sobre as operações de crédito.

Mas como já havíamos antecipado, a política cambial foi planejada para funcionar mais do que uma âncora. Era, segundo Franco, a proposição de um novo modelo de desenvolvimento. "O Plano Real traria uma medida inesperada e de enorme amplitude, e que destruiria todas (ess)as armadilhas de uma vez e mudaria drasticamente o grau de proteção a que estavam sujeitas as empresas brasileiras: a nova política cambial. Com a apreciação, as barreiras todas se tornavam menores e o Brasil podia, finalmente, retomar o processo de redefinição, tantas vezes adiado, de novos

¹⁴⁰ SIMONSEN (1998), op. cit., p.57.

termos de troca entre nacionalismo e internacionalismo.” (Franco, 1999a: 115)

Para justificar a simultaneidade de estabilização com agressiva liberalização das importações e o processo de privatização, Franco nos remete ao debate sobre a seqüência mais apropriada das reformas. Inicialmente relembra que o Banco Mundial costumava recomendar cautela, pois os trabalhos clássicos de Bhagwati (1978) e Krueger (1978) eram no sentido de que a liberalização das importações deveria ser acompanhada de desvalorizações cambiais de forma a evitar problemas no setor externo. Daí, aponta que nos 90 essa prescrição mudou. E afirma: “segundo a orientação de Michael Bruno (1993), e tendo em vista os desafios colocados pelos países que deixavam para trás o regime socialista, o Banco Mundial passou a recomendar uma abordagem do tipo *big-bang* no tocante às tensões entre estabilização e reforma. A idéia parecia ser a de que as reformas ajudam e são ajudadas pela estabilização, ou seja, que um conjunto simultâneo de transformações é mais produtivo que uma seqüência lenta e gradual que minimiza tensões e faz os benefícios ficarem mais distantes. Para o Brasil em particular, tendo em vista nossa histórica propensão a diluir processos de mudança de tal sorte a torná-la inócua, e a urgência das reformas, faria todo sentido adotar essa nova sabedoria [...] Dessa forma, estabilização, abertura e

privatização foram implementadas de forma agressiva e simultânea, e a apreciação da taxa de câmbio não apenas acelerou os processos como potencializou seus efeitos. E em consequência disso tudo volta à cena um ator que sempre esteve presente nas grandes transformações na economia brasileira, o investimento direto estrangeiro.” (Franco, 1999a: 146)

É interessante Franco se utilizar de Bruno (1993) para corroborar o seu argumento, pois esse autor parece recomendar mais cautela na combinação de reformas com estabilização. Bruno concorda que as reformas devam ser iniciadas simultaneamente, mas a velocidade das reformas estruturais parece diferente. Segundo Bruno, “permanece a questão de quanto ou quão rápido pode-se (ou deve-se) avançar no fronte das amplas reformas estruturais. O requerimento mais importante é sinalizar suficientemente uma mudança crível no regime tal que as expectativas mudem no sentido de uma reforma ampla. [...] Por exemplo, a liberalização comercial e um movimento para conversibilidade, deixando de lado a privatização, necessariamente requer uma abordagem do tipo *big-bang*? A resposta aqui é muito menos clara *ex ante* e é até menos clara *ex post*. [...] Liberalização comercial é um exemplo onde o sinal de longo prazo correto pode ser dado desde o começo, mas sua execução poderia, em princípio, ser gradual. [...] O ajuste estrutural é um processo lento

mesmo nas economias avançadas de mercado e mesmo quando a reforma é crível” (Bruno, 1993:276-277)

Acreditamos no entanto, que defender um novo modelo de desenvolvimento não é a única motivação de Franco para orientar suas ações de política. Ele sugeriu em vários episódios acreditar que quanto mais rápido e fácil parecer a estabilização menor seriam os incentivos para adoção de medidas necessárias, mas custosas, na área externa e fiscal. Assim, para a consolidação da estabilização torna-se imperativo a sinalização política de que o trabalho ainda está incompleto e pode até ser revertido, caso não se aceite a correção dos desequilíbrios fundamentais.

Vamos tentar organizar os vários argumentos apresentados por Franco, e algumas respostas de seus críticos, sobre o tumultuado debate em torno da política cambial. A indagação relevante a fazer é com respeito à inexorabilidade do caminho trilhado na direção de uma desvalorização abrupta, e custosa, como a ocorrida em janeiro de 1999. Será que havia a possibilidade de sair da armadilha do câmbio de forma suave? Procuraremos também mostrar que a forma de condução da política cambial trouxe divergências dentro da equipe original do plano que nos sugere a hipótese de que tenha sido um

fator relevante para a exclusão da equipe de alguns de seus formuladores originais¹⁴¹.

3.4.1 Motivações Políticas

Conforme fomos alertados por Malan no prefácio ao livro *O Desafio Brasileiro*, Franco não hesita em dizer quais foram as pressões sobre a política econômica. Inicialmente, Franco reduz as críticas ao plano as motivações de ordem político eleitoral. Parte da constatação que a candidatura de Fernando Henrique apresentou um desempenho surpreendente, de apoio popular vigoroso, após o lançamento do Real. No seu raciocínio, natural que algum aspecto do programa se torne o foco de crítica, e o tema escolhido foi a política cambial. De um lado, a esquerda acusou o plano de ser "eleitoreiro" e "artificial", de outro, a direita dizia que o custo no futuro de tal política seria bastante elevado. Chama atenção até da presença de críticos dentro do governo, uma vez que, segundo ele, havia os interessados que o plano não fosse o sucesso inicial e fosse necessário um outro Ministro da Fazenda que "corrigisse os erros do processo" e consolidasse a estabilização e a retomada do desenvolvimento, mas se credenciando para a sucessão em 1998. Franco não hesita em declarar: "quando,

¹⁴¹ Segundo Loureiro (1997), "vários foram os pontos de divergência entre a equipe, tais como: o tipo de âncora a ser utilizado, cambial ou monetária, a natureza do indexador, os mecanismos de conversão dos preços em URV pela média ou pelo pico, compulsória ou livremente, o caráter fixo ou móvel do câmbio, etc. A intensidade dessas divergências parece também ter sido responsável pelo afastamento de André Lara Resende da equipe, antes mesmo do lançamento" (1997:102).

recentemente, o atual Ministro da Saúde¹⁴² argumentou, pela primeira vez de forma aberta, que entendeu que o 'erro do câmbio' se deu gratuitamente, como 'resultado de pouca reflexão analítica'(sic) e teve conseqüências 'bastante adversas'¹⁴³, ficaria clara não apenas a superficialidade da sua análise, como a intenção, semelhante em oportunismo às posturas do ex-ministro Delfim Netto, de carimbar a nova política como 'erro' a fim de evidentemente, candidatar-se para corrigi-lo."(Franco, 1999a: 301-302)

Uma outra justificativa para sua defesa do regime de câmbio, é quando ele apresenta a questão do poder político envolvido, principalmente, nas negociações com o legislativo. A lição extraída dos planos fracassados é que após o lançamento e o seu sucesso inicial, os economistas perdem poder para os políticos, e a seqüência de reformas necessárias para garantir a sustentabilidade da estabilidade e a retomada do crescimento econômico são sempre adiadas. Nesse sentido afirma Franco: "Era importante, portanto, desenhar políticas que mantivessem a sensação de que a estabilização não estava consolidada, ou de que permanecia sob constante ameaça, e de que a agenda política tinha de ser mobilizada por inteiro, e por um longo tempo, para a construção dos 'fundamentos' da estabilização e da retomada do crescimento. Era preciso, portanto,

¹⁴² O Ministro da Saúde referido é José Serra que no início do governo Fernando Henrique ocupou o cargo de Ministro do Planejamento.

colocar o *establishment* político sob pressão para que tomasse as decisões necessárias para dar sustentação ao edifício.” (Franco, 1999a: 300)

A partir de certo momento, Franco trás a público a disputa de poder interna na equipe econômica. Em alguns episódios, ele deixa subentendido a quem está se referindo, em outros, como foi visto logo acima, cita nominalmente o destinatário. “É interessante lembrar que esses argumentos eram usados amiúde, dentro da equipe, a favor do *Currency Board*”.(Franco, 1999a:300) Neste sistema, à semelhança do padrão-ouro, o Banco Central fica impossibilitado de emitir para financiar o déficit público, então é geralmente lembrado como uma estratégia que o governo se auto impõe uma ‘camisa de força’. Franco expressa sua discordância com essa estratégia, afirmando: “não estávamos tecnicamente no ponto para o *Currency Board*”, e completa, fazê-lo “exigiria uma ‘reestruturação’, para não dizer algo pior, na dívida interna, ou um processo de dolarização através do qual M4 migraria para o exterior, para depósitos *off-shore* ou para depósitos ou títulos em dólares dentro do país.” (Franco, 1999a: 300). Um dos membros da equipe que chegou a publicar um texto sobre a viabilidade dessa estratégia de Caixa de Conversão foi

¹⁴³ Conforme depoimento em MANTEGA e REGO (1999), *op. cit.*, p. 141.

André Lara Resende¹⁴⁴. É bom lembrar também que Pérsio Arida manifestou na sua tese de doutorado¹⁴⁵ bastante preocupação com a questão da dívida pública interna no momento de transição para um regime de inflação baixa. Mas isso são apenas conjecturas sobre as divergências. Um observador atento como Simonsen, teceu os seguintes comentários sobre o regime cambial na reforma monetária: "Ao que tudo indica, a política cambial do Plano Real foi objeto de amplas controvérsias de bastidores. Pensou-se, inicialmente, num sistema de livre conversibilidade com taxa de câmbio fixa, à semelhança do Plano Cavallo da Argentina. Assim, nos meses que antecederam a introdução do Real, a política de acumulação de reservas através da manutenção de uma cotação artificialmente elevada do dólar era nitidamente uma preparação para a instituição da conversibilidade com taxa fixa de câmbio. Seria a âncora cambial da estabilização. Cogitou-se, alternativamente, de um sistema de bandas, com uma faixa dentro da qual o Banco Central não interviria nos mercados." (Simonsen, 1995: 83)

Outro momento destacado por Franco de disputa interna foi no episódio de introdução de sistema de bandas cambiais em março de 1995, quando as declarações do então Presidente do Banco Central, Arida, e dele, como Diretor de Assuntos Internacionais, explicitaram

¹⁴⁴ LARA RESENDE, A. (1992) "Conselho da Moeda: Um Órgão emissor Independente" *Revista de Economia Política*, 12(4), out-dez.

divergências que provocaram um forte movimento especulativo no mercado de câmbio, e implicaram em perdas de reservas.

A crise do México em dezembro de 1994, reforçou o grau de concordância em torno da necessidade em se promover alguma modificação nos rumos da política cambial, uma vez que o fluxo de capitais para o Brasil começava arrefecer. No entanto, não havia consenso na equipe sobre sua operacionalidade e extensão. Para Franco, “Em fins de 1994, todavia, percebíamos que ao sair da flutuação precisávamos de um plano de vôo completo. Políticas intervencionistas funcionam como partidas de xadrez onde é preciso explicar ao menos os primeiros quinze movimentos aos adversários.” (Franco, 1999a: 302) No entanto, Franco revela: “As diferenças de opinião tornaram-se mais sérias tendo em vista que a área econômica passava por uma transição naquele momento.” (Franco, 1999a: 303), intensificando a disputa pelas idéias e pelo poder. Franco explica que durante o segundo semestre de 1994, as decisões foram sempre tomadas de forma colegiada e por consenso entre os membros da equipe. Com a posse do novo governo alguns membros exigiam que se respeitasse a hierarquia. Foram criadas, no início do governo FHC, uma série de Câmaras de Políticas Públicas, uma das quais de Política Econômica, composta pelos Ministros do Planejamento, da Fazenda, o

¹⁴⁵ ARIDA (1992), *op. cit.*

Presidente do Banco Central, e o Ministro da Casa Civil,¹⁴⁶ com o intuito de deliberar sobre assuntos de política econômica de forma que as divergências fossem discutidas e resolvidas. No entanto, “Logo no primeiro encontro dessa Câmara, o ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central manifestaram o desejo de proceder a um realinhamento bastante significativo na política cambial, o que encontrou a oposição do ministro da Fazenda. O presidente da República determinou, então que o assunto fosse discutido à moda antiga, ou seja, com o concurso de todos os que participaram na concepção e gestão do Plano Real até aquele momento. O ministro do Planejamento resistia a debates desse tipo, pois era sua postura, recusava-se a discutir com funcionários de outros órgãos que tivessem nível hierárquico inferior.” (Franco, 1999a: 303).

Serra em entrevista a Mantega e Rego (1999), quando perguntado se ele seria o chefe do grupo batizado de desenvolvimentistas, que se opunham ao grupo dos estabilizadores, dentro da área econômica do governo Fernando Henrique, responde: “uma ótima classificação para quem não quer gastar (ou não tem) neurônios refletindo ou queimar calorias pesquisando. Por exemplo, quando eu estava no governo e depois, minha análise em relação à

¹⁴⁶ É interessante, e infantil, a forma como Franco se refere ao economista Pêrsio Arida (e também Clovis Carvalho), chama-o de doutor, mas com letras minúsculas, sendo que ao se referir a Pedro Malan, não utiliza o título, e quando na página seguinte se refere à Gustavo de Loyola, utiliza o título em letra maiúscula.

sobrevalorização do câmbio sempre esteve ligada à preocupação sobre os seus efeitos ruins quanto ao déficit público e, mais adiante, sobre a inflação, caso a defasagem tivesse um dia que ser corrigida não gradualmente, mas bruscamente, por imposição do mercado. O Pésio Arida, que pensava e pensa como eu a respeito desse tema, pode ser classificado como 'desenvolvimentista' em vez de 'estabilizador'."(Mantega e Rego, 1999:140)

Como as opiniões eram muito divergentes, não se chegou ao consenso e o país perdeu mais de US\$ 10 bilhões em alguns dias. O controle da situação só foi restabelecido no dia seguinte a mudança quando se elevaram as taxas de juros e deixou-se claro que não haveria grandes desvalorizações com o sistema de minibandas.

Franco reconhecia a complexidade do regime de bandas, principalmente, nos momentos de realinhamento, conforme a experiência dos países europeus demonstravam. Dada a volatilidade da taxa de câmbio dentro da banda estabelecida, esperava-se nova turbulência, no próximo realinhamento. Mas como afirma Franco: "a mudança, que teve lugar em julho de 1995, praticamente coincidiu com a posse do Dr. Gustavo Loyola na Presidência do Banco Central. Todavia, a mudança já vinha sendo preparada havia tempos, e tinha como elemento principal à introdução de um novo tipo de leilão, que ficaria conhecido como 'leilão de spread', que não apenas resolveria o

problema da transição como mudaria substancialmente a dinâmica de funcionamento da política cambial:" (Franco, 1999a: 304) O episódio evidencia que Gustavo Franco venceu a disputa sobre a condução do regime cambial de bandas estreitas. E Pécio deixou o governo.

É interessante observar que em entrevista a Mantega e Rego¹⁴⁷ (1999) Franco relembra que o tema câmbio havia praticamente desaparecido, só voltando à tona com a crise da Ásia. "Quando veio a crise da Ásia subitamente apareceu renovada a noção de que o câmbio estava sobrevalorizado, e que estávamos perdidos porque quatro anos antes tínhamos cometido um erro imperdoável. São as 'perdas internacionais' do Brizola: qualquer coisa que der errado vai ser por causa da política cambial, mesmo que vinte anos depois."(Mantega e Rego, 1999:403) Ele está querendo dar a entender que se não fosse a adversidade no setor externo, o câmbio espontaneamente convergiria para o nível de equilíbrio. No entanto, a história evidencia um comportamento cíclico para dos fluxos de capitais. Ademais, Franco parece subestimar uma discussão sobre regime de taxas de câmbio que não tem nada de trivial.

3.4.2 Câmbio Subvalorizado – Qual é a taxa de equilíbrio?

Franco se utiliza de diferentes justificativas técnicas para tentar demonstrar que a apreciação nominal da taxa de câmbio não era um problema a ser combatido, ou o responsável pelas altas taxas de juros

praticadas no mercado interno. O primeiro aspecto que destacaremos será a convicção de Franco de que a taxa de câmbio estava subvalorizada quando do início da terceira fase do Plano Real.

Para Franco, é decorrência natural das situações de hiperinflação ocorrer uma subvalorização da taxa de câmbio em virtude da fuga de capital característica desses períodos. No Brasil lembra que o processo de substituição da moeda foi distinto, uma vez os agentes podiam se proteger contra a desvalorização da moeda comprando um título público indexado. Mas assim mesmo afirma: "é típico e próprio das inflações elevadas que exista subvalorização cambial, sendo difícil enxergar o Brasil como exceção". (Franco, 1999a: 56) Neste caso, feita a transição para o regime de inflação baixa, reverte-se às fugas, e a taxa de câmbio de equilíbrio será estabelecida em outro patamar, provavelmente, mais apreciado.

Franco defende que para discutir política cambial com profundidade e responder as indagações se a taxa de câmbio estaria "defasada" ou "apreciada" é preciso tratá-la em três dimensões: uma de natureza doutrinária, ou seja, o padrão de valor; uma visão estrutural relativo à competitividade; e sob o aspecto macroeconômico¹⁴⁸. É curioso ele lançar essa advertência de seriedade depois de comparar, ironicamente, a taxa de câmbio com o

¹⁴⁷ MANTEGA e REGO (1999), *op. cit.*, p. 403.

¹⁴⁸ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 46.

preço de um bem primário, a banana. Como se a taxa de câmbio fosse um preço como o outro qualquer, e por exemplo, não tivéssemos de nos preocupar com ataques especulativos, ou “pudéssemos pagar dívidas diretamente com bananas”.

Mais uma vez Franco recorre à História. Vai do padrão-ouro ao seu colapso definitivo em 1971 com a adoção do sistema de taxas de câmbio flexíveis, para resgatar a discussão sobre a escolha de um padrão monetário. Em linhas gerais, conclui que hoje prevalece “não-padrão” e que as regras baseadas na paridade de poder de compra (PPP) são apenas referenciais. No caso brasileiro, se compadece em reconhecer que o câmbio é visto como preço público e não determinado pelas forças de oferta e demanda. Não há indagação se por acaso os fundamentos do setor externo não podem ter se alterado radicalmente nos anos recentes.¹⁴⁹

Um argumento muito enfatizado por Franco é o de aumento da produtividade. Assim, ele parte da constatação que a produtividade aumentou no Brasil como decorrência do processo de abertura do início da década de 90. Alerta que se o país insistisse no protecionismo do modelo de substituição de importações, poderia até ser bem sucedido em exportar porém sua competitividade seria baseada em baixos salários e taxas de câmbio subvalorizado. Assim, esse processo que tende a elevar a produtividade inevitavelmente

leva à apreciação cambial. Mas o que ele ressalta, como efeitos benéficos da abertura comercial e financeira da economia, e conseqüentemente, aumento de produtividade, é a possibilidade de definir um novo modelo de desenvolvimento sustentável.¹⁵⁰

Finalmente, em termos de fundamentos macroeconômicos, Franco recorre à evidência registrada na literatura sobre estabilização: quase todos os programas de estabilização bem sucedidos promoveram apreciação cambial. Um aspecto negligenciado no argumento é que a maioria dos fracassos se deve a não sustentabilidade do déficit de conta corrente do balanço de pagamentos, que levam à crise no balanço de pagamentos.¹⁵¹

Franco explica que a conta de capitais do balanço de pagamentos não tem ainda a conversibilidade da conta corrente, mas caminhava nesta direção. Na verdade, ele argumenta que pouco importa o que se faça com a conta de capitais, se não estiver resolvido o desequilíbrio fiscal, pois se terá pouca autonomia nas políticas monetária ou cambial de qualquer forma. Segundo explica: "A expectativa era de uma melhoria progressiva nas condições fiscais de modo a solidificar as 'âncoras' enquanto se mantinha reduzida a conversibilidade da conta de capitais. Mais adiante, conforme a

¹⁴⁹ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 47-50.

¹⁵⁰ Para mais detalhes ver: FRANCO (1999a), *op. cit.*, capítulos 1, 2, 3, 4, 5 e 6.

¹⁵¹ CALVO, G. e VÉGH, C. (1999) "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries", *NBER Working Paper Series*, n. 6925, February.

mobilidade de capitais fosse naturalmente se elevando, já teríamos fundamentos necessários para derrubar os juros e caminhar na direção de taxas flexíveis. Com esse programa, nossa vulnerabilidade aos 'capitais voláteis' existiria na exata proporção de nossas fragilidades fiscais, e ao reduzi-las caminharíamos para uma situação em que o crescimento da mobilidade de capitais não nos causaria dano. Seria uma questão de aceitarmos essa 'perda de soberania', que implicava na vedação de condutas irresponsáveis no plano fiscal, algo sempre difícil no domínio político." (Franco, 1999a: 313)

O modelo de Franco implicava numa reversão dos superávits comerciais presentes na economia brasileira desde o ajuste do início dos anos 80, só interrompidos brevemente nos episódios fracassados de estabilização. Ele chegou a sugerir um número cabalístico de 3% do PIB anualmente como o montante de poupança externa a qual não comprometeria as contas externas. Pelo contrário, seria benéfico para impulsionar o crescimento econômico comandado pelo setor privado. O problema não mencionado por Franco é que os recursos podem se direcionar para o consumo e não para o investimento. E ainda, o investimento direto só terá efeitos positivos sobre o setor externo, se sua expansão ocorrer para o setor exportador. É bom lembrar que Franco considera que a moeda a médio prazo é neutra e as taxas de câmbio são dadas pela teoria da Paridade do Poder de Compra. Isto

significa que taxa de câmbio e a moeda não produzem efeitos sobre as variáveis reais no médio prazo, ou seja, não influenciam o processo de desenvolvimento econômico.

Para Franco a continuidade do sistema de bandas cambiais estreitas, depois de sua introdução um pouco traumática como salientamos acima, levaria a uma transição tranqüila para um sistema de alargamento da banda. Assim, um regime de maior flutuação seria alcançado quando não houvesse tantas dúvidas sobre a taxa de câmbio de equilíbrio, as reformas e os fundamentos. A forma que conduzia a política lhe dava tempo.¹⁵² Segundo Franco: "As tensões vinham se reduzindo com o tempo e o avanço das reformas, mas as crises da Ásia e da Rússia fragilizaram a economia, e reviveram não apenas velhas teses desenvolvimentistas como também críticas de toda ordem às 'âncoras' do Plano Real." (Franco, 1999a: 248)

Frente à crise da Ásia no segundo semestre de 1997, o Banco Central do Brasil reagiu prontamente elevando e muito as taxas de juros, intervindo, segundo Franco de forma implacável dentro da lógica do mercado formando posições vendidas em futuros cambiais, vendendo títulos com correção cambial e utilizando suas reservas, e ainda apressando seu programa de reformas fiscais, este último denominado "Pacote 51". O resultado foi um aumento vertiginoso nas reservas internacionais que chegaram a ordem de US\$ 70 bilhões,

superior ao nível anterior à crise. Franco descreve que a sensação de vitória na equipe desapareceu quando apareceram os primeiros dados fiscais demonstrando sua piora. Assim, quando explodiu a crise da Rússia em outubro de 1998, o país se encontrava no pior momento em termos de credibilidade, segundo ele, o mercado agiu sem piedade. Foi a partir desse quadro, que decidiu-se fazer o acordo com o FMI, para persuadir o mercado especializado de que o problema fiscal seria atacado.¹⁵³

Em dezembro o Banco Central já tinha iniciado a tendência de queda nas taxas de juros, porém com a não aprovação da lei referente à contribuição dos inativos e a moratória do Estado de Minas Gerais, Franco admite que não poderia haver hesitação por parte da autoridade monetária em elevar novamente os juros. No entanto, ele descreve que as pressões para acentuar a baixa pareciam mostrar a falta de apoio para aquela medida. A decisão final que implicou sua saída do governo foi no sentido de impor uma desvalorização controlada por um sistema designado como "banda diagonal endógena" imaginado por Francisco Lopes, que foi convidado para assumir a presidência do Banco Central.

Franco permanece não favorável a um regime de livre flutuação para o Brasil. Sua implementação trouxe de um lado boas notícias,

¹⁵² FRANCO (1999a), *op. cit.*, p.306.

praticamente não houve impacto sobre as taxas de inflação. De outro lado, salienta que para o setor externo os resultados não foram satisfatórios depois de praticamente um ano. E ainda, não permitiu uma redução substancial nas taxas de juros como seus críticos haviam apregoado. Isso lhe permite afirmar que as taxas de juros eram altas não por causa do desequilíbrio externo. Segundo Franco, "o novo regime cambial e monetário parece ser o que melhor convive com o desequilíbrio fiscal."(Franco, 1999a: 327) Esta é a razão de sua descrença no novo regime que não cria nenhum imperativo para se alcançar o equilíbrio fiscal. "Os problemas com o poder discricionário surgem quando ele é exercido de forma errática: se existem mecanismos institucionais que evitam que governos mudem de idéia, a intervenção é aceitável, pois é feita com credibilidade e consistência ao longo do tempo." (Franco, 1999a: 324) Por isso acredita que alguma rigidez precisa ser introduzida, por meio ou de uma diminuição na flutuação cambial ou com os instrumentos de política monetária para retornar à meta de inflação zero.

¹⁵³ FRANCO (1999a), *op. cit.*, p. 315.

Capítulo 4 – “Vendendo Estabilização”: Chico Lopes

Francisco Lafaiete de Padua Lopes nasceu em Minas Gerais em 1945. Fez a graduação em economia na Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Ingressou no mestrado da Fundação Getúlio Vargas (FGV) do Rio de Janeiro em 1968. Foi para o doutorado em Harvard, nos Estados Unidos, no segundo semestre de 1969. Retornou em 1972, depois de defender uma tese na área de desenvolvimento, sob orientação de Lance Taylor, sobre distribuição de renda e acumulação, a partir de um modelo de insumo-produto.

Quando voltou para o Brasil, Lopes foi para Brasília, lecionar na UNB à convite de Edmar Bacha. Em 1974, torna-se docente da EPGE da FGV/RJ. Porém, em 1978 se uniu ao grupo de professores dissidentes que deixaram a Fundação. Assim, foi um dos fundadores do programa de mestrado em economia da PUC do Rio de Janeiro e um dos protagonistas do intenso debate sobre política econômica e estabilização. Em 1984 funda a empresa de consultoria Macrométrica.

Segundo relatou em entrevista a Mantega e Rego¹⁵⁴, seu primeiro contato direto com política econômica foi com a assessoria do Ministério da Fazenda, entre os anos de 1974 e 1975. Naquela época, a questão central do debate era a sistemática de controle de preços realizado pelo CIP (Conselho Interministerial de Preços). Este

era um dos instrumentos utilizado na estratégia gradual combate à inflação.

A influência de seu pai, Lucas Lopes, é marcante na sua formação. Além de participar da política econômica em postos chaves da administração pública, propiciou a convivência do filho num ambiente de intensa discussão e debate sobre política econômica. Seu pai foi um dos criadores da CEMIG, Presidente do BNDE e Ministro da Fazenda no governo Juscelino Kubitschek. Era amigo de Roberto Campos e conhecia todos os professores da Fundação Getúlio Vargas. Lucas Lopes acreditava que os primeiros meses do novo governo civil, depois de vinte anos de governos militares, seriam semelhantes aos cem primeiros dias que Roosevelt enfrentou, logo após a grande depressão. Com o intuito de levar sua colaboração, e a de seus filhos, organizou um encontro com Tancredo Neves, quando este ainda aguardava a aprovação de sua candidatura pelo Supremo Tribunal Federal. Neste encontro, Francisco Lopes apresentou suas idéias inovadoras sobre como acabar com a inflação.

Assim, no período de formação do governo da Nova República, com Tancredo Neves já eleito, Francisco Dornelles, então indicado Ministro da Fazenda, convidou Francisco Lopes para assumir uma diretoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Lopes não aceitou, nas suas palavras: "ora, eu tinha um projeto de combate à

¹⁵⁴ MANTEGA e REGO (1999), *op. cit.*, p. 341.

inflação que não tinha nada a ver com a CVM e apenas recusei delicadamente, declarando-me disposto a ajudar informalmente". (Mantega e Rego, 1999:349)

A história dos planos econômicos na década de 80 e 90 tem que incluir necessariamente a contribuição de Lopes como proponente de política de estabilização. Na Argentina, expôs as idéias de choque heterodoxo e moeda indexada à equipe responsável pela implementação do Plano Austral, dez meses antes do início do programa. Tal convite veio depois de participar de um encontro de economistas em Buenos Aires, promovido por Robert Frenkel do Centro de Estudos em Desenvolvimento Econômico e Social (CEDES) e da sugestão do respeitado economista Carlos Diaz Alejandro (Professor Titular da Universidade de Yale) como uma terapia conveniente para lidar com o processo inflacionário na Argentina¹⁵⁵.

No Brasil, escreveu, junto com André Lara Resende, o esboço da lei que daria origem ao Plano Cruzado em fevereiro de 1986¹⁵⁶. Participou intensamente dos debates que antecederam o Cruzado, no início informalmente, e depois com o plano já em vigor como Assessor Especial do Ministério do Planejamento. Praticamente estreou sua

¹⁵⁵ Ver: LOPES, F. (1989) *O Desafio da Hiperinflação – em busca da moeda Real*. Rio de Janeiro, Editora Campus, p. 51-53.

¹⁵⁶ Este esboço inicial apresentava razoável consistência macroeconômica e se restringia basicamente à reforma monetária, não contendo as medidas de caráter redistributivo como abonos e gatilhos incluídos nas versão finais do Plano Cruzado. Ver LOPES, F. (1986) *Choque Heterodoxo- combate à inflação e reforma monetária*. Rio de Janeiro, Editora Campus, capítulos 20 e 25 e entrevista de Lopes a MANTEGA e REGO (1999), *op.cit.*

participação formal na Nova República na famosa reunião em Carajás realizada em final de maio e início de junho de 1986, quando no auge da popularidade, o então Presidente José Sarney não aceitou que qualquer medida de correção do Plano Cruzado fosse adotada naquele momento. Lopes, junto com Francisco Vidal Luna, foi um dos criadores dos empréstimos compulsórios incluído no pacote conhecido como Cruzadinho de julho de 1986. Este seria um mecanismo para financiar o Plano de Metas do Governo Sarney, e por isso acabou sendo aceito, as outras medidas de contenção imaginadas não saíram do papel¹⁵⁷. Permaneceu no governo até a saída do Ministro Sayad da pasta do Planejamento em fevereiro de 1987.

Em 1987 foi chamado pelo então Ministro da Fazenda, Bresser Pereira, para assessorá-lo na formulação do que ficou conhecido como Plano Bresser de junho daquele ano. Suas dúvidas sobre o sucesso da proposta¹⁵⁸, que estava sendo elaborada pela equipe do Ministro, e a falta de apoio do Presidente Sarney, parecem ter influenciado o Ministro Bresser Pereira a reduzir o escopo do plano, transformando-o em um programa emergencial.

Posteriormente, foi um interlocutor importante da equipe responsável pela elaboração do Plano Real. Sua contribuição se torna

¹⁵⁷ Ver descrição, SARDENBERG, R. (1987) e SOLA, L. (1988).

¹⁵⁸ "Minha conclusão foi categórica: eu não quero ser co-responsável pela eclosão da hiperinflação no Brasil; se o choque vai ser feito nessas condições, então não contem mais comigo".(LOPES, 1989:79)

formal ao entrar para a Diretoria de Pesquisa do Banco Central, criada com a posse do governo Fernando Henrique Cardoso em 1995. Assume a Diretoria de Política Econômica e Monetária um ano depois, quando Alkimar Ribeiro Moura da FGV/SP foi transferido para a Diretoria de Normas. Foi um dos arquitetos da institucionalização do Comitê de Política Monetária (COPOM) criado em junho de 1996, que sem dúvida reforçava a autonomia do Banco Central na decisão sobre taxa de juros. Este órgão do banco se reúne com periodicidade fixa e é composto apenas dos diretores do Banco Central. Nas reuniões do Copom, as taxas de juros de curto prazo são decididas de forma colegiada sem interferências de outros setores do governo, e com base em parâmetros econômicos¹⁵⁹.

Francisco Lopes foi Presidente do Banco Central por um breve período, entre 13 de janeiro e 02 de fevereiro de 1999, não chegando a tomar posse oficialmente. Sua primeira medida foi tentar promover uma alteração gradual, e controlada, no regime de taxas de câmbio de bandas estreitas na direção de uma banda de flutuação mais larga¹⁶⁰. No entanto, o país estava sofrendo um ataque especulativo,

¹⁵⁹ Uma ilustração do funcionamento independente do Copom ocorreu no dia 10 setembro, durante a campanha de reeleição de Fernando Henrique, quando o candidato e seu ministro da Fazenda afirmavam aos meios de comunicação que não ocorreria elevação das taxas de juros. No entanto, a fuga de dólares naquele dia chegará a mais de US\$ 2 bilhões e a bolsa fechou com queda de 15,8%. Segundo relatos do episódio, Malan ficou sabendo da decisão de aumentar as taxas de juros, depois que esta já havia sido decidida pelo Copom e a decisão comunicada à imprensa. Jornal: O Estado de São Paulo, 25 de abril de 1999.

¹⁶⁰ Comunicado do Banco Central do Brasil, n. 6560 de 13 de janeiro de 1999.

e o mercado forçou a flutuação da taxa de câmbio, provocando uma grande desvalorização nominal e intensa instabilidade econômica.

Lopes deixa o governo sob acusações de que teria favorecido dois bancos de investimentos, o Makra e o FonteCidam, que continuaram alavancados e com suas posições de aposta no mercado futuro na não desvalorização do Real até o último momento. Os dois bancos sofreram intervenção do Banco Central em seguida à mudança de regime cambial, mas a condução da operação de salvamento, que impediu a quebra de ambos e uma possível e/ou discutível crise sistêmica, provocou um grande prejuízo ao Banco Central, e o mais grave, suspeitas de que poderia ter ocorrido favorecimentos. Deste episódio, o que nos interessará abordar será o papel do executor de política econômica.

As divergências de Lopes na condução da política cambial defendida por Gustavo Franco eram, praticamente, evidentes. Fernando Henrique, ao decidir pela mudança na taxa de câmbio, chamou Lopes para substituir Franco à frente da Presidência do Banco Central¹⁶¹. Lopes parecia deter a admiração de Fernando Henrique, que declarou no segundo aniversário do Plano Real: "tivemos que tomar decisões difíceis de aumentar a taxa de juros, em abril de 95, para frear o crescimento da economia. Fez-se um mecanismo

¹⁶¹ Segundo a imprensa desde a crise da Rússia em outubro de 1998, Fernando Henrique havia designado Lopes para estudar a transição do regime cambial.

complexo de depósitos compulsórios, de que só mesmo os economistas de muita imaginação, como o doutor Chico Lopes, são capazes, para amarrar o crédito e o consumo, o que era preciso fazer naquele momento da economia".(FHC, 1997:248)

Como já foi enfatizado nos outros capítulos, não há, aqui, preocupação de detalhar a evolução do pensamento de Chico Lopes. Mas sim apreender algumas modificações, e principalmente, em entender como as idéias e teorias se transformam em política econômica. Assim, daremos especial ênfase à entrevista dada a Mantega e Rego (1999)¹⁶² bem como a dois livros escritos por Lopes: *O Choque Heterodoxo*¹⁶³ de 1986 e *Desafio da Hiperinflação*¹⁶⁴ de 1989, fazendo também algumas menções a outros trabalhos acadêmicos e entrevistas.

O primeiro livro reúne trabalhos acadêmicos e artigos na imprensa, dos dez anos anteriores ao lançamento do Plano Cruzado (de fevereiro de 1986). Segundo Lopes (1986:8), "mapeiam a evolução no período de meu pensamento sobre o fenômeno da inflação crônica e sobre as táticas de política econômica adequadas aos seu combate". Numa primeira fase, Lopes ainda está preocupado em entender o papel do controle de preços e a política

¹⁶² MANTEGA e REGO (1999) *op.cit.*

¹⁶³ LOPES, F. (1986) *O Choque Heterodoxo – combate à inflação e reforma monetária*, Editora Campus, Rio de Janeiro.

antiinflacionária gradual. Será numa segunda etapa, final dos anos 70 e início dos anos 80, que se aproximará da idéia de inflação inercial, como sendo característico dos processos inflacionários crônicos, que levam à sociedade a desenvolver mecanismos de indexação formal ou informal. Os debates estiveram centrados, principalmente, na controvérsia sobre a relevância da curva de Phillips para o Brasil. Finalmente, nos trabalhos de 1983 a 1985, a partir dessa novidade teórica, a inflação inercial, Lopes se dedicará a estudar, e particularmente, divulgar estratégias inovadoras de como combatê-la.

O segundo livro, *O Desafio da Hiperinflação*, já possui características diferentes. Não é um livro só para especialistas, visa um público mais amplo. Em alguns momentos relata experiências pessoais, por isso parece, às vezes, uma crônica de suas participações em momentos decisivos de decisão de política econômica. Lopes reavalia várias idéias, apresenta novas sugestões e procura extrair lições das tentativas fracassadas de estabilização dos planos experimentados no Brasil, e das estabilizações de inflações crônicas ou de hiperinflações em outros países. Conclui o livro com uma nova proposta de estabilização, que entre outras medidas, criaria uma nova moeda, o Real. Este programa antiinflacionário deveria ser implementado na forma de Lei, discutido e votado pelo Congresso. Na

¹⁶⁴ LOPES, F. (1989) *O Desafio da Hiperinflação – em busca da moeda real*, Editora Campus, Rio de Janeiro.

verdade, chegou a ser apresentado como projeto de Lei (1017/88) na Câmara dos Deputados pelo deputado Osmundo Rebouças. O interessante que a maioria das análises do Plano Real só fazem referência à proposta "Larida" de 1984. Provavelmente, por que seus autores fizeram parte da equipe de implementação do Plano Real, e Lopes não. Mas Gustavo Franco, em seu livro de 1995¹⁶⁵, lembra, entretanto a contribuição de Lopes.

Será que podemos chamá-lo de estruturalista? A resposta não é tão óbvia, como poderia parecer a primeira vista. Outros trabalhos já procuraram classificá-lo¹⁶⁶. Talvez dos economistas, formuladores de política econômica, que estamos tratando, seja o que mais se aproxime dessa designação, como será visto a seguir. Com certeza, é um heterodoxo, termo que ajudou a divulgar.

Na verdade, veremos que Lopes defende a noção de que a luta contra a inflação crônica não poderá ser feita com o conteúdo disponível apenas nos manuais de macroeconomia, mas pela análise precisa e rigorosa do processo inflacionário crônico que pode se transformar em hiperinflação, quando então poderemos compreender melhor a sua posição.

4.1 Retórica em Lopes

¹⁶⁵ FRANCO, G. (1985) *op. cit.*

¹⁶⁶ PAULANI, L. (1987, 1997); BRESSER PEREIRA (1996); MAGALHÃES (1996).

Que método Lopes usa para persuadir? Como ele propõe medidas de política econômica na área de estabilização, precisa convencer não apenas seus pares, mas também a sociedade e seus representantes. Assim, podemos perceber duas formas distintas de persuasão: uma para convencer o meio acadêmico, e outra, para trazer à público o debate sobre política econômica. É fato que a tarefa não é trivial. Bruno (1993) chama a atenção da importância da construção de um consenso mínimo em torno de um programa de estabilização para ter alguma chance de sucesso. Sobre esse consenso, Lopes afirma: "o processo de construir a visão inercialista da inflação não foi nada óbvio. As pessoas que supostamente entendiam de política econômica, política monetária e inflação achavam aquilo uma maluquice completa". (Mantega e Rego, 1999:342) Por outro lado, no debate público, percebe o desafio: "no debate de política econômica as coisas ficam muito radicalizadas. O debate, para o grande público, através da imprensa não admite nuances, você tem que passar uma posição 'preto no branco'. Foi assim com a idéia de inércia e de choque heterodoxo". (Mantega e Rego, 1999: 343)

Ressalta-se ainda que na prática, podem ocorrer alguns fatos novos que alteram completamente a escolha de uma proposta, como por exemplo quando da discussão que antecedeu a implementação do

Plano Cruzado. Para Lopes, a implementação na Argentina do Plano Austral em junho de 1985, que significou uma combinação das propostas de choque heterodoxo com reforma monetária, colocou a discussão acadêmica sobre qual a melhor proposta para a economia brasileira em segundo plano. Foi praticamente inevitável a adoção do Plano Cruzado com congelamento de preços e *tablita*, e o conseqüente abandono da estratégia defendida na proposta "Larida".

Lopes raciocina por meio de modelos econômicos formais, e utiliza extensivamente o trabalho empírico para testar e comprovar suas teorias. Apesar de afirmar que nunca estudou muita econometria, desde que fundou sua empresa de consultoria a Macrométrica nos anos 80, a pratica muito. Inspira-se em Keynes para defender a importância de olhar os dados para realizar uma análise econômica. Neste caso, sua obsessão foi de comprovar a existência de uma teoria para explicar os processos de inflação crônicos, que podem explicar também as hiperinflações abertas. Muitos¹⁶⁷ questionam se esse esforço da qual Lopes participou realmente significou a construção de uma nova teoria. Mas esse fato não o deixou acuado. Pelo contrário, defende suas idéias com convicção, mas não como dogmas, pois Lopes em geral está aberto às críticas e ao aprendizado.

¹⁶⁷ Por exemplo: Pastore, Delfim em BIDERMAN, COZAC e REGO (1996) e Franco em MANTEGA e REGO (1999).

Chico Lopes, junto com Lara Resende¹⁶⁸, participou do intenso embate com o grupo da FGV do Rio, Lemgruber e Contador¹⁶⁹, sobre a existência de um *trade off* entre inflação e nível da atividade na economia brasileira. Era importante para os primeiros, demonstrar que o processo inflacionário brasileiro era independente do nível da demanda agregada e, portanto, políticas monetária e fiscal convencionais só promoveriam recessão e não seriam eficazes para combater à inflação. Como Lopes mesmo afirma, em relação a esse debate: "como se sabe, pequenas modificações nas hipóteses de um modelo ou no conjunto de dados utilizados para estimá-lo, ou ainda na técnica de estimação, permitem um número infinito de combinações, e até mesmo a possibilidade de que sejam obtidos resultados diferentes a respeito de um mesmo fenômeno. Nas últimas décadas, o uso mais generalizado da econometria e os inúmeros debates não resolvidos ensinaram que a adoção de uma postura positivista não transforma a economia numa ciência natural. Mais do que nunca, é preciso agora entender corretamente e avaliar criticamente as hipóteses de onde se parte para interpretar os fatos. [...] Nosso ponto é que a forte correlação negativa entre inflação e hiato do produto, no período de amostra, pode ser consequência da

¹⁶⁸ LARA RESENDE, A. e LOPES, F. (1981) "Sobre as Causas da Recente Aceleração Inflacionária". Nova Friburgo: Anais do VII Encontro Nacional da Anpec.

exclusão neste modelo de duas variáveis-chave do processo inflacionário brasileiro: a política salarial e os choques externos". (Lopes, 1986:81-83) Lopes argumenta contra a tendência à utilização acrítica da ciência econômica, e principalmente, dos testes econométricos. Neste sentido, conclui: "antes de debatermos o grau de significância de coeficientes estatísticos, é necessário que nos entendamos sobre o que está sendo discutido. Caso contrário, o debate corre o risco de ao invés de contribuir para o conhecimento simplesmente produzir ruído".(Lopes, 1986:83)

Na verdade, Lopes tem clareza dos limites da teoria econômica. Registra-se o que, por exemplo, publicou quase como desabafo, no jornal a Folha de São Paulo¹⁷⁰: "o drama do economista é ter que explicar fenômenos complexos, que podem ser medidos com certa precisão, mas que não ocorrem de forma regular, não podem ser replicados em laboratório e têm conseqüências práticas da maior importância. O resultado é uma proliferação de teorias alternativas que digladiam pela primazia de explicar qualquer fato econômico importante." (Lopes, 1986:112) Nesse sentido, vale o seu alerta. "A realidade econômica é essencialmente mutável, o que torna utópica a

¹⁶⁹ CONTADOR, C (1977) Crescimento econômico e o combate à inflação. *Revista Brasileira de Economia*, 31 (1), jan/mar. LEMGRUBER, A (1974) Inflação: o modelo de realimentação e o modelo de aceleração. *Revista Brasileira de Economia*, 28 (3), jul/set.

¹⁷⁰ 25 de dezembro de 1983, reproduzido em (Lopes, 1986:112)

perfeição em política econômica".(Lopes, 1986:33) Para Lopes, a política econômica é mais arte do que ciência.

Cabe ainda ressaltar que Lopes examina, e rejeita argumentos apresentados na fase anterior do debate, em favor de uma possível adaptação da estratégia incorporando as críticas, e simultaneamente, apresentando as objeções e riscos envolvidos. Como sabemos, a discussão teórica não resolve por si só os conflitos de opiniões. Ela exige que se façam opções, e as fundamenta e legitima.

4.2 Heterodoxia em Lopes

A heterodoxia de estabilização no Brasil se popularizou com o audacioso artigo de Lopes - *Só um Choque Heterodoxo Pode Curar a Inflação* - lançado em agosto de 1984, no Conselho Regional de Economia de São Paulo. Em meio ao debate numa fase de transição democrática, tal proposta de política econômica, fomentou uma intensa discussão sobre como combater à inflação alta e crônica brasileira. Além do termo heterodoxo ter ficado associado ao nome de Lopes, ele destaca apreciar uma definição em especial de heterodoxia: a de Ignácio Rangel. Segundo afirma: "Rangel teve esse papel importante de sugerir a possibilidade da heterodoxia. A idéia de que você pode pegar objetos convencionais da ciência econômica e agrupar de forma original, o que é a melhor definição de construção

heterodoxa. O Rangel falava de preferência pela liquidez, função consumo, multiplicador, teoria quantitativa da moeda, mas fazia um redesenho da coisa e surgia algo original. Nesse sentido, o Rangel foi um grande inspirador da nossa heterodoxia posterior".(Mantega e Rego, 1999: 337). Nesse sentido, ser heterodoxo em inflação para Lopes, não significa jogar fora os manuais de ortodoxia dos países centrais, mas ser capaz de olhar para as especificidades das economias que passam por processos de inflação crônica. Nos livros textos, escritos a partir da realidade dos países desenvolvidos, a manutenção das taxas de inflação em determinado patamar, ou seja, a inércia, é explicada pelas expectativas, sejam elas adaptativas (escola monetarista) ou racionais (escola novo clássica). No caso brasileiro, enfatiza que a inércia inflacionária é explicada pela existência de mecanismos formais de indexação.

Lopes parece ter sofrido uma influência não desprezível das idéias de Rangel. Segundo revelou em entrevista, já na época da faculdade havia tentado formalizá-las, pois apesar de muito criativas eram apresentadas de forma um pouco confusas e não em modelos. Em outra oportunidade nos anos 80, retomou a iniciativa. Sayad que era o Secretário Executivo da Anpec de 1983 lhe encomendou uma *survey* sobre inflação, e Lopes recuperou as idéias heterodoxas de Rangel e a contrapôs com o pensamento ortodoxo.

Ser heterodoxo significa ser estruturalista? Para Bresser Pereira sim. Bresser Pereira¹⁷¹ divide o estruturalismo em três movimentos paradigmáticos. O primeiro, a partir de Sunkel (1958) com a teoria dos pontos de estrangulamento e os efeitos propagadores da inflação. Um segundo momento, com Rangel (1963), demonstrando o caráter endógeno da oferta de moeda e o conceito de inflação administrada ou oligopolista. E finalmente, denomina de fase neoestruturalista com o desenvolvimento da teoria da inflação inercial.

Lopes reconhece a importância da abordagem estruturalista latino americana, mas apresenta algumas ressalvas, à medida que essa teoria não o ajuda a explicar a manutenção das taxas de inflação em patamares, por exemplo, de 200% ao ano. Ele afirma: "os economistas da Cepal deram grande contribuição à nossa compreensão dos processos inflacionários ao enfatizarem o papel das mudanças de preços relativos como causa da inflação. Entretanto, a tese em si tem escopo limitado, porque dificilmente as mudanças de preços relativos contemplados seriam suficientemente drásticas para justificar uma "inflação aberta"¹⁷². Para isto é necessário introduzir em cena os mecanismos de reajuste periódico de preços e salários em função da inflação passada, que os economistas chamam de

¹⁷¹ BRESSER PEREIRA, L. C e NAKANO, Y. (1986) *Inflação e Recessão*, Editora Brasiliense, 2ª edição ampliada e atualizada.p.10

¹⁷² Lopes define, arbitrariamente, taxas de inflação entre 25% e 50% ao mês como "inflação aberta".

mecanismos de indexação”.(Lopes, 1989:32) Sua dificuldade, tal o qual alguns colegas da PUC do Rio, é com relação à formalização do conflito distributivo como mecanismo impulsionador dos reajustes constantes de preços e salários. Como já vimos, Bacha enfrenta essa questão de maneira pragmática, mas não abandona a tese do conflito distributivo.

Ressalta-se, então, que Lopes não nega a tradição estruturalista, porém não se intitula como tal. Parece que esse arcabouço teórico é periférico dentro do seu pensamento, ele está preocupado em propor uma teoria de caráter geral, e não uma teoria aplicada apenas aos países menos desenvolvidos. Segundo ele, à medida que os mecanismos de indexação vão se tornando mais perfeitos, a teoria da inflação inercial permite explicar a transição de um processo inflacionário aberto para a hiperinflação. Para explicar a inércia, buscou a Teoria Geral de Keynes, e o comportamento aparentemente irracional dos agentes econômicos em lutar para garantir seus salários nominais, em vez dos salários reais. Por essa razão podemos argumentar que Lopes se distancia um pouco do pensamento estruturalista. Lopes, por exemplo, acredita que Simonsen é meio heterodoxo, apesar de não perceber-lo, pois sempre foi a favor do instrumento de controle de preços para combater à inflação crônica. Já o conflito distributivo como causa do processo de

inflação só aparece na forma de mecanismo de compatibilização distributiva do sistema econômico. À medida que os reajustes de salários e rendimentos são distribuídos ao longo do tempo, e de forma não sincronizada, o papel da inflação é tornar os valores nominais incompatíveis em rendas reais médias compatíveis com o produto nacional. Mas essa é uma explicação *ad hoc*.

Além disso, Lopes explica que o termo Choque Heterodoxo foi lançado para se opor à estratégia de estabilização de Choque Ortodoxo defendido por Octávio Bulhões. O choque ortodoxo de Bulhões partia do diagnóstico convencional de que o déficit público é a causa das elevadas taxas de inflação. Assim, previa o controle rígido da oferta monetária, o corte do déficit público, liberalização do sistema de preços e a eliminação de todos os mecanismos formais de indexação, ou seja, uma forte recessão para combater à inflação. Lopes considerava que Bulhões representava, de um lado, um avanço, ao trazer para o debate o tratamento de choque, à medida que dominava a tradição do tratamento gradual para o combate à inflação. De outro lado, a recessão representava um retrocesso, uma vez que a inflação era inercial. Não adiantava acabar com os mecanismos formais de indexação, pois quando a inflação torna-se crônica, os agentes desenvolvem tecnologias de indexação informais. Ademais,

seria necessário produzir uma super recessão para abaixar as taxas de inflação.

Já o choque heterodoxo que então propunha prescrevia atuar diretamente sobre o processo de fixação de preços na economia, e as políticas monetária e fiscal se acomodariam de forma a permitir um crescimento não inflacionário da economia. Nas suas palavras, compreende um choque heterodoxo: "um programa de desindexação da economia, visando obter uma queda rápida da inflação sem recessão e, preferencialmente, sem criar grande ganhadores ou perdedores na transição para a estabilidade dos preços".(Lopes, 1986:180) Ou seja, para acabar com uma inflação inercial explicada pelo seu passado era necessário adotar um mecanismo que atuasse sobre os contatos rompendo a memória do sistema e em seguida reencontrar um novo equilíbrio com inflação baixa. Não se esquecendo que a transição de um regime de inflação alta para o de inflação baixa deveria ocorrer com base no princípio de neutralidade distributiva.

Em suma o tratamento heterodoxo se diferenciava do ortodoxo por privilegiar tanto no diagnóstico quanto na terapia antiinflacionária, os aspectos microeconômicos de formação de preços ao contrário das estratégias convencionais que se apoiavam nos aspectos macroeconômicos de demanda.

4.3 Inflação e Estabilização

Nesta seção vamos procurar mostrar brevemente alguns momentos do desenvolvimento de análise realizada por Lopes sobre o processo de inflação crônico, e conseqüentemente, as terapias para combatê-la. Perceberemos que entre 1986 e 1989, Lopes procura extrair lições das tentativas fracassadas, dos casos de hiperinflação, e avança numa proposta que será semelhante ao Plano Real.

Diferentemente de Franco que explica o processo de inflação crônico a partir da complacência da sociedade brasileira com regimes de inflação alta com a aceitação do modelo de substituição de importações. Lopes explica a inflação brasileira a partir dos erros de política econômica cometidos pelo regime militar, principalmente, por ter institucionalizado os mecanismos de indexação na economia brasileira que funcionou como uma institucionalização da "consciência inflacionária".¹⁷³ Na verdade, ele está sugerindo até que há quase uma outra causa para o processo de inflação crônica, uma causa psicológica.

Lopes já na década de 70, influenciado por seus estudos sobre as políticas de controle de preços praticado pelo CIP, estava convencido que as políticas monetária e fiscal e o abandono do controle de preços, teriam um custo muito elevado em termos de

produto, no combate à inflação. Propunha então uma política gradualista baseada na neutralidade inflacionária. Ou seja, utilizar instrumentos não convencionais, correção monetária e controles de preços, junto com os instrumentos de contenção da demanda, de tal sorte a reduzir as taxas de inflação sem produzir recessão. No entanto, no final da década de 70, ocorreram sucessivos choques (petróleo e da taxa de juros), bem como a redução na periodicidade dos ajustes salariais e sua recomposição pelo pico, que levaram à inflação para um patamar de 100% ao ano. Apesar da recessão promovida entre 1981-1983, houve um incremento das taxas de inflação para 200% ao ano, causada por alterações de preços relativos: a má desvalorização cambial de 30% em fevereiro de 1982 e o choque agrícola negativo. Concluía então que com este patamar, só um choque acabaria com a inflação crônica.

Para Lopes, em 1984, era muito importante mostrar que toda inflação crônica é predominantemente inercial, uma vez que essa era uma idéia nova e enfrentava grande resistência da comunidade acadêmica: entre os economistas convencionais por violar hipóteses de causalidade inquestionavelmente aceitas, ao afirmar, por exemplo, que o déficit público não é a causa da inflação; e entre os economistas ligados à tradição estruturalista por defender que alterações na

¹⁷³ LOPES, (1989), *op. cit.*, p.11

política salarial (entre as quais, diminuição de intervalos dos reajustes) provocam aceleração das taxas de inflação.

A essência do fenômeno da inflação inercial está nos mecanismos de indexação, formal ou informal, existentes na economia. Esses mecanismos tornam a inflação crônica, uma vez que os agentes econômicos adotam um comportamento defensivo, na tentativa de neutralizar os efeitos da alta de preços. Seu argumento foi construído inicialmente reconhecendo que em todo processo inflacionário há dois ingredientes principais: as modificações de preços relativos e as alterações dos mecanismos de indexação. Neste ambiente, a moeda torna-se passiva aumentando sempre que ocorrer uma elevação geral no nível de preços. Se há pressão para alterar algum preço relativo, a inflação terá de acelerar-se como única forma de permiti-lo. E quanto maior o grau de indexação, maior será a aceleração da inflação para viabilizar a mudança de preços relativos. E uma vez alcançado o novo equilíbrio de preços, as taxas de inflação se estabilizam, porém num patamar mais elevado.

O componente de alteração nos preços relativos se manifesta quando há pressões do tipo choque agrícola, de juros, ou uma maxidesvalorização. Já o papel dos mecanismos de indexação foi entendido a partir dos estudos empíricos realizados sobre a política

salarial brasileira¹⁷⁴. Em economias sujeitas à inflação crônica, os agentes econômicos possuem um comportamento defensivo, que na ausência de alterações nos preços relativos (choques inflacionários), tentam recompor o pico anterior de renda real em cada reajuste periódico de preço. Se todos os agentes econômicos adotam este comportamento de recomposição pelo pico de renda, a taxa de inflação tende a se manter no mesmo patamar. Assim, a taxa de inflação hoje é igual à inflação passada.

Com esse diagnóstico, Lopes descarta a relevância da literatura convencional sobre expectativas para explicar a rigidez inflacionária, e conseqüentemente, propor uma estratégia antiinflacionária. Os Monetaristas incorporaram as expectativas adaptativas à curva de Phillips aceleracionista, e os economistas Novos Clássicos adotam a hipótese de expectativas racionais. Apesar das diferenças na concepção sobre o processo de formação de expectativas e nas estratégias de combate à inflação nos detalhes, ambos apresentam como a causa básica da inflação a emissão de moeda excessiva para financiar o déficit público. Assim, para modificar as expectativas, sejam elas adaptativas ou racionais, é necessário combater à causa básica da inflação, o déficit público através de política de austeridade monetária e fiscal. Na verdade, por trás da ênfase no processo de

¹⁷⁴ LOPES (1976), LOPES e WILLIAMSON (1980), LARA-RESENDE e LOPES (1981), LOPES e BACHA (1983), LOPES (1984). Simonsen designou esse componente de realimentação

formação de expectativas se encontra toda uma literatura sobre credibilidade das políticas econômicas¹⁷⁵, que no caso de um plano de estabilização envolve a confiança dos agentes econômicos na determinação do governo em combater à inflação. “Depois da revolução das expectativas racionais, muitos autores passaram a enfatizar a importância das expectativas durante os episódios de estabilização. Sargent¹⁷⁶, o mais notável deles, concluiu que para colocar um fim no processo inflacionário, era necessário uma mudança ‘crível’ dos regimes monetário e fiscal”. (Edwards, 1993a:9). Muitas vezes, levando a conclusões que parecem relativamente óbvias: um programa de estabilização só será bem sucedido se for crível.

Lopes em entrevista concedida a Mantega e Rego (1999) descreve que perdeu um tempo enorme para fazer um modelo de dinâmica de salários escalonados utilizando períodos de tempo discreto, depois contínuo, que explicasse a perpetuação das taxas de inflação. Na época, não era nem um pouco óbvio conseguir explicar a inflação por meio da teoria da inflação inercial¹⁷⁷. Provavelmente, aqui a inspiração na literatura convencional encontra-se nos trabalhos de

inflacionária.

¹⁷⁵ Estes desenvolvimentos surgem a partir da introdução da Teoria dos Jogos na macroeconomia para tentar contornar o problema de inconsistência temporal das políticas encontradas nos modelos de otimização. Para uma resenha ver: SADDI, V. (1994); EDWARD (1993a) DORNBUSCH, R. (1991).

¹⁷⁶ SARGENT (1982) “Os Finais de Quatro Hiperinflações”. In: REGO (1986), *op. cit.*

Taylor (1979, 1980) com modelos de salários justapostos, também tratado em Simonsen (1989).

Defender que o déficit público não causa inflação, mas é sua consequência foi sem dúvida um dos aspectos mais polêmicos no debate sobre as estratégias de combatê-la. No artigo lançamento da idéia de choque heterodoxo, Lopes ameniza suas conclusões anteriores com relação à curva de Phillips para Brasil. "Ninguém precisa rasgar os seus livros-textos de macroeconomia. Não é necessário negar a existência do fenômeno da Curva de Phillips (que diversos trabalhos empíricos conseguiram captar estatisticamente nos dados brasileiros) e seu corolário de que os controles de demanda podem, em princípio, afetar a inflação através da recessão."(Lopes, 1986:118). Mas insiste, quando a inflação é de três dígitos, reduzi-la, significa promover um choque deflacionário. É bom lembrar que o Chile, sob a ditadura Pinochet, promoveu uma recessão que significou em queda do produto em cerca de 15% e taxas de desemprego de cerca de 22%, em 1982. Então, conclui que num período de transição democrática, a saída é agir sobre a tendência inflacionária, e propõe o choque heterodoxo para atuar diretamente sobre a espiral preços e salários.

¹⁷⁷ MANTEGA e REGO (1999) *op. cit.*, p. 341.

É interessante notar que, apesar de todo o esforço, Lopes reconhece a precariedade dos fundamentos teóricos na suposição de um padrão generalizado de recomposição periódica dos picos de renda real, relativamente rígido e advindo de um comportamento defensivo dos agentes. Ele afirma: "esta é ainda uma fronteira de pesquisa, e o que posso adiantar são apenas algumas conjecturas preliminares".(Lopes, 1986:126) Recorre à rigidez nominal apontada por Keynes na Teoria Geral, e sugere os desenvolvimentos recentes da época¹⁷⁸ na área, para explicar rigidez do salário nominal, como argumentos possivelmente adaptáveis à rigidez do pico de renda real em situações de inflação crônica.

Com relação à causalidade entre moeda e inflação, julga necessário distinguir as taxas de inflação moderadas (de até 25% ao ano), de taxas de inflação abertas (no máximo 50% ao ano). Para as primeiras, parece razoável supor que a causa principal da inflação é a elevação na quantidade de moeda. Em contrapartida, em situações de inflação aberta ou hiperinflação, a causalidade é invertida: "devido à introdução de moedas alternativas indexadas e à política de moeda passiva da autoridade monetária, o aumento da quantidade de moeda torna-se consequência da alta de preços".(Lopes, 1989:23). Mas porque foram introduzidas as moedas alternativas? A literatura sobre

¹⁷⁸ TOBIN (1980); SOLOW (1979)

os processos de inflação alta, e processos hiperinflacionários, registra o fenômeno de fuga da moeda que está perdendo valor. Na maioria dos casos os agentes econômicos se direcionam para o dólar que passa de desempenhar as funções de reserva de valor e unidade de conta, e quando o processo inflacionário já é muito agudo, também a função de meio de troca. No Brasil, esse processo foi um pouco distinto, pois com a indexação institucionalizada no sistema financeiro, e principalmente dos títulos públicos ficou garantida uma relativa proteção contra os efeitos da inflação. É lógico que a proteção ocorre de forma diferenciada, uma vez que o acesso ao mercado financeiro não é igual entre os agentes econômicos. Assim, o processo de dolarização na economia brasileiro no sentido de adotar o dólar como referência foi bastante reduzido. Assim se há alteração do patamar de inflação, como anteriormente descrito, é natural que os agentes exijam uma intensificação do grau de indexação de suas rendas e rendimentos. Como de fato ocorreu na economia brasileira. Garcia (1994), por exemplo, defende que a existência de substitutos domésticos para a moeda acabou por dificultar o papel do Banco Central no combate à inflação e ainda fazer com que os agentes econômicos não quisessem arcar com os custos da estabilização. De um lado, proporcionou ativos líquidos para os agentes e proteção das

altas taxas de inflação, mas de outro, deixou o sistema de preços sem âncora nominal.

Acreditamos que Lopes apresenta três fases no que concerne à formulação de propostas de políticas de estabilização de preços na economia brasileira. Todas partindo do mesmo diagnóstico sobre o processo inflacionário.

A primeira foi quando lançou a idéia de choque heterodoxo. Em termos gerais, a proposta era instituir um congelamento geral de preços, salários e rendimentos, de forma a apagar a memória inflacionária, uma vez que os mecanismos de indexação, formais e informais seriam inibidos. Enquanto durasse o congelamento, medidas para desindexar a economia seriam tomadas. A política monetária deveria ser passiva e responder à previsível elevação da demanda de moeda, e não obstruir o investimento. Acreditava-se que o déficit público era negligenciável, não exigindo nenhuma medida específica, e a política fiscal deveria ser conduzida de forma a favorecer a retomada do crescimento econômico. Segundo suas próprias palavras: a proposta "era muito tosca, quase ingênua".(Lopes, 1989:50).

As reações ao choque heterodoxo foram as mais diversas possíveis. Faremos referência aqui apenas a proposta que o levou a readaptação da versão original. Uma delas foi a de Lara Resende que

reagiu indignado com o grau de interferência na formação dos preços previsto por um congelamento generalizado, do provável desalinhamento de preços relativos devido à desincronização dos reajustes, além dos desajustes que provocaria no mercado financeiro e a dificuldade de administrá-lo. E, apresentou uma idéia alternativa que posteriormente desenvolveu com Arida: a reforma monetária com uma moeda indexada, discutida no segundo capítulo.

Lopes via dificuldades práticas e políticas à proposta de moeda indexada, principalmente, durante a fase de transição, quando os salários seriam convertidos pela média dos últimos meses e as duas moedas, a velha e a indexada, estivessem convivendo simultaneamente. Acreditava ainda que se os preços, com exceção dos administrados pelo governo, fossem convertidos pelo pico, haveria uma incompatibilidade distributiva pós reforma, e a aceleração do processo de inflação. Considerava assim, uma estratégia de alto risco. Porém, concordava que a proposta "Larida" apresentava atrativos, pois era sensível as críticas a sua proposta de choque.

Desse ponto de vista, consideraremos a segunda fase, quando Lopes incorpora a idéia de reforma monetária ao choque heterodoxo, mas não promove outras alterações de maior importância para o nosso objetivo. A título de ilustração podemos citar o trabalho escrito

um pouco antes do lançamento do Plano Cruzado¹⁷⁹. Neste caso, a reforma monetária, desempenharia três funções: uma simbólica que sinalizaria para os agentes que há um compromisso com o combate à inflação; uma segunda, para permitir a transição dos contratos financeiros pré-fixados da maneira mais neutra possível; por último, uma função de deixar claro a questão da conversão de preços e rendimentos em valores compatíveis com a estabilidade de preços.

Finalmente, a última fase estaria sintetizada na proposta de a "Moeda Real" apresentada em 1989¹⁸⁰. Primeiro é bom lembrar que, entre o lançamento do Cruzado e essa última proposta, o processo inflacionário brasileiro entrou numa trajetória de aceleração, com crescente aprimoramento dos mecanismos de indexação e de utilização das moedas indexadas. Estes surtos foram interrompidos por congelamentos de preços cada vez menos eficazes.

Antes de apresentar o esboço do que seria uma possível estratégia de estabilização, Lopes resume o aprendizado obtido, principalmente, da participação na formulação de dois planos de estabilização: o Plano Cruzado e o Plano Bresser. "A primeira é que a sociedade pode correr sérios riscos quando um plano econômico de grande envergadura é desenhado em sigilo e aplicado através de um

¹⁷⁹ LOPES, F (1986) "O Choque à Brasileira", *Choque Heterodoxo – Combate à Inflação e Reforma Monetária*, Editora Campus.

decreto-lei. Por melhor que seja a equipe econômica encarregada da sua elaboração, existe sempre a possibilidade de erros graves de concepção que poderiam ser eliminados com a discussão ampla na sociedade. Isto, porém, significa que o combate à inflação tem que prescindir do congelamento de preços. [...] A segunda lição é que a necessidade de pré-requisitos e condições iniciais adequadas dá grande fragilidade aos programas de estabilização heterodoxos.” (Lopes, 1989:81)

Observe-se que na nova estratégia não há congelamento de preços, mas isso não significa que seu autor não acredita no instrumento para combater à inflação inercial. A estabilização israelense é o exemplo de caso bem sucedido de choque heterodoxo. Lá se estabeleceu congelamento de longa duração para taxa de câmbio, e congelamentos curtos para preços e salários, apoiado por austeridade fiscal e monetária, e ainda, um governo com bom suporte político. No Brasil, o problema é que o instrumento foi tão insistentemente utilizado que dificilmente produziria os efeitos desejados.

No que se refere às condições iniciais, sua ênfase é em como desenhar uma estratégia que ao mesmo tempo em que reduz as taxas de inflação, sua execução crie suas próprias condições de

¹⁸⁰ LOPES, F. (1989) “Moeda Real”. *O Desafio da Hiperinflação*. Rio de Janeiro, Editora Campus, p. 77-90.

sustentabilidade de longo prazo. Naquele momento esta pensando no financiamento não monetário do déficit público, um relativo equilíbrio de preços relativos e o fim dos mecanismos de correção monetária e indexação de curto prazo¹⁸¹. Segunda Franco esta era uma preocupação da equipe econômica responsável pelo Plano Real, portanto, é dentro dessa lógica deve ser considerada a política cambial. Ou seja, como mecanismo de articular um comprometimento do governo com o ajuste fiscal.

Lopes propõe a criação de uma reforma monetária com a introdução de uma nova moeda que reproduza a lógica de funcionamento de um processo hiperinflacionário sem que o país experimente-o, e portanto, sofra seus efeitos destrutivos com conseqüências imprevistas sociais e políticas¹⁸². O curioso é que ele chama essa moeda, em 1989, de Real¹⁸³. Uma moeda de curso legal, que possibilite uma transição espontânea e controlada, e ainda, viabilize a desindexação da economia, a semelhança da proposta de moeda indexada conhecida como "Larida". A credibilidade do Real se obteria com o impedimento de financiamento inflacionário por parte do governo e a proibição de cláusulas de indexação inferiores a um

¹⁸¹ LOPES (1989), *op. cit.*, p. 82.

¹⁸² No primeiro capítulo do livro: *O Desafio da Hiperinflação*, Lopes descreve os efeitos econômicos, sociais e políticos perversos da hiperinflação alemã em 1923 como uma das justificativas para a subida de Hitler ao poder na década seguinte.

¹⁸³ LOPES (1989), *op. cit.*, capítulo 8. O nome Real para a moeda se inspira no padrão monetário de longa tradição em Portugal, introduzido pela primeira vez no reinado de Don Duarte (1433-1438). Ver: *Ibidem*, p. 83.

ano. A credibilidade também seria reforçada pela forma de emissão da nova moeda: um órgão dentro do Banco Central com a função específica de emitir - Caixa de Conversão. Este órgão daria transparência e possibilitaria o controle sobre a emissão de Reais que seria emitido mediante a compra da moeda velha e de moeda estrangeira, estabelecendo a taxa de câmbio entre as duas moedas nacionais.

Assim, a estratégia de estabilização sugerida estava baseada em dois mecanismos a serem implementados em dois estágios, tudo de forma negociada com a sociedade. Primeiro promoveria a desindexação via reforma monetária, e em seguida, com o primeiro estágio já avançado, estabeleceria a âncora efetiva da estabilização, ou seja, o controle monetário com ajuste automático do setor público.

Durante uma fase de transição, de quatro meses, conviveriam duas moedas: o cruzado e o real. A paridade entre elas acompanharia o valor diário da OTN fiscal. A Caixa de Conversão garantiria liquidez absoluta à moeda que se desvaloriza, para impedir um aumento explosivo na sua velocidade de circulação, e a possível hiperinflação no cruzado, semelhante ao ocorrido com o *pengo* fiscal na Hungria, ou as moedas de valores constantes na Alemanha durante a hiperinflação.

O equilíbrio na conversão das obrigações contratuais e financeiras existentes seria garantido, com a mensuração da taxa oficial de inflação nas duas moedas, de tal sorte que só se realizasse a conversão no dia do vencimento.

Quanto à conversão dos salários o autor não é muito claro. "Os salários seriam imediatamente convertidos em reais segundo o número de décimos de OTN fiscais correspondentes aos seus valores em cruzados no dia do efetivo recebimento no mês anterior. Seria mantida a livre negociação em base anual dos salários em reais, mantidas as atuais datas-base de cada categoria." (Lopes, 1989:85) Os preços dos bens e serviços poderiam ser cotados em ambas as moedas, o governo deveria administrar com cuidado a taxa de câmbio, as tarifas e os preços públicos, de forma a reduzir as pressões inflacionárias na nova moeda.

O segundo estágio, com a desindexação da economia já avançada, seria o momento de estabelecer a âncora nominal do programa: a âncora monetária com ajuste automático do setor público. A Caixa de Estabilização abandonaria a regra anterior de atender a demanda pela moeda nova em termos ilimitados à paridade baseada no valor da OTN. A emissão mediante a troca pela moeda antiga estaria sob um rígido limite, previsto em lei. No caso de compra de moeda estrangeira não haveria restrição a regra anterior

de fixar a paridade cruzado-real com base no valor da OTN fiscal. Na verdade, como poderia emitir Reais com a aquisição de divisas, o controle de fato seria sobre o crédito líquido interno e não sobre a base monetária. A paridade entre as duas moedas seria estabelecida por meio de leilões diários de modo a respeitar os limites de emissão e impedir grandes oscilações na taxa de câmbio entre o cruzado e o real. Não teriam sido ainda convertidos para moeda nova: parte dos gastos da União (exceção de salários e encargos, as transferências constitucionais de receita tributária intergovernamentais, e os encargos da dívida pública); e as operações de crédito do Banco Central fora da Caixa de Conversão.

Segundo Lopes, essa forma operar por leilões da Caixa de Estabilização se inspira na experiência boliviana com os leilões de divisas. De que forma funcionaria a política econômica? A partir da fixação de uma meta para a paridade entre as duas moedas, os leilões sinalizariam se a taxa de câmbio estivesse acima do previsto na meta, haveria uma indicação inequívoca para o Governo da necessidade de aumentar a contenção no uso de moeda antiga, cruzados, ou seja, nos gastos públicos e nas operações de crédito do Banco Central. Ficaria assim a política fiscal subordinada à política monetária de austeridade. Em suma, a âncora nominal seria a monetária e

conseqüentemente o regime cambial seria de taxas de câmbio flutuante.

No entanto, Lopes alerta que há riscos, um deles de desindexação relacionado principalmente a existência de uma inflação residual na transição da inflação alta para a inflação baixa. Em decorrência sugere que as tarifas públicas e a taxa de câmbio deveriam permanecer estáveis durante os seis primeiros meses do programa. Ou seja, ele está recomendando a adoção de mais âncoras ao menos inicialmente. Nas suas palavras: "os problemas práticos na área de preços fatalmente serão muitos e só poderão ser adequadamente resolvidos com muita arte e empenho. Minimizar a importância desse esforço é colocar em risco o sucesso do programa". (Lopes, 1989:89) Ele identifica ainda mais duas áreas de risco para sua proposta de estabilização. O sistema financeiro, que se deformou ao longo do processo de inflação alta e precisará se adaptar num período de taxas de juros elevadas. As taxas de juros altas são necessárias para administrar o previsível excesso de demanda. Finalmente, o risco de comportamento do governo em se comprometer na execução dos ajustes necessários.

Lopes praticamente mantém suas opiniões sobre o papel da política fiscal, e passa a dar mais destaque ao papel da política monetária, que precisa deixar de ser passiva. Essa discussão é

importante, pois no diagnóstico mais convencional a inércia é um fenômeno de autoregressividade, e portanto, de passividade da moeda. Assim, por exemplo, para Pastore (1997), a questão da estabilização concerne à estratégia de resgatar a política monetária ativa.

Em entrevista concedida em dezembro de 1997 a Mantega e Rego (1999), continua achando que o problema fiscal não foi o que inviabilizou o Plano Cruzado. Defende que o problema foi excesso de demanda não combatida com uma política monetária austera. Segundo ele, controlar a demanda é um problema essencialmente de política monetária. Lembra ainda na entrevista que o grupo de economista na época do Plano Cruzado, não tinha claro o papel da âncora cambial. Naquela época, e como vimos também nas suas considerações posteriores, o câmbio desempenhava uma função mais acessória. Assim, a essência do Cruzado foi à desindexação não o congelamento da taxa de câmbio. Na verdade, Lopes reconhece a inversões de papéis entre os instrumentos. À medida que se tornou mais claro papel da âncora cambial, o que era um problema do congelamento, ou seja, como promover o descongelamento, se tornou no problema de como caminhar de uma taxa de câmbio relativamente fixa em direção a um câmbio mais flexível. Assunto que trataremos na próxima seção.

4.4 Debate do Câmbio

Vamos tentar agora apreender como se deu à inserção de Lopes no controverso debate em torno da condução da política cambial. Afinal, ele tentou implementar um regime de bandas largas, no entanto, o mercado não o aceitou e praticamente forçou a flutuação na taxa de câmbio. Antes porém recapitularemos algumas das evidências encontradas na literatura sobre os efeitos da utilização da âncora cambial como instrumento fundamental do processo de consolidação da estabilização.

Como demonstram Batista Jr. (1996), Calvo e Végh (1999), Kiguel e Liviatan (1992), Végh (1992), o emprego da âncora cambial com o objetivo de promover a estabilização de preços em economias de inflação alta e crônica, tem sido acompanhado de crescente vulnerabilidade externa dessas economias. Tal estratégia de estabilização só se tornou viável dada a existência de abundantes recursos no mercado financeiro internacional desde início dos anos 90, bem como, de sua disponibilidade em direcionar-se para as economias emergentes, em processos ou não de estabilização¹⁸⁴. Para ter acesso aos recursos, essas economias tiveram de promover e/ou aprofundar

¹⁸⁴ CALVO, LEIDERMAN e REINHART (1993) sugerem, a partir da análise empírica, que fatores externos em grande parte explicam a afluência de recursos para a América Latina. Os autores estão preocupados em chamar a atenção, principalmente, para as implicações no manejo das políticas macroeconômicas internas da presença de grande volume de recurso com alta

seus processos de abertura comercial e financeira. Conseqüentemente, estas economias passam a apresentar alto endividamento externo acompanhado de piora nos indicadores de comércio exterior, políticas fiscal e/ou monetária, aumentando assim o risco de ataques especulativos.

Conforme sintetizado por Hermann (1999), observa-se as seguintes ocorrências nessas economias: "(a) valorização real da taxa de câmbio, pela combinação do câmbio nominal fixo (ou quase fixo) com a inflação residual dos primeiros meses (ou mesmo anos) da estabilização; (b) déficits comerciais sistemáticos e, às vezes, crescentes, como resultado da combinação de (a) com o aquecimento da atividade econômica, que, tipicamente, se segue às experiências de estabilização por âncora cambial; (c) elevados e sistemáticos superávits na conta de capital do balanço de pagamentos, criando dificuldades de administração da política monetária – mais especificamente, de conciliação de seus objetivos estabilizadores com o compromisso do governo com o câmbio fixo; (d) deterioração das contas públicas – nos casos em que a preservação da taxa de câmbio nominal foi obtida por meio de operações de esterilização dos superávits da conta de capital – e/ou reforço da tendência à valorização real do câmbio – nos casos de uso moderado do recurso

volatilidade. Constatam que a reversão dos recursos em direção a economias maduras traria sérios problemas para as economias latino americanas.

da esterilização, com uma tolerância maior para a inflação residual".
(p. 476)

Ciente destes fatos Lopes lembra que a situação ideal para a estabilização ocorre quando há uma hiperinflação, como foi a experiência da Alemanha de 1923. Neste caso, a própria hiperinflação ao deixar a taxa de câmbio real muito depreciada, dá mais folga para a apreciação decorrente do processo de estabilização. No entanto, ele destaca que "a percepção de que a sobrevalorização é um problema insolúvel pode ser equivocada. A taxa de câmbio real é um fenômeno de mercado, não é algo que possa ser controlado pelo governo".
(Mantega e Rego, 1999:353)

Ele concorda que a persistência dos déficits comerciais, mesmo com a desvalorização nominal do câmbio de algo em torno de 7% ao ano, sinaliza que a taxa de câmbio real não se encontra no equilíbrio. Mas que no entanto ninguém sabe qual é o equilíbrio. E a política de bandas estreitas adotadas é uma opção de política, que talvez vislumbre o que chama de saída ideal da apreciação. Ou seja, é um mecanismo onde o próprio sistema econômico corrige gradualmente a taxa de câmbio real e ao mesmo tempo aumenta a flexibilidade do regime. No entanto, segundo afirma, "para isso, você precisa de reservas elevadas e uma série de condicionantes internas e externas."
(Mantega e Rego, 1999: 354)

Enquanto, o câmbio não está no equilíbrio torna-se necessário frear o crescimento econômico, por meio de política monetária que aos poucos vai recuperando sua eficácia, para impedir uma deterioração maior ainda nas contas externas. Lopes reconhece que são inevitáveis os custos da estabilização, uma vez que o fim da inflação, a abertura e o desaquecimento da economia promovem alterações relevantes nos preços relativos para fazer a convergência dos preços dos bens e serviços *non tradeables* para a direção dos *tradeables*. Nesse sentido faz parte da lógica do modelo adotado absorver poupança externa, ou seja, apresentar déficits em conta corrente. Na verdade, a equipe econômica contou com a entrada de montante relevante de recursos externos para o processo de privatização. No entanto, os investimentos diretos só produzem efeitos positivos sobre o setor externo se sua expansão se encaminha para as exportações. O problema então foi que os recursos foram direcionados para o setor de *non tradeables* e, portanto, não ampliam a capacidade de exportar da economia e ainda significam pagamento de remuneração de fatores em moeda estrangeira.

Lopes também chegou a defender que a medida relevante para avaliar a vulnerabilidade externa do país não deveria ser o déficit em conta corrente como proporção do PIB, mas o antes denominado hiato de recursos. Este definido como o déficit de conta corrente menos a

entrada de investimentos externos diretos, ou seja, a necessidade de recursos externos.

Com relação ao ajuste fiscal, Lopes faz questão de diferenciar seu argumento do apresentado pelos economistas monetaristas, apesar de considerá-lo central para o sucesso da estabilização. Segundo ele, os monetaristas justificam a necessidade de ajuste fiscal devido a seu impacto nas expectativas intertemporais. Uma vez que os agentes percebam que o setor público não está respeitando sua restrição intertemporal, eles antecipam as pressões inflacionárias. Lopes ao contrário enfatiza que o importante é não deixar que a dívida líquida como proporção do PIB entre numa trajetória explosiva. Durante sua participação em debate¹⁸⁵, concordou com Pastore que boa parte da deterioração das contas fiscais se devem aos altos juros praticados. E afirmou: "é verdade também que o superávit primário tem-se deteriorado [...] na área fiscal existem três vilões básicos: os juros, que é o problema mais fácil, os salários do setor público e as finanças estaduais". (Lopes, 1998:180)

Talvez Lopes acredite ser mais fácil tratar da conta de juros, por que o Banco Central tem tido total independência, mesmo que informalmente, desde o lançamento do Plano Real para estabelecer a taxa de juros que sustente a âncora cambial. Cabe destacar que todos

os três autores tratados neste trabalho, se dizem favoráveis à independência do Banco Central, até como aspecto fundamental para consolidação da estabilização.

Lopes em artigo apresentado no encontro sobre "Mecanismos de Transmissão da Política Monetária"¹⁸⁶, promovido pelo Banco de Compensações Internacionais, parece deixar claro que a consolidação da estabilização ocorreria quando a taxa de câmbio fosse flutuante e as taxas de juros estivessem próximas dos níveis das economias estáveis. Destaca que o processo de estabilização representa um resgate dos canais de transmissão da política monetária – taxa de juros, crédito, riqueza e taxa de juros, que ao longo do período inflacionário foram perdendo eficácia. Porém, na condução da política monetária brasileira recente predomina o canal da taxa de câmbio. Afinal, "a combinação de uma grande acumulação de reservas estratégicas (de US 42,9 bilhões em junho de 1994 para US\$ 60,5 bilhões em novembro de 1996) com taxas de juros extremamente altas não deixa dúvida de que esta política vem sendo de longe uma política monetária baseada na estabilização." (Lopes, 1997:10) Assim, ele se manifesta no sentido de poder reduzir a taxa de juros a partir

¹⁸⁵ II Encontro Nacional sobre Mercados Financeiros, Política Monetária e Política Cambial, realizado em 30 de novembro a 1º de dezembro de 1995.

¹⁸⁶ LOPES, F. (1997) "Os mecanismos de transmissão de política monetária numa economia em processo de estabilização: notas sobre o caso do Brasil". *Revista de Economia Política*, vol. 48, n. 4, outubro/dezembro.

da gradual recuperação dos outros canais de transmissão da política monetária.

De qualquer forma, verifica-se uma proximidade de Lopes ao encaminhamento sugerido por Arida para a consolidação da estabilização, e sua conseqüente discordância em relação à Franco. Lopes relata houve um intenso debate interno a equipe, no qual os principais participantes eram o Banco Central, Malan, Serra e Bacha, estando presente algumas vezes Clovis Carvalho e o Presidente, logo após a crise mexicana sobre a condução da política cambial. Segundo suas palavras: "Foi um debate forte porque havia a percepção entre muitos de nós de que a taxa de câmbio tinha caído demais na fase de flutuação inicial pós-real e a questão, à luz da ameaça mexicana, como fazer para corrigir a sobrevalorização e que regime cambial instituir para o futuro. Essa é uma questão ainda presente na política econômica, e a discussão naquele momento foi muito intensa – produziram-se muitos *papers*. *Papers* de lado a lado, com coisas até bem interessantes..." (Mantega e Rego, 1999:352)

No conturbado episódio de introdução formal do regime de bandas, Lopes ficou do lado de Arida na defesa de uma desvalorização inicial para contrabalançar a sobrevalorização permitida na fase anterior, e em seguida a estabelecer um novo regime cambial. Segundo ele, "defendíamos a idéia de criar uma banda com um piso

que envolvia um salto em relação à taxa de câmbio vigente, que era de R\$ 0,84 por dólar. A proposta era uma banda com piso em R\$0,93. O Gustavo tinha a percepção de que teria que ser uma transição mais gradual. Acho que daí surgiu o compromisso de se fazer uma banda que começava pequenininha e ia gradualmente sendo ampliada.” (Mantega e Rego, 1999:352) A solução de compromisso estabelecida entre os membros da equipe se revelou desastrosa à medida que criava um regime intermediário, uma banda que se ampliava de forma pré-anunciada, porém com forte intervenção intrabanda. Lopes identifica como o aprendizado a ser extraído do episódio: a convicção no regime que se vai adotar é o fator mais importante para o seu sucesso. O pior problema é à falta de convicção, o mercado detectou rapidamente que Arida não acreditava na solução adotada¹⁸⁷.

Para Lopes, o processo de correção da taxa de câmbio é endógeno e realizado pelo mercado. Provavelmente quando concedeu à entrevista a Mantega e Rego em dezembro de 1997, já tinha em mente alguma tecnologia para acelerar a desvalorização do Real, pois ao ser perguntado sobre a política cambial, em mais de uma vez afirma que sua correção é um processo endógeno, concretizado pelo sistema econômico. Na verdade, ele tentou em janeiro promover uma desvalorização controlada com o mecanismo que denominou de

¹⁸⁷ MANTEGA e REGO (1999) *op. cit.*, p. 352.

“banda diagonal endógena”, onde alterava a faixa de flutuação da banda (limite inferior de R\$ 1,20 e superior de R\$1,32 por dólar), ampliando a banda e estabelecendo fórmulas com ponderações distintas para o teto e o piso da banda que estava sendo institucionalizada. Estavam previstos ajustes no piso e teto a cada três dias úteis. E claramente, percebe-se que o mecanismo procurava ampliar a largura da banda, com o teto se movendo mais rapidamente que o piso¹⁸⁸, e dar maior autonomia do mercado na definição da taxa de câmbio.

No entanto, o próprio relatório do Banco Central¹⁸⁹, reconhece que no início de janeiro de 1999 confluíram uma série de fatores para a drástica queda da credibilidade do país: especulações sobre revisão do acordo com o FMI devido à queda das reservas internacionais; moratória do governo de Minas Gerais; especulações sobre mudanças no comando do Banco Central e Ministério da Fazenda; quedas históricas no índice Bovespa; demanda por maior remuneração em

¹⁸⁸ Banco Central do Brasil, Comunicado n. 6560, de 13 de janeiro de 1999. “Artigo V – o aumento em Reais do Limite superior ao final de cada período de três dias úteis, que definirá o limite superior que vigorará no período seguinte de três dias úteis, será determinado pela fórmula: $DT = (0,000857) * (T - X) + 0,000428 * (X - P) / (T - P)$, sendo: DT: aumento em Reais do limite superior; T: limite superior em vigor no período corrente; P: limite inferior em vigor no período corrente; X: média aritmética das taxas PTXA de venda observadas nos três dias úteis do período corrente; VI – o aumento em Reais do limite inferior ao final de cada período de três dias úteis, que definirá o limite inferior que vigorará no período seguinte de três dias úteis, será determinado pela fórmula: $DP = (0,000428 * (X - T)) / (T - P)$, sendo: DP: aumento em reais do limite inferior; T: limite superior em vigor no período corrente; P: limite inferior no período corrente; X: média aritmética das taxas PTAX de venda observadas nos três dias úteis do período corrente.”

¹⁸⁹Análise do Mercado de Câmbio – Relatório Trimestral – Janeiro a Março de 1999, Banco Central do Brasil. (www.bcb.gov.br).

leilões de títulos do Tesouro Nacional; queda do preço dos títulos soberanos do Brasil e outros países emergentes. Ou seja, para uma correção da trajetória do câmbio difícil de ser executada e com chances de sucesso exigia-se condições econômicas internas e externas, além das políticas muito especiais, totalmente contrárias ao ambiente de queda de credibilidade descrito acima. Assim, o desfecho foi que no dia 15 de janeiro de 1999, o Banco Central emitiu o Comunicado n. 6563 informando que se absteria de operar no mercado de câmbio, suspendo então o regime de bandas e institucionalizando a flutuação cambial.

Considerações Finais

"... o Plano Real não foi concebido para eleger FHC; FHC é que foi concebido para viabilizar no Brasil a coalizão de poder capaz de dar sustentação e permanência ao programa de estabilização do FMI, e viabilidade política ao que falta a ser feito das reformas preconizadas pelo Banco Mundial". (Fiori, 1997:14)

1. Heterodoxia?, Ortodoxia?

Nossa argumentação anterior (capítulo 1) foi no sentido de destacar os aspectos heterodoxos do Plano Real, e portanto, sugerindo ser adequado classifica-lo assim. Entretanto, a afirmação de Simonsen, a seguir, nos sugere a utilização de um corte metodológico mais preciso para podermos classificá-lo como tal. "Contrariamente aos seus antecessores, o Plano Real nem pretendeu ser choque nem heterodoxo. Seu ponto de partida, como o de qualquer plano ortodoxo de combate à inflação, era o ajuste fiscal e o controle monetário." (Simonsen,1995:115)

Para estabelecer um outro corte que nos ajude nas classificações de ortodoxo e heterodoxo dos programas de estabilização monetária, pode-se adotar a sugestão de Andrade, Mollo e Silva (1997)¹⁹⁰. Como foi sugerido anteriormente, quando se observa os planos de estabilização sem uma demarcação menos sutil parece que há um consenso também nas terapias. No entanto, a

grande polêmica em torno da condução da política cambial parece nos indicar que os consensos são mais reduzidos. Assim, a divisão que adotamos entre ortodoxia e heterodoxia se baseou na concepção de moeda utilizada, tendo como referencial à aceitação da Lei de Say, pois esse corte nos permitiu discutir o regime cambial. Essa classificação leva à identificação de três paradigmas teóricos: ortodoxo, heterodoxo e um intermediário denominado convencional.

Os ortodoxos consideram que a moeda é exógena e não afeta as variáveis reais, sendo neutra no curto e longo prazo. Essa concepção implica na aceitação dos mecanismos auto reguladores do mercado e rejeita à intervenção do Estado. Os heterodoxos estão no espectro oposto, acreditam que a moeda não é neutra nem no curto nem no longo prazo, pois influencia a atividade econômica, é uma variável endógena, e não aceitam a idéia de mercado auto regulável. Entre esses dois extremos, estão os convencionais ou *mainstream* que aceitam a neutralidade da moeda no longo prazo, uma posição ortodoxa, mas no curto prazo admitem a possibilidade da moeda afetar a atividade produtiva, uma vez que há rigidez de preços, falhas de mercado e informação imperfeita. Neste caso, portanto, há espaço para intervenção estatal para trazer a economia de volta ao

¹⁹⁰ ANDRADE, J. P.; MOLLO, M. L. R; SILVA, M. L. F. (1997) "Os Programas de Estabilização na América Latina: traços ortodoxos e heterodoxos". *Anais do II Encontro Nacional de Economia Política*, PUC-SP, 27 a 30 de maio.

equilíbrio¹⁹¹. De acordo com essa classificação, podemos afirmar que os três economistas analisados neste trabalho são convencionais ou do *mainstream*. No entanto, como verificamos ao longo dos capítulos, eles não hesitam em serem também heterodoxos. Gustavo Franco, apesar de apresentar um discurso ortodoxo, sua atuação não o impede de praticar a heterodoxia. Por exemplo, durante a crise da Rússia, para tentar defender a moeda nacional contra ataques especulativos, o Banco Central do Brasil comprou títulos da dívida pública brasileira, os *bradies*, no mercado internacional, na tentativa de evitar uma desvalorização destes papeis, o que aumentaria o prêmio de risco do Brasil¹⁹². Claramente, uma atitude heterodoxa e em desacordo com as prescrições ortodoxas, uma vez que estaria mascarando o preço do ativo e a noção de risco associado ao país.

A partir dessa taxonomia, tantos os economistas heterodoxos quanto os convencionais concordam que os planos de estabilização heterodoxos baseiam-se no pressuposto que mesmo corrigindo os “fundamentos” por meio de políticas fiscais e monetárias, a inflação

¹⁹¹ Essa classificação praticamente equivale à classificação segundo as escolas de pensamento econômico. Assim, a ortodoxo corresponderia aos monetaristas e novos clássicos; a heterodoxo aos pós keynesianos, estruturalistas e marxistas; e a convencional ou *mainstream* aos novos keynesianos. Cabe observar que a rigor os monetaristas aceitam que a moeda não é neutra no curto prazo, mas é como se não aceitassem, uma vez que são radicalmente contra qualquer intervenção estatal na economia. Para resenhas sobre teorias de inflação ver: REGO, J. M.; MAZZEO, L. M. E FREITAS Filho, E. (1986) “Teorias sobre inflação: uma abordagem introdutória”. In: REGO, J. M. (org.) *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*, Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra; FONTES, R. M. O (1993) “Inflação sob a ótica dos principais paradigmas econômicos”. FONTES, R. M. O (ed.) *Inflação Brasileira*, Minas Gerais, Universidade Federal de Viçosa – Imprensa Universitária.

continuará elevada devido ao componente inercial existente. Aqui a heterodoxia advém da descrença nas forças de mercado para trazer à estabilidade de preços¹⁹³.

E os ortodoxos? Estes também detectam a inércia inflacionária, mas esta se refere à inércia decorrente da política monetária passiva, e portanto, tem origem distinta. Por exemplo, para Pastore (1997) as variáveis econômicas, representadas em séries temporais, indicam a presença de auto-regressividade positiva. No caso específico das taxa de inflação significa que a presença de alguma rigidez nos preços nominais "faz com que as taxas de inflação passadas imponham resistências às mudanças da taxa de inflação corrente"(p. 4). Ou seja, há inércia independente da taxa de inflação ser alta ou baixa desde que algum preço nominal apresente rigidez. Assim, não é necessário haver mecanismos de indexação de preços e rendimentos para as taxas de inflação mostrarem auto-regressividade positiva. A incorporação ou não dos choques e inovações na taxa de inflação depende da condução da política monetária. Se houver passividade monetária, haverá a persistência de um choque inflacionário, e quanto maior for a acomodação monetária, mais os choques serão incorporados às taxas de inflação. A inércia inflacionária, evidenciada pela presença de raiz unitária nas taxas de inflação, tem uma

¹⁹² Pinto, C. (1999) "A heterodoxia brasileira". *Folha de São Paulo*, 3ª. feira, 5 de outubro, p. 1-11.

dimensão monetária. Pastore (1997) conclui em seu exercício econométrico: "a característica dominante do comportamento da oferta monetária no Brasil, ao longo de todo o período que se estende da metade dos anos 40 até 1994, é sua passividade. [...] Nos anos finais do período analisado ocorreram indicações de um crescimento do grau de indexação da economia e de práticas de política monetária que conduziram a um maior grau de passividade da oferta de moeda. Nesse período constatam-se, também, evidências de um crescimento do grau de persistência nas taxas de inflação."(p. 49)

A decorrência natural deste diagnóstico é que a estabilização precisa acabar com a passividade monetária, ou seja, o Banco Central precisa parar de operar fixando a taxa de juros real e a taxa de câmbio real. Mas como fazê-lo? A solução é adotar uma âncora monetária, com taxa de câmbio de livre flutuação, ou uma âncora cambial, fixando a taxa de câmbio nominal, de tal forma que ambas respeitem a restrição orçamentária intertemporal¹⁹⁴.

As experiências históricas evidenciam que a âncora cambial tem sido a escolhida para a estabilização. Tal fato se deve a dificuldade em estabelecer uma âncora monetária. Em regimes de inflação alta, os agentes econômicos reduzem muito a demanda de moeda, e a

¹⁹³ ANDRADE, MOLLO E SILVA (1997), *op. cit.*, p.341.

¹⁹⁴ Para detalhes ver: MCKINNON, R. (1988) "Monetary and Exchange Rates Policies for International Financial Stability: A proposal" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n. 1, p. 83-103.

substituem por outro ativo. No Brasil, a substituição foi na direção dos títulos públicos indexados de liquidez diária. Assim, torna-se difícil e complexo prever qual será a demanda de moeda, ou mesmo a demanda de outro agregado monetário, pós estabilização. Como a credibilidade depende do compromisso do governo em não alterar o que foi anunciado em termos de política econômica¹⁹⁵, a fixação da taxa de câmbio acaba desempenhando mais facilmente o papel de âncora nominal. Na verdade, a idéia é promover uma mudança de regime fiscal e monetário de tal forma que demonstre o compromisso do governo com a estabilidade. Assim, os agentes ao formarem suas expectativas com relação à trajetória futura das variáveis monetárias e fiscais teriam credibilidade nas políticas que sinalizam uma inflação baixa. Nesse sentido, a melhor forma de implementar uma política com credibilidade é reduzir ao máximo o poder discricionário das autoridades monetárias.

A condução da política cambial baseado em regras é tanto compatível com o regime de taxas de câmbio flutuante quanto com o regime de taxas fixas do tipo *Currency Board*. E o regime de bandas cambiais? Aqui a resposta depende da maneira como as bandas são administradas.

¹⁹⁵ Esta questão se refere ao problema da inconsistência intertemporal das políticas, evidenciado nos trabalhos de Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983).

No sistema de bandas cambiais, o Banco Central estabelece limites superiores e inferiores para as variações da taxa de câmbio, sendo que dentro da banda o câmbio flutua livremente em torno de uma taxa de equilíbrio. Há o compromisso de intervenção no mercado de câmbio por parte do Banco Central toda vez que a taxa de câmbio se aproximar de um dos limites. E dessa forma a autoridade monetária sinaliza ao mercado que há controle sobre a política cambial, e previnem-se as oscilações bruscas. Fica então subentendido neste regime que a flutuação permitida está conseguindo garantir o equilíbrio interno e externo na economia. Para o regime obter credibilidade, os agentes econômicos vão antecipar corretamente a correção da banda de forma que seu ajuste será muito mais tranqüilo do que se não houvesse a banda. Neste caso, o estabelecimento de bandas cambiais funciona como uma regra que influencia as expectativas de taxa de câmbio de médio e longo prazo de acordo com a correção esperada dos "fundamentos", desempenha um papel de âncora dos preços e reduz a volatilidade inerente a um sistema de livre flutuação¹⁹⁶.

Verificamos que a distinção dos ortodoxos é razoavelmente clara no que concerne às prescrições na condução da política monetária e cambial. Cabe então discutir se é relevante a separação

¹⁹⁶ MOLLO, M. L. e SILVA, M. L. (1999), "A liberalização do Câmbio: revisitando a discussão dos pressupostos teóricos embutidos nas prescrições cambiais alternativas". *Anais do IV*

entre heterodoxos e convencionais, ou seja, se essa diferença produz reflexos na formulação e condução da política econômica. Não se esquecendo que o contexto internacional nos anos 90 se caracteriza pela crescente globalização financeira e oscilações de fluxos de capitais internacionais.

Já constatamos que ambos reconhecem a inércia derivada das regras de indexação formal ou informal existente na economia. Na verdade a rigidez dos preços e contratos está nas expectativas incorporadas nos contratos justapostos com reajuste desincronizados. Estes logicamente acreditam que a política de estabilização deve ser crível, uma vez que as expectativas dos agentes quanto à trajetória dos preços e salário e sua indexação depende de suas visões sobre a eficácia da política antiinflacionária.

Segundo Andrade, Mollo e Silva (1997) a diferença entre os heterodoxos e os convencionais será que para os primeiros, o sucesso da política, e portanto, sua credibilidade, está relacionado ao comportamento de determinadas variáveis (emprego, condições de trabalho e taxas de crescimento do produto) no longo prazo. Enquanto para os convencionais a ênfase está na condução das política fiscal e monetária de curto prazo, que garanta no longo prazo o controle na quantidade de moeda e uma trajetória de equilíbrio para economia. Mas como ambos vêem o regime monetário e cambial?

Como tanto os heterodoxos como os convencionais acreditam que no curto prazo pode haver desequilíbrios, ambos prescrevem políticas discricionárias como forma de contornar tais desequilíbrios. Sendo assim, para os propósitos desta análise, apesar das enormes divergências entre esses dois grupos, esta distinção não parece importante, à medida que ambos defendem políticas econômicas de sintonia fina.

2. Concordando com Fiori

Esta tese não trabalhou, mas não ignora, a subordinação e/ou a relação de dependência da política monetária dos países periféricos à dominância dos países hegemônicos.

Como bem registra Fiori (1999), a leitura histórica da fase de apogeu e crise da "utopia do mercado auto-regulado", que culmina com a Primeira Guerra e o fim do padrão-ouro, enfatiza aspectos paradigmáticos da relação entre a geopolítica e a geoeconomia capitalista, cuja importância e validade transcendem aquele momento da história¹⁹⁷. Não cabe no objetivo desta tese e ainda mais em suas notas conclusivas, reler, à luz desse paradigma, o período pós-Segunda Guerra Mundial. Em particular, a forma como o novo sistema monetário internacional baseado no sistema dólar-ouro,

¹⁹⁷ FIORI, J. L. (1999) "Estados, Moedas e Desenvolvimento". In: FIORI, J. L. (org.) *Estados e Moedas no desenvolvimento das nações*. Rio de Janeiro, Editora Vozes, p. 70.

negociado em Bretton Woods, harmonizou a paridade fixa entre as moedas com a autonomia das políticas monetárias nacionais, sob a hegemonia capitalista dos Estados Unidos. Tampouco caberia neste espaço analisar a forma como se gestou a crise política e econômica internacional a partir dos anos 1970. A tentativa de explicar o que se passou na década de 1970 deu origem a uma nova "economia política internacional". Depois de praticamente trinta anos, a crítica das suas inconsistências teóricas e históricas e o seu fracasso frente ao teste da história recente sugeriu a necessidade de uma revisão. Fenômenos que se reproduzem nos países periféricos de forma mais dura, onde como no século XIX, mas agora sob a coordenação direta dos "mercados financeiros" e seus principais *players*, voltam a ser ponderados como o preço a ser pago pelo cumprimento da exigência de orçamentos equilibrados e moedas sólidas: as privações dos desempregados, sem emprego devido à inflação; a demissão de funcionários públicos, afastados sem uma pensão; até mesmo o abandono dos direitos nacionais e a perda das liberdades constitucionais.

Esses processos e tendências como bem aponta Fiori são avigorados pela política ativa da potência hegemônica e de suas redes de apoio globais a favor dos novos regimes internacionais de comércio e investimento e da convergência das políticas econômicas dos países

situados dentro do seu espaço de influência. Destaca-se o fato de que nesse período, ao contrário do que ocorrera com a Inglaterra, os Estados Unidos revigoraram seu potencial industrial, tecnológico e comercial, ao mesmo tempo em que reforçaram e ampliaram o poder global do seu capital financeiro. São essas as tendências que se confirmam e acentuam nos anos 90, quando a economia americana transforma-se na estimuladora de uma economia mundial quase estagnada. No campo geopolítico, também foi no início dos anos 80 e 90 que se conformaram os aspectos mais importantes para uma nova ordem bastante hierarquizada, uma única superpotência mundial com capacidade de arbitrar questões militares e monetárias que sobreviveu à Guerra Fria e que vem gerindo o mundo, desde 1991. Segundo Fiori, os fatos parecem confirmar a tese de que, do ponto de vista do poder militar, os Estados Unidos têm arbitrado, isoladamente, as decisões mais importantes no campo da segurança, em todos os campos regionais da geopolítica mundial. Como sua tecnologia e capacidade operacional os afasta muito dos seus parceiros ocidentais, aparece também no comando direto e na participação majoritária em todas as intervenções militares durante a década. Em suma, depois da Guerra do Golfo, na falta de contrapoderes, os Estados Unidos vem desempenhando uma função arbitral e tutelar em escala global, de forma cada vez mais absoluta e arbitrária¹⁹⁸.

¹⁹⁸ *Ibidem* p. 73.

Paralelamente a estas mudanças geopolíticas, também foi sendo progressivamente concebido o sistema monetário internacional inaugurado com o término da conversibilidade do dólar, em 1973. Acolhido, inicialmente, como forma de aumentar a liberdade das grandes potências na condução de suas políticas monetárias, este na prática se tornou, durante os anos 80, num projeto distinto do inicial. A partir da diplomacia norte-americana do "dólar forte", mas sobretudo depois de 1985, o sistema monetário internacional fundamentado na idéia das taxas flutuantes foi se transformando num sistema híbrido e dolarizado. Entre os países desenvolvidos consolidou-se paulatinamente um sistema monetário internacional "dólar flexível", enquanto entre os países com moedas fracas foram se generalizando várias formas de "âncoragem cambial". Nos dois "mercados", entretanto, o verdadeiro padrão de referência tem sido o poder puro e simples da única superpotência capaz de arbitrar, através do movimento competitivo de suas taxas de juros, o valor relativo da sua e de todas as demais moedas nacionais envolvidas no funcionamento dos mercados capitalistas. Assim, a passagem do padrão-dólar para o atual sistema "dólar flexível" correspondeu a um afunilamento da relação entre o poder político e o valor internacional das moedas. Parece como se, paulatinamente a partir do padrão-ouro e passando pelo sistema monetário estabelecido em Bretton Woods e

sobretudo depois de 1991, o poder político e militar tenha se transformando no real avalista do valor do dinheiro, e o oposto também se explicita, pois o dinheiro passa a assumir o seu papel de instrumento do poder. Apesar da dolarização deste novo sistema, se mantém a competição entre algumas moedas, o que permite que suas flutuações multiplique a riqueza financeira, mantendo a instabilidade global do sistema financeiro. Mas o que se deve ressaltar, diferente do século passado, é que a "flutuação" cambial foi seguida pela desregulação dos mercados de capitais, originando uma nova finança privada global, estreitamente vinculada ao processo de retomada da hegemonia americana, nos anos 80, e à nova forma unipolar do exercício do poder norte-americano depois do fim da Guerra Fria. Um processo de desregulação econômica que foi inaugurado nos países de influência anglo-saxã e que se impôs aos demais países, forçados pela lógica da "desregulação competitiva" induzida pelo poder dos sistemas financeiros concentrados nos aliados da City e de Wall Street.

É na região da periferia econômica e dos Estados sem moedas fortes, que a nova onda liberal e a pressão da finança globalizada chegou de maneira mais forte e esmagadora. Nos anos 70, a crise internacional deixou intocados alguns países que seguiram levando adiante seus projetos desenvolvimentistas, notadamente Brasil e Coreia. Mas, depois da crise da dívida externa nos anos 80, a

desregulação dos mercados e uma certa submissão das políticas econômicas nacionais se transformaram em regra geral. Na segunda metade da década de 90, todos os "milagres desenvolvimentistas" tinham entrado em crise. De tal forma que, a partir de então generalizaram-se as baixas taxas de crescimento, a instabilidade crônica, as altas taxas de exclusão social e de ingovernabilidade.

Na América Latina, desde a segunda metade dos anos 80, as elites econômicas e políticas internacionalizantes dos principais países, mesmo onde as experiências desenvolvimentistas haviam sido bem-sucedidas, preferiram uma espécie de retorno ao seu modelo de integração internacional do século XIX (como vimos com Gustavo Franco no capítulo III). Como consequência enfrentam agora uma crise profunda, provocada pelos seus mercados auto-regulados e internacionalizados.

Durante a segunda metade do século XIX foi possível tornar compatível à integração e dependência econômica dos principais países latino-americanos no padrão e no ciclo da economia inglesa, com sua subordinação à supremacia geopolítica regional dos Estados Unidos. No século XX, estes países tiveram pouca importância durante a Guerra Fria, mas aceitaram a hegemonia norte-americana e foram espaços privilegiados de experimentação da estratégia liberal-desenvolvimentista organizada por seus Estados, aliados ao

capital financeiro internacional. Neste aspecto, o caso do Brasil foi exemplar, com exceção de alguns momentos, nos governos Vargas e Geisel, foi possível conciliar, com o apoio norte-americano, o liberalismo internacionalizante de suas elites civis, econômicas e políticas, com o nacionalismo anticomunista de suas elites militares, promovendo uma industrialização com forte participação estatal e ampla "internacionalização do mercado interno".

Foi nos anos 80, com a administração Reagan e a restauração liberal-conservadora, que se criaram, como bem registra Fiori, as condições econômicas e políticas que permitiram combinar esta nova orientação geoeconômica ao projeto simultâneo de abandono do próprio desenvolvimentismo. A "política do dólar forte" e a falência financeira dos últimos Estados desenvolvimentistas abriram espaço para a promoção ativa da convergência das políticas econômicas da região. Na segunda metade da década de 80, a renegociação das dívidas externas permitiu que a estratégia de cooptação seletiva se associasse de forma mais clara ao projeto de restauração na periferia latino-americana do princípio liberal vigente no século XIX (como vimos *ad nauseam* com Gustavo Franco): mercados desregulados, economias abertas e exportadoras e Estados liberais não intervencionistas.

O modelo de liberalização das economias latino-americanas, sintetizado na proposta do Consenso de Washington, segundo também Fiori, durou pouco, porque imaginava que as reformas liberais somadas a uma política macroeconômica ortodoxa seriam condição suficiente para garantir uma entrada abundante e constante do investimento direto estrangeiro, o carro-chefe do "novo modelo" de crescimento econômico destes países. A crise argentina e seu novo plano de estabilização iniciado em 1991, com base na dolarização da economia, representou, um avanço e uma mudança de rota com relação ao modelo inicial. Em seguida, a crise mexicana de 1994 e a ajuda que garantiu o empréstimo de 40 bilhões de dólares ao país, e alguns anos depois, a crise e o acordo com o FMI e o BIS, que garantiu o empréstimo de 48 bilhões de dólares ao Brasil, acabaram explicitando as novas expectativas das elites liberais e internacionalizantes destes três países. Nos três casos, passou a ser sugerido explícita ou implicitamente uma mudança de estatuto com relação à "cláusula" de aceitação da nova ordem liberal. Argentina, México e Brasil estão de fato se propondo a deixar a condição de "mercados emergentes", estimulados pelas propostas norte-americanas do Nafta e da Alca. Na verdade, a nova utopia das elites liberais e internacionalizantes dos três principais países latino-americanos deixou de ser a simples integração liberal à

economia internacional. Apontam nessa direção várias decisões unilaterais tomadas pelos governos dos três países e todos os acordos internacionais que assinaram a partir de suas crises cambiais. Na prática esses países mantêm formalmente o autogoverno interno, mas compartilham de forma crescente sua gestão com os Estados Unidos, através dos seus organismos multilaterais e da *haute finance* americana. Não dispõem de um sistema de crédito e de capital financeiro sob comando nacional e já tomaram várias decisões que caminham, em última instância, na direção da dolarização das suas economias, mesmo quando ela enfrente fortes resistências internas e internacionais. Seu objetivo, agora, é garantir o afluxo de investimentos com que contavam desde o início, mas agora em condições de escassez e alta seletividade por parte dos investidores privados internacionais, daí a atração exercida pelo sistema do *currency board*, criado exatamente para garantir os capitais de investimento contra eventuais instabilidades. Um avançado grau de transnacionalização de suas economias foi obtido por meio do processo de privatizações ou fusões de suas indústrias, bancos e serviços, e seguem apostando suas expectativas de crescimento no aumento da participação dos investimentos externos na sua formação interna de capital.

O projeto em que apostam, de forma explícita ou implícita, as elites internacionalizantes da Argentina, México e Brasil, não seria impossível, se pensado apenas num plano abstrato ou "teórico" que desconhecesse completamente a história e as condições objetivas desses países. Mas que se defronta com grandes obstáculos reais, situados dentro e fora da própria região. Começando, exatamente, pelo problema da relação das moedas locais com o sistema monetário internacional.

3. Discordando de Fiori

Toda essa análise aqui reproduzida a partir de José Luis Fiori é fundamentalmente de nossa concordância. A nossa (radical) discordância de Fiori (1997) é com relação à sua tese de que o Plano Real, independentemente da originalidade operacional, integra o conjunto de planos de estabilização discutidos em Washington. Nesta reunião, John Williamson, que anos antes cunhou o termo *Consenso de Washington*, apresentou um documento onde prescrevia como criar situações mais favoráveis e regras de ação para subsidiar um *technopol*¹⁹⁹ a conseguir o apoio político para implementar um programa de estabilização e reforma econômica bem sucedida.

Segundo Fiori: "E aí se inscreve não apenas por haver sido formulado por um grupo paradigmático de *technopols*, mas por sua concepção estratégica de longo prazo, anunciada por seus autores, desde a primeira hora, como condição inseparável de seu sucesso no curto prazo: ajuste fiscal, reforma monetária, reformas liberalizantes, desestatizações, etc., para que só depois de restaurada uma economia aberta de mercado possa dar-se então a retomada do crescimento. Nesse sentido os seus *technopols*, como bons aprendizes, sabem que a dolarização inicial da economia será sempre um artifício inócuo se não estiver assegurada por condições de poder inalteráveis por um período prolongado de tempo. Desde este seu ponto de vista, aliás **o Plano Real não foi concebido para eleger FHC; FHC é que foi concebido para viabilizar no Brasil a coalizão de poder capaz de dar sustentação e permanência ao programa de estabilização do FMI, e viabilidade política ao que falta a ser feito das reformas preconizadas pelo Banco Mundial**". (Fiori, 1997:14, grifo nosso PHFC). Esta interpretação de Fiori vai leva-lo equivocadamente, a nosso juízo, a chamar Fernando Henrique Cardoso, Pécio Arida, Pedro Malan, Gustavo Franco, Francisco Lopes, Edmar Bacha etc..... de *moedeiros falsos*. O que

¹⁹⁹ Segundo a definição de *technopols* apresentada pela próprio Fiori: são economistas capazes de somar ao perfeito manejo do seu *maistream* (evidentemente neoclássico e ortodoxo) a capacidade política de implementar nos seus países a mesma agenda de política do *consensus* [...] (Fiori, 1997:12)

esta nossa tese tentou mostrar, entre outras coisas, é que, não obstante as determinações estruturais muito bem apontadas por Fiori e sinteticamente reproduzidas acima, é um gritante equívoco deste arguto analista afirmar que o desenho (ou os desenhos) dos programas de estabilização foram delineados pelo "conspirador" **Consenso de Washington.**

O movimento heterodoxo e ou alternativo de estabilização vem, como apropriadamente registra Rangel²⁰⁰ e outros autores especialistas na historia do pensamento econômico brasileiro de longa data (Bielschowsky, Borges, Mantega, Loureiro, Magalhães, quase todos autores por nos de forma mais ou menos recorrente usados nesta tese). Daí não hesitarmos em a partir exatamente de José Luis Fiori, mas em direto confronto com suas conclusões, concluirmos este trabalho com a afirmativa forte de que os idealizadores e operadores do Plano Real não estarem subordinados ao Consenso de Washington no âmbito das políticas de estabilização. Daí nominar este trabalho de ***Os falsos moedeiros falsos.***

²⁰⁰ Vide, por exemplo, RANGEL - Inflação Brasileira de 1963.

ANEXO - Entrevista do Presidente Fernando Henrique Cardoso

As análises sobre o Plano Real são basicamente análises econômicas, gostaríamos que o Sr fizesse uma análise política do plano. Porque o Plano Real, depois de tantos planos econômicos ao longo da redemocratização, deu certo? E o que há de político no Plano Real?

Acho que há muito, muito. O que acontecia naquela época? Na minha percepção era de que a sociedade não agüentava mais a inflação. Quando o Itamar me nomeou eu estava em Nova York nos Estados Unidos, voltando do Japão. Eu era Ministro das Relações Exteriores e não queria ser Ministro da Fazenda, pois achava que não tinha competência específica para a área. Além do que eu não queria que ele tirasse o Eliseu Resende que estava tentando colocar ordem no caos em que se encontrava o Ministério da Fazenda.

Ainda em Nova York mandei chamar o Pedro Malan e o Arminio Fraga que estavam lá. Na verdade, não me lembro se o Malan estava em Nova York ou Washington. Ambos vieram me encontrar. Eu queria tê-los na equipe. O Arminio não podia pois ele havia recém chegado para trabalhar com o Soros, e o Malan se comprometeu a passar uma

semana por mês aqui no Brasil. Na época, ele era negociador da dívida externa brasileira.

O Sr já tinha idéia do faria ao tomar posse no cargo de Ministro da Fazenda?

Eu vim no avião pensando sobre o que deveria dizer no discurso de posse. Passei rapidamente no meu apartamento, tomei um banho, e fui para o Palácio, onde Itamar me deu posse. A transmissão de cargo no Ministério da Fazenda ocorreu à tarde. No discurso, eu disse: "nós temos três problemas. O primeiro é a inflação, o segundo é a inflação, e o terceiro é a inflação". Na verdade, essa idéia eu tirei do Serra, que enfatizava muito esse tema na época. A inflação estava quase explodindo. Então, a primeira iniciativa foi pensar em como controlar a inflação? A primeira idéia foi colocar as contas em ordem. Fizemos o PAI – Plano de Ação Imediata, para o qual houve uma contribuição forte do Serra também. A redação foi feita parte aqui em Brasília, e uma parte, depois lá em São Paulo, onde só eu e o Serra trabalhamos no escritório dele. As linhas gerais desse plano eram a contenção de gastos. É curioso porque depois dizem que o Serra é desenvolvimentista. Tudo são imagens que vão se formando.

Como foi montar a equipe?

Foi difícil conseguir uma equipe. Quem topou inicialmente foi o Winston Fristch, que era do PSDB, e quem trouxe o Gustavo Franco que eu não conhecia. Quem gostava muito do Gustavo era o Malan,

mas tinha um problema inicial para colocá-lo de imediato na equipe, porque o Gustavo tinha escrito dois artigos criticando o Itamar. Foi difícil arranjar um Secretário Executivo, até que o Sérgio Motta se lembrou do Clóvis Carvalho que aceitou.

No início eu não mexi no Banco Central, nem no Banco do Brasil. E tentamos com esse pequeno grupo organizar alguma coisa para dar resposta à questão da inflação. Um dia o Bresser me disse lá em Ibiúna: "você certamente esta com algum plano". Mas, eu não estava. Uma tarde, eu peguei o carro, e fui à casa do André (Lara Resende) no Jardim Europa. Conversei com o André, e ele tinha umas idéias. Nesse meio tempo, o Bacha veio ajudar. Ele também é do PSDB. Bacha é muito criativo e também falou na OTNização, ou seja, transformar tudo em OTN, para poder dar uma solução posterior. Aí, eu chamei o André, e pedi que fosse aos Estados Unidos falar só com o Malan. Avisei: "você vai começar a mexer no Plano alternativo".

O André Lara Resende o Sr já conhecia?

Sim, ele também foi do PSDB, ajudou a fundá-lo. O Malan não, nunca foi do PSDB, os outros sim.

Mais tarde falei com o Bacha, e pedi para eles conversarem sobre o que fazer com a inflação inercial. Depois por acidente, não sei se foi em agosto, era uma sexta feira treze qualquer. Eu tinha um encontro com o Malan, o Serra e o André. O Serra não participava. Eles iam

jantar comigo, e o Itamar derrubou o Ximenes da presidência do Banco Central, por causa da questão do cheque pré-datado. Nessa noite nós conseguimos convencer o Malan a tornar-se Presidente do Banco Central. O André para convencer o Malan, disse que se ele, Malan, aceitasse, ele, André, assumia a negociação da dívida externa. Por volta das onze e trinta da noite, telefonei para o Itamar e falei: "esta aqui o novo Presidente do Banco Central". Assim, eles vieram para a equipe.

Em seguida houve uma briga, entre o Stepanenko (Ministro do Planejamento) e Delben Leite que era Presidente do BNDES. Pensei inicialmente no Belluzzo, pois queria uma aliança com o PMDB. Os outros nomes eram o (Francisco) Gros, e o Pérsio (Arida). Eu não me lembro o que ocorreu, se Belluzzo não aceitou. Conversei com o Itamar e concluímos que era melhor colocar o Pérsio. Eu disse: "olha Itamar quando eu puser o Pérsio, todo mundo vai achar que nós vamos fazer um novo Plano Cruzado". Era tudo que o Itamar queria.

Então o Presidente Itamar Franco apoiava a iniciativa de acabar com a inflação?

Sim, mas com uma visão diferente. Itamar e o setor político do governo: Roberto Freire, amigo do Itamar, o Simon, líder no Senado, e outras pessoas próximas do Itamar queriam um Plano que desse controle de preços e se possível pusesse na cadeia algum dono de

supermercado. Era uma versão popular do Cruzado. E nós estávamos fazendo outra coisa.

Nesse meio tempo, começamos a implementar o Plano de Ação Imediata. O Bacha tinha começado a tratar do imbróglio de contas entre o Tesouro e o Banco Central. Até publicamos o livro branco sobre as contas do Banco Central. Na época, dizia-se que o Banco Central era uma caixa preta.

O Presidente Itamar dizia isso ?

Sim. Então começamos a abrir a caixa preta do Banco Central, e tentar entender as contas cruzadas. O Bacha ajudou muito na preparação dos 'fundamentos' do plano, pois nós tínhamos de refazer o orçamento para colocar na prática o PAI, o que significava controlar as contas e arrochar muito. Verificamos o seguinte: qual era o problema que tínhamos? Tínhamos uma inflação galopante, e do ponto de vista do equilíbrio formal do orçamento era fácil, era só não pagar ou atrasar algum pagamento. Também havia um nível muito grande de vinculações no orçamento, que não permitia a União fazer política própria.

Eles mostraram num gráfico o que estava acontecendo. A Previdência teve uma expansão de gasto vinculado, enorme com a Constituição de 88. Já no governo Itamar, com o Britto no Ministério da Previdência, ela estava avançando no recurso da área da saúde. A pressão da área de saúde era enorme. Nós não tínhamos como resolver a questão,

pois todo o orçamento estava vinculado. Como eu era Senador, tinha a vantagem de poder entrar no Congresso toda hora, além de ter sido líder. Dessa forma foi possível discutir com o Congresso e consegui aprovar o Fundo Social de Emergência, que depois virou FEF. Essa foi à condição necessária para o governo poder respirar e ter um pouco mais de racionalidade nos gastos.

Como foi a negociação com o Congresso?

Conseguí, na Comissão de Orçamento, a redução de 50% dos gastos, tendo como contrapartida, o compromisso de que eu não iria fazer contingenciamento.

Eu comecei a mudar também o sistema que havia no qual o Ministro da Fazenda era na verdade o Primeiro Ministro. Alguém queria fazer um hospital ia ao Ministro da Fazenda, porque era ele que liberava o dinheiro. Esse sistema propiciava o clientelismo, e dava muita força ao Ministro da Fazenda. Eu não agüentava mais, pois era só pressão: gasto, gasto, gasto. O sistema estava todo errado. O Ministro da Fazenda tem de cuidar da Moeda, do Crédito e pensar numa estratégia, pois tem o Orçamento. E então começamos a organizar as contas, um trabalho pesado e braçal de refazer o orçamento, analisar a Previdência, fazer um levantamento das dívidas do país. Isso foi sendo feito progressivamente, mas claro que a inflação continuava,

pois havia realmente o componente de inflação inercial que se reproduzia.

Aí os economistas ficaram com medo. Achavam que não havia condições política para fazer um plano de estabilização. Eu disse: "olhe de questões políticas vocês não entendem nada". O Chico Pinto que foi Diretor do Banco Central, e é muito inteligente queria ir embora, por causa das eleições.

Os meus amigos economistas, começaram a achar que era preciso ter controle sobre Banco Central, a Caixa Econômica, o Banco do Brasil, o Ministério do Planejamento, o Ministério de Minas e Energia. Eu disse: "mas vocês pensam o quê? Como eu vou dizer para o Presidente Itamar? O Itamar é o Presidente, eu não sou. vocês estão querendo uma coisa impossível. Nós temos que fazer algo para adquirirmos força, e então poder conseguir outras coisas".

Acho que foi novembro de 93 que ocorreu uma reunião dramática em casa. Estavam lá, o Tasso, o Serra, o Covas, o Ciro e uma briga com os economistas do PSDB. Eu disse: "olha, se nós não implementarmos algum plano, vai estourar tudo: o partido e o Ministro". O PSDB estava apavorado de eu ser Ministro da Fazenda e enterrar o bom nome do partido com o fracasso da gestão. Outros, como o Serra, passaram a achar que era melhor eu não tentar tanto a inflação. Não que ele não achasse que devesse, mas que não havia possibilidades.

Havia muita discordância. Eu achava o contrário, que a sociedade estava cansada, queria acabar com a inflação e que o Congresso estava desmoralizado por causa da Comissão de Orçamento, dos anos do Orçamento. Eu disse: "Agora é o momento ideal. A comissão de Orçamento estando forte, o Ministro da Fazenda não tem força para impor o que precisa ser feito. Como eles estão mal lá, nós vamos poder fazer. Esta desordem é a fortuna para podermos fazer o que tem de ser feito".

Então passei a falar com a sociedade com muita frequência. Eu falava no rádio quase todos os dias e com bastante frequência na televisão.

O Sr. acredita que a comunicação com a sociedade foi importante?

Sim. Isso teve continuidade com o Ricupero e mesmo com o Ciro. O Ricupero, por exemplo, foi muito didático e pedagógico. Era muito claro que a sociedade apoiava o Ministro da Fazenda. Confiava nele. Para a equipe também era importante explicar tudo a sociedade. Nós nos reuníamos muito no Ministério da Fazenda em São Paulo, às vezes, vinha gente de fora para opinar. Mas basicamente era o Pérsio, o André, o Bacha, o Gustavo, que foram na verdade os quatro que realmente bolaram o plano. O Malan dava respaldo no Banco Central e também na dívida externa.

Mas nas reuniões que nós tínhamos lá, não me esqueço um dia, quando o Pérsio estava no quadro negro fazendo fórmulas, e o André

também. E o Pérsio era o mais radical nisso dizendo: "Nós temos de explicar para sociedade, e explicar tudo. Não tem que ter truque. Tem de dizer o que vai acontecer." E eles bolaram aquele sistema extremamente complicado de uma moeda fixa e outra que variava. Os efeitos sobre salários são difíceis. Neste aspecto, a participação do Gustavo foi decisiva. O Gustavo discutia muito lá no Ministério da Previdência, com o Cutolo, que era o Secretário Geral do Ministério da Previdência.

O que fazer com o salário era crucial. E quando nós conseguimos convencer o Congresso de ajustar o salário pela média e não pelo pico, foi a salvação do Real. Isso foi o que atrapalhou o Cruzado. No Cruzado eles não conseguiram e ainda deram o abono.

Como foi a negociação dos salários?

Difícil. Não vou entrar em detalhes, mas houve discussões dramáticas dentro do Governo. O Barelli tinha uma posição completamente equivocada, acabou se aliando aos militares com medo de perda de salário. Assustou os sindicalistas. Eu conversei com todos sindicalistas: Vicentinho, Medeiros, etc. Eles acabaram percebendo, no final, que o Plano era benéfico, mas ameaçaram de que haveria greve generalizada no Brasil. Neste ponto conta o fator político para sustentar a situação.

Como foi sua relação com o Itamar?

Itamar confiava muito na minha pessoa desde a época do Ministro das Relações Exteriores. Ele é uma pessoa afável, a moda dele. Mas brigava muito. Quando ele me nomeou para o Ministério do Exterior, ele queria que eu fosse Ministro da Fazenda, logo no início do governo. Eu queria que fosse o Serra. Ele não quis o Serra. Depois eu e o Serra sugerimos o Ricupero, mas desta vez foi o Ricupero, quem não aceitou.

O Itamar resolveu decidir sozinho, mas teve uma briga comigo inclusive. Ele demitiu todos os ministros militares sem nós sabermos, na véspera de tomar posse.

Aí, ele resolveu nomear o Krause para o Ministério da Fazenda. Mas na verdade, estivesse o Krause ministro ou outro Haddad, sempre em decisões importantes eu era chamado para discutir.

O Sr. não quis Fazenda?

Não eu não quis. Eu queria o Ministério do Exterior, achei que era bom. Todo mundo achava péssimo. O Ulysses me dizia: "Quem tem voto lá no Burundi? Em Angola? Tem voto lá?" Eu achei que era uma coisa interessante. Não quis outra coisa.

Então o Sr tinha uma relação tranqüila com o Itamar?

Na verdade, ele foi ficando impaciente com a questão da economia, porque os resultados não apareciam, e a inflação continuava. Ele me

chamava diariamente ao Palácio do Planalto por volta das cinco e trinta da tarde. O curioso é que eu nunca despachei com o Itamar. Nós conversávamos. A certa altura eu ia embora, porque tinha de trabalhar e preocupado pois a fila de pessoas ia aumentando lá no meu gabinete.

Como foi explicar o plano que o Sr e sua equipe estavam trabalhando para o Itamar?

O Bacha explicou para o Itamar. O Bacha tinha uma imagem de jogo de futebol e a usou para explicar. O Itamar ouviu tudo, não falou nem que sim e nem que não. O Itamar gostou do Bacha, ele nunca teve simpatia pelo Malan.

Itamar queria baixar juros, obsessão natural, e baixar a inflação. Era difícil explicar que precisava subir os juros para baixar a inflação. O Ministro de Minas e Energia tinha de aumentar o preço do petróleo, o gás liquefeito, e ele não queria, sobretudo por causa dos pobres. Ele tem esse sentimento popular que é populista, mas ele não sabe que é populista.

Eu sempre estava lá para ajudar os ministros a obterem de Itamar uma anuência para coisas racionais, porém de efeito imediato não popular. Nossa relação era boa, de respeito. Tentavam fazer intriga a meu respeito para o Itamar, mas ele nunca acreditou. Agora que ele esta com picuinha comigo, naquela época não.

Mas o fato é que era muito difícil convencer que não era para controlar preço e que os juros não ia abaixar imediatamente.

Quem apoiava o plano no governo?

O Britto apoiava. O Hargreaves não foi contra. O Maurício Correa que era Ministro da Justiça não foi contra e ajudou em certos momentos. O Elcio Álvares, Ministro da Indústria e Comércio e o Caim, Ministro da Administração e general apoiavam. Os militares ajudaram também.

O Itamar ouviu muita gente, os amigos mais íntimos. Eles não eram contra mim, mas não sentiam firmeza do que íamos fazer, nem podiam pois era uma aposta. Mas o Itamar apostou. Quando mais tarde nós fomos baixar a medida provisória relativa a URV, eu expliquei tudo.

Como foi preparar o Plano?

Foi muito trabalhoso. Aí o Clovis foi fundamental, para organizar a equipe. O Gustavo que é um trabalhador tenaz, fazia a "lição de casa". O Gustavo se meteu a fundo nas questões jurídicas, não houve descasamento de contratos, a questão trabalhista foi toda revista. Foi o único plano que não teve nenhuma ação no Tribunal contra nós. Foi um grande trabalho de carpintaria. A URV é o que aparece, mas a carpintaria foi tremenda para fazer. E isso eu não transmitia ao presidente.

Quando a medida provisória da URV ficou pronta, eu fui falar com o Itamar, acho que era uma 6ª.feira. Eu disse: "Aqui tem um porção de coisas com as quais o Sr não esta de acordo, como a privatização". Eu não levei só o Plano mas também as propostas de mudanças de emendas constitucionais. Eu disse: "Há medidas com as quais o Sr. não esta de acordo. Eu não quero forçar sua consciência. Caso o Sr não queira assinar, eu peço para minha suplente no Senado, a Eva Blay".

Mas mesmo sendo contra várias coisas que constavam no plano, Itamar confiava em mim e assinou, sem mexer em nada.

No meio desse processo ainda tinha a questão de eu ser candidato ou não à presidência da república. Eu não queria. Por que? Porque eu estava realmente, totalmente devotado a fazer a estabilização. Eu tinha medo de ao sair a coisa desandasse.

Mas já havia conversas nesse sentido?

Já, mas eu achava que se ficasse no Ministério da Fazenda era melhor. Até que eu percebi que se eu não fosse candidato, o Itamar não tinha em quem apostar. Não tendo em quem apostar, ia embora o plano do mesmo jeito.

O Itamar comenta que teria o Britto como candidato?

É verdade mesmo, numa certa altura ele quis e eu também. Nós convidamos o Britto para vir para o PSDB, porque nós achávamos que

o Britto não teria chance no PMDB, por causa do Quércia. E não teria mesmo.

Nós discutimos apoiar o Lula. Eu chamei o Lula e o José Dirceu para discutirmos o Plano Real, e pedir o apóio deles. Eu achava que o Lula ia ganhar. Eu dizia: "Olha Lula, você não pode governar com a inflação". Expliquei todo o plano mas não adiantou. O José Dirceu perguntou: "Mas você acha que eventualmente no 2º. turno, pode haver uma disputa entre o PSDB e o PT?" Disse: "Pôde, pode. Mas é pouco provável. Acho que o Lula ganha". Não obstante, eles não apoiaram.

O Lula estava com mais de 40% das intenções de voto?

Sim, ele estava muito na frente.

Porque o Sr. acha que eles não apoiaram?

Por preconceito, achavam que mais uma vez a classe trabalhadora pagaria os custos da estabilização. Mas não era. Mas a visão ideológica era essa. Eram contra a austeridade fiscal, porque achava que reduziria a capacidade de reivindicação da classe trabalhadora. No fundo, a esquerda nunca foi favorável ao combate à inflação. Defendiam que a inflação era um ingrediente do desenvolvimento. Recentemente Celso Furtado voltou a dizer isso: "ah, uma inflação de 10% que mal faz?"

A funcionalidade da inflação é a tese do Rangel dos anos 60. Esse diagnóstico não está correto?

Estava talvez correto naquele momento. Mas o mundo muda. O nosso problema não era de inflação, era de hiperinflação. Nós estávamos numa hiperinflação indexada. Daí a genealidade da URV e do Plano Real ao criar um sistema para indexar tudo, sem passar pelos efeitos nefastos de uma hiperinflação. Simbolicamente, a URV foi muito importante.

Mas como surgiu a candidatura do Sr?

Na verdade, ficou-se sem alternativa. Ou era eu, ou não haveria um candidato naquela altura. O PSDB também acabou resolvendo a hesitação entre o Tasso e o Covas. Mas enfim, fui ser candidato e para isso precisei deixar o governo.

O Itamar resolveu colocar o Ricupero que eu achei um bom nome para me substituir. Na verdade, eu queria ou o Bacha ou o Malan.

Mas por que ele preferiu o Ricupero?

Ele achava que precisa me substituir por uma pessoa capaz de falar, se comunicar com a sociedade. Eu achei que o argumento dele era bom. Apesar de ter complicado mais a formulação do Plano Real, uma vez que a relação do Ricupero com o Itamar era mais distante.

Tive de sair algumas vezes da campanha para conversar com Itamar. A questão de aumento de salarial para os funcionários públicos era sempre um problema dramático. Itamar queria sempre aumentar.

Quando eu saí do governo, no fim de março, já estava pronta a URV, mas era preciso estabelecer a data em que íamos trocar a moeda.

Como foi definido a data de lançamento da nova moeda, o Real?

Foi depois de muita discussão, porque a equipe econômica ficou com medo de dar o passo. O Pêrsio passou a falar que talvez precisasse de um ano com a URV. Não fizeram em maio e quando chegou junho não queriam fazer de novo. Aí, o Itamar queria. Eu disse: "Olha, ou se marca a data, quando for editar a medida provisória, renovando a URV e diz que é primeiro de julho, ou então não tem mais candidato." Nesse momento, a decisão é política. Se você não tiver com comando a frente, e deixar o técnico, eles não fazem, por mais brilhante que sejam.

Você tem de assumir a responsabilidade da história. A medida provisória marcou que era 1º julho e ficou irreversível. A troca da moeda foi feita brilhantemente do ponto de vista operacional em 1º de julho. Foi quando efetivamente a população sentiu o tremendo impacto. O Lula estava muito a minha frente, e em agosto ele já estava perdendo.

Quando o Sr percebeu que tinha chance de vencer as eleições?

Eu percebi por volta do dia 10 de julho, quando eu fui para Bahia, numa cidade chamada Santa Maria da Vitória. Estava o Antonio Carlos

esperando, e quando saímos pelas ruas, a população pedia o meu autografo na cédula do Real. Fizemos um comício, e quando disse que nosso dinheiro valia mais que um dólar, percebia-se que aquilo tinha calado no povo.

Um plano como o Plano Real é mais técnica ou mais política?

Bem, numa certa altura, a questão é política. Você tem a engenharia toda, o arcabouço, mas muitos interesses são contrariados, mas alguém tem de assumir. Eu assumi. A inflação é um jogo de poder. É uma distribuição de recursos entre as classes. O Bacha sempre dizia: "aqui, o orçamento da República esta casado com a inflação. Casado. Divórcio é difícil." A inflação era boa para o orçamento, portanto, para os políticos, governos, para os empresários, e para todo mundo que tinha indexação.

Quem eram os prejudicados pelo processo inflacionário?

Os excluídos da indexação eram o prejudicados. O maior concentrador de renda no país foi à inflação.

O Plano Real se beneficiou do efeito pedagógico dos planos anteriores?

Sim. Houve a experiência do Cruzado que foi uma experiência boa, divinatória. Houve frustração depois. Eu sofri agora em janeiro do ano passado (1999) os efeitos da frustração do Cruzado, pois eles imaginaram que de novo ia acontecer com o Real.

O Sr. acredita que o processo de abertura iniciado anteriormente favoreceu o Plano Real?

Sim, a abertura já tinha maturado. Mas o que garantiu que a desvalorização de janeiro de 1999 não tivesse efeitos inflacionários, foi a desindexação promovida pelo Plano Real. Foi a abertura e a desindexação, que tomou um tempo enorme para ser feita e o Congresso nunca votou a medida que desindexava a economia. Então realmente a questão política é essencial. Se não tiver alguém que assuma as responsabilidades, o plano não avança.

Por exemplo, a decisão de mudar a política cambial foi minha. Muitos queriam. Mas decisão foi minha. Eu sabia o terremoto que iria causar, quando decidi tirar o Gustavo, pessoa com quem eu sempre tive uma relação de respeito, e continuo tendo. Mas eu achava que não dava mais para esperar.

Foi uma mudança de rota fundamental no Plano Real?

Foi, mas não no sentido da estabilidade, nem da inflação. Na verdade, o Real continua estável. As pessoas se adaptaram a nova situação e a estabilidade continua, porque a inflação não voltou.

E o episódio Ricupero?

Foi em setembro. Mas foi um susto que não teve efeito eleitoral. Aí, também foi o Itamar quem escolheu o Ciro Gomes. Eu preferia de novo o Bacha ou o Malan. Ele inventou o Ciro e eu achei bom também. Itamar sempre gostou do Ciro. Aliás, eu convenci o Ciro. Eu

e Tasso para que ele aceitasse. Eu disse ao Ciro, "se eu ganhar a eleição você vai ser ministro, não da Fazenda". Acho que foi a partir daí que ele não gostou muito. E de fato quando ganhei, chamei o Ciro para ser Ministro da Saúde. Mas ele me disse que ia para Harvard. Eu disse, "tudo bem, você vai, e quando você voltar, em dois anos agente muda o ministério e você tem chance". Eu nunca briguei com o Ciro. Ele por conta própria se aproximou do Mangabeira Unger. Um pouco por ambição também. O Ciro, enfim, foi Ministro durante 3 meses.

Foi durante o período do Ciro que se fez a maior abertura comercial da economia. O acordo de Ouro Preto foi um péssimo acordo. Na verdade, foi Winston Fritsch quem fez.

Aliás foi corrigido em 95, senão o país teria quebrado...

Foi. Eu depois como Presidente a única coisa que fiz foi fechar um pouco. Eu não fiz a abertura. Até pelo contrário, eu moderei a abertura. Mas sou favorável, a velocidade e o ritmo é que precisam ser discutidos. E também houve a sobrevalorização do Real, durante o período do Ciro. Agora não estou dizendo que tenha sido o Ciro.

O Sr não tinha necessariamente planejado a sobrevalorização?

Não. Quando estava 0,96, eu me lembro que avisei o Itamar, que estava muito contente porque o Real valia mais que o dólar, de que

não vai poder continuar assim. Ele disse: “mas pelo menos até a eleição.” Bom tudo bem, eu posso até entender o efeito psicológico, mas disse “não dá para continuar assim. Vai desorganizar a economia”. Essa valorização eu não tenho a menor responsabilidade.

Mas depois o Gustavo Franco arranhou uma justificativa para ela?

É. Eu acho que foi o Gustavo quem fez aquela sobrevalorização naquele momento. O Ciro era Ministro, mas não creio que tenha sido o Ciro. Não sei se nós todos tínhamos tanta consciência naquele momento.

O fato é, que em dezembro de 1994, foi novamente difícil montar a equipe, pois ninguém queria assumir. O Bacha não queria, O Malan foi uma dificuldade, o Pérsio também não queria. Decidi indicar o Pérsio para a Presidência do Banco Central, o Serra para o Ministério do Planejamento, e o Malan para Fazenda.

O Serra o Sr. não convidou para assumir o Ministério da Fazenda?

Não. Ele tinha tido uma posição muito crítica com relação ao processo do Real o tempo todo, uma relação de tensão com a equipe.

A uma certa altura, todos os demais candidatos à área econômica, ou seja, o Malan, o Bacha, e o Pérsio, pediram para que o Serra entrasse no governo. Eu queria que o Serra fosse Ministro da área social, já naquela época. Ministro da Fazenda não vai mais se tornar Presidente da República. Eu me tornei por causa do combate à inflação, por

causa do Real. Isto está feito e não vai ter outro. O nosso problema agora é na área social.

O Serra para Ministro do Planejamento equacionava a questão do orçamento com o Congresso. Ele como Senador e conhecedor do assunto, era o mais adequado. Além do mais, o Pécio sempre se deu bem com o Serra.

Eu tinha um pouco de receio, por um lado. Por outro lado, queria que o Serra fosse para a área social, porque o fortaleceria politicamente.

Aí em dezembro de 94, lá em casa na Rua Maranhão, o Serra, o Pécio e eu conversamos e combinamos de pedir ao Itamar, assim como o Collor havia pedido ao Sarney que fizesse uns ajustes, para fazer a desvalorização do Real. Essa era a combinação, mas a crise do México em dia 20 de dezembro adiou a desvalorização do Real.

Como foi discutida a questão cambial no início de 1995?

Passamos de janeiro de 1995 até quase o Carnaval discutindo o que fazer com o câmbio. Nós tínhamos absoluta consciência da dificuldade da questão do câmbio. Mas daí houve a cisão da equipe econômica. Todos concordavam que tinha de mexer no câmbio. O Serra e o Pécio, basicamente eles, queriam fazer assim: dar uma subida e parar. O Gustavo e o Malan, sem ser muito explícito mas pensava isso também, queriam de uma outra forma. O Gustavo, Diretor da área externa do Banco Central, queria um sistema que fosse deslizando.

Afinal chegamos num entendimento, que nem era bem uma coisa nem outra, uma coisa intermediária. O Gustavo no fundo preferia não mexer. Na hora da operação, o mercado se deu conta que eles estavam divididos. O Pérsio foi para a mesa de operação e não deu certo. Aí, espalharam um boato que o Pérsio tinha passado o fim de semana no Bracher, uma infâmia. Ele não precisa passar para falar algo. Foi ridículo.

O fato é que nós entramos em parafuso e perdemos 10 bilhões de reservas, em março e abril. Conseqüentemente, tivemos de elevar a taxa de juros lá para cima e paralisar o processo de expansão que só retomou em 96.

Essa questão do câmbio foi um tormento. Em 1996 começou a melhorar. A tragédia nessa coisa toda, é que quando esta indo bem, as pessoas sabem que mexer em câmbio pode dar uma confusão imensa. Então para que mexer?

O Simonsen tem uma frase ótima: "a inflação esfola, mas o câmbio mata".

Sim, o câmbio mata, então para que mexer? Muitas vezes, reuni pessoas aqui para discutir esta questão do câmbio, incluindo o Arminio, o Ibrahim Eris, etc. Ninguém se arriscava realmente a dizer.. Eu devo dizer que o Beto (José Roberto) Mendonça, mais tarde, antes da crise da Ásia em 97 começou a enviar documentos para o Malan e para mim alertando que poderia haver problemas na Ásia. E que nós

tínhamos de mexer. Mas não mexemos e quando chegou em outubro de 97 aconteceu aquela tremenda confusão.

Eu fiz aquele pacote das 51 medidas. Naquele momento já havia idéias de uma possível flutuação. Mas temia-se muito, porque nós estávamos perdendo reservas.

O Gustavo Franco na época lançou o “saco de maldades” não foi isso?

Foi, o Gustavo era Presidente do Banco Central porque o Pécio tinha saído em função da crise de março/abril de 95. O mais frio de todos sempre foi o Gustavo. O Gustavo é danado, tem determinação. Ele fez uma coisa arriscada. Ele jogou no câmbio futuro. E o pessoal apostava contra o Real em Reais, não em dólar. Em Reais o Banco Central é imbatível.

Era um jogo complicadíssimo. Mas com aquele “saco de maldades” para surpresa de todos nós, o Congresso aprovou tudo. Eu fui para Londres em dezembro, anunciei em Londres que o Congresso ia aprovar e aprovou no dia seguinte. Foi um sucesso. Todas as medidas de ajuste foram aprovadas, menos algumas de dispensar pessoal. Eu disse: “vocês querem isso para que?” Eles me respondiam: “É que o mercado precisa ver sangue”.

Eu disse: “Sangue meu. Vocês não vão demitir ninguém. Eu vou assinar isso, todo mundo vai me criticar. Vocês não vão demitir

nenhuma pessoa porque vocês não demitem. A coisa mais difícil no Brasil é demitir alguém”

Estão sempre testando se o poder político vai ter coragem ou não de bancar a racionalidade econômica. Mas aconteceu exatamente o que eu imaginava. A parte fiscal o Congresso aprovou. Em janeiro de 1998, o capital externo voltou com muita velocidade, até a crise da Rússia. Nesta altura, estávamos em processo de preparar a reeleição. Setembro foi um desastre perdemos US\$ 22 bilhões.

A questão era: “como mexer naquele momento?” Corria-se o risco de por tudo a perder, não a eleição, mas todo o esforço de cinco anos poderia perder-se. Foi muito difícil. De agosto de 1998 a março de 99 foram os piores meses de todo o tempo que estou aqui desde 92.

Quando foi a decisão de mudar a política cambial?

Todos achavam que tinha de fazer alguma coisa, mas todos também achavam que devia ser só depois da eleição.

Ninguém falou antes?

Impossível. Eu anunciei em setembro que haveria um momento...tudo que foi feito neste plano foi anunciado em setembro. Não foi o FMI. Eu fiz um discurso e disse: “Temos de voltar a equilibrar o crescimento da dívida, portanto, fazer política de austeridade”. Só não falei de câmbio, pois de câmbio não se fala.

Mas 1998 foi muito complicado, porque houve a questão do grampo, que foi uma coisa terrível.

O Sr. suspeita de alguma coisa nesta questão do grampo?

Algum grupo político?

Não. Isto foi questão de espionagem 'araponga' e espionagem comercial. A política entra nestas questões. O Simon por exemplo, ele não conspira. A questão é se der uma deixa ele faz. Todos tentam faturar. O Mendonça insistiu em ir ao Senado, não falou comigo antes de ir.

E depois o André Lara Resende?

Ficou terrível. Uma possibilidade de mudança dentro da mesma ordem desapareceu. Eu fiquei sem cartas para jogar. Todos eles queriam eventualmente que o Chico Lopes fosse para o Banco Central.

Até o Malan queria?

Não. Eu acredito que o Malan queria manter o Gustavo. Todos os demais acharam que era necessário tirar o Gustavo, e mexer no câmbio. Não podia mexer no câmbio com o Gustavo. Mas aí eu não tinha mais cartas para jogar. Não tinha o André. Eu fiz tudo para ele não sair fora governo. Não tinha o (Luiz Carlos) Mendonça, não tinha o Beto, e o Serra estava fora.

O José Roberto Mendonça de Barros (Beto) talvez pudesse ter ficado? Ele entrou na gravação também?

Entrou também, mas não foi isso. O Beto estava chateado com a situação: Malan e Gustavo.

A uma certa altura, o Chico Lopes era o mais monetarista de todos. Aí eles inventaram que o Chico podia mudar as coisas. E o que o Chico propôs era o que eles queriam. Não é que o Chico tenha feito uma jogada maluca. Não foi isso. Naquela hora era muito difícil qualquer um fazer. Talvez o Gustavo fosse o único que pudesse ter feito aquilo.

Por que Gustavo era frio?

É. Ele tem frieza e é firme.

E o Luiz Carlos Mendonça de Barros?

Não. O fato é que nós conseguimos logo depois da eleição fazer um acordo com o Fundo, mantendo o câmbio. O Fundo era contra. Mas conseguimos. E também porque nós acreditávamos que tinha margem para agüentar. Estou falando de outubro de 98. Essas coisas mudam muito. Eu tinha um alibi de fazer o ajuste sem ser por imposição. E o Fundo se convenceu. Expressou isso. Eu mesmo falei com o Clinton. Falei com Rubin.

O Malan fez um périplo?

Todo mundo fez "roundshow". Conseguimos uma coisa fantástica que foi US\$ 41 bilhões de 20 países, sem que o Brasil tivesse quebrado. Esse foi o grande trunfo. O Clinton chamava de "fundo de contingência".

Bom, e nós começamos a fazer o plano de controle de gastos efetivamente no último trimestre de 98. Nós cumprimos a meta no ano de 98. Mas, aí houve coincidências desafortunadas. Primeiro que tanto o Chico como o Gustavo, eram muito contra o Fundo, sobretudo o Chico.

A História vista de dentro é muito diferente da história vista de fora. Quem queria, ou melhor acha que não tinha outro jeito senão usar o Fundo era o Mendonça de Barros. O Malan se convenceu. Não tem jeito. Não é que eu queira, mas ou você tem apoio internacional ou pode por tudo a perder. Mas isso foi muito difícil porque o Chico tinha ficado muito traumatizado pela experiência de 1997, por causa da decisão de subir a taxa de juros lá para cima. Quando você sobe a taxa de juros, é pelo olfato. Você não sabe qual é o ponto que tem de parar. E provavelmente foi muito acima do que era necessário.

O Chico Lopes tinha experiência de aumentar a taxa de juros, ele sabe o efeito devastador que isso tem sobre a economia real.

Então a discussão com o Fundo foi uma discussão muito dura, porque o Fundo sempre defende a teoria de aumentar a taxa de juros. E o Chico e Gustavo queriam segurar, não queriam aumentar tanto a taxa de juros com medo de um efeito muito forte, como em 1997. O André ajudou, porque o André é muito amigo, acho que foi aluno do Stanley Fischer, quem tem uma visão mais técnica lá do Fundo. Foi lá

conversou, com o Summers também, que era então Secretário Adjunto do Tesouro. Mas havia uma desconfiança no Fundo de que o que nós estávamos fazendo era para inglês ver.

Uma maquiagem?

É. Imaginaram que pegaríamos o dinheiro e não seguiríamos o plano de austeridade. Era erro de percepção, porque nós estávamos implementando uma política austera, implementamos no terceiro trimestre de 98. Mas o Fundo começou a deixar transparecer essa dúvida para os mercados, porque o Fundo é muito ligado aos mercados, o Fundo e o Tesouro.

O Sr. sente que eles têm uma certa responsabilidade na própria crise cambial da maneira como ela se manifestou?

Têm. Quando foi assinado o acordo com o Fundo, no dia seguinte da reunião do *Board* do Fundo, o Congresso aqui recusou a contribuição dos inativos, que era uma lei ordinária. Não era lei complementar, não era mudança constitucional. Aí eles acharam que não só o Banco Central, ou seja, o Gustavo e o Chico, não estavam fazendo o que eles achavam, como o Presidente havia desistido. Eles tinham tido a experiência dramática na Rússia, onde uma enorme soma de dinheiro simplesmente serviu para pegar os Rublos, transformar em dólares, e mandar para o exterior. Eles leram o Brasil como se nós fossemos como os russos, e tivéssemos realizando uma política irresponsável. Isso foi o que dificultou, inviabilizou, apesar dos US\$ 41 bilhões.

Quando veio o cheque, tinha de parar a especulação. Porque não parou? Não parou porque houve percepção de que nós não íamos aumentar os juros. Ao contrário, nós continuamos a baixar os juros. Porque a grita no Brasil era geral. Era Mario Covas, Antonio...todo mundo. É a mesma coisa, como você vai convencer as pessoas de que para você diminuir a inflação é preciso aumentar os juros. Aí fazem a conta: aumentou o juros, aumentou a dívida interna, a dívida fica impagável e ela é causadora da inflação.

A pressão muito grande para não subir os juros. E o Banco Central, não só por causa da pressão, porque eles também não queriam, foram baixando a taxa de juros. Ora quando começou haver esse rumor no mundo todo que o Brasil não esta fazendo a lição de casa, nós estávamos. Estávamos controlando gasto. Mas o rumor foi esse. Foi piorando a situação gradativamente.

Como o Sr percebeu que a situação era praticamente irreversível? Quando decidiu realmente mudar o câmbio?

Eu tenho contatos no mundo afora. Falei por telefone com as pessoas chaves. Eu comecei a pressionar mais para ter uma solução para questão do Banco Central. Conversei sempre muito com o Pedro. Chamei o Gustavo, o Chico. Pedi que eles me dessem uma solução por escrito. Eu tenho quais eram as propostas. E só quem sabia disso na verdade além do Pedro Malan foi o . O estava

fora do governo, o que é muito delicado. O disse: "o plano do Chico está certo".

Isso foi quando Presidente?

No dia 1º. de 1999. Foi no jantar da minha posse. Eu estava com a bomba na mão. Eu sabia das tremendas dificuldades objetivas. Foi no dia do jantar aqui, o disse: "olha, esta tudo certo". Então falei: "vá lá e fala com o Pedro". Ele foi e falou. O Pedro não estava convencido disso, aliás ele nunca ficou convencido de que o Plano do Chico pudesse funcionar.

Seria o Plano do Chico? Já com o Chico?

Sim, já com o Chico. O Gustavo me deu o Plano dele também que era de aumentar um pouquinho mais a banda. Mas falei: "Mas Gustavo até quando? O problema todo é que as divisas estão indo embora."

Então o Plano do Gustavo daria errado também?

Sim. Tudo daria errado naquela altura. Porque na verdade essa percepção de finanças internacional, pelo próprio Fundo, de que não daria certo, levava a não dar certo. É a profecia auto realizável. Não tem jeito. Quando todos acham que não vai dar certo, não dá certo. Não adiantava nada.

O Sr não pensou nesse momento em trazer o Armínio Fraga?

Talvez. Mas todos apostavam no Chico. Eu vou confessar, eu não tenho competência técnica para saber.

O que aconteceu com o Chico foi o mais inesperado dos acontecimentos. Ninguém imaginava que pudesse acontecer. Foi erro operacional? E ele achou que não tinha errado?

Ele estava tranquilo, porque tecnicamente ele estava certo. Quando eu vi na televisão, o Chico apresentando o plano, lembrei da Zélia (Cardoso de Melo). Havia pessoas passando atrás dele. Ele dizia: "a diagonal transversa que faz não sei o que lá". Era uma coisa complicada: banda diagonal endógena.

O Gustavo falava menos, mas quando falava era direto. O Chico falou uma coisa que ninguém entendeu. O resto não foi decisão, foi imposição.

O Camdesus me procurou como um maluco. Ele queria que nós fechássemos o mercado. O Fundo não foi informado sobre o que íamos fazer. Eles se sentiram traídos. É uma coisa curiosa, eles se sentiram traídos e nós ao mesmo tempo fomos. Aqui ninguém achou que deveríamos informar o Fundo. Eu perguntei.

Foi um erro também não avisar o Fundo?

Eu acho que sim. Mas se tivesse informado, também não daria certo porque eles não iam querer que fizéssemos. O que você faz? Obedece ao Fundo? É complicado. Mas o fato é que estourou tudo, e fechou o câmbio. O Malan falou com o Camdesus. Nós resolvemos deixar flutuar. Mas logo depois que flutuou, o Armínio me telefonou muito

contente. O Pérsio também, todos acharam que foi ótimo, deixar flutuar. No início não disparou. Mas daí faltou de novo comando no Banco Central, até 29 de janeiro quando deu aquela corrida nos bancos. O Arminio já estava aqui, naquela semana. Eu já tinha perguntado para o Arminio: "Se eu precisar de você?" E o Arminio respondeu: "eu venho em junho". Mas eu disse "se eu precisar antes?"

Para Presidência ou para uma Diretoria?

Não era uma coisa definida. Era precisar para algum cargo. Arminio respondeu: "se precisar mesmo, mas não vai precisar."

Quando houve aquela corrida, eu estava em São Paulo, 6ª feira. Eu precisei ir a televisão duas vezes. E cadê o Chico? O Chico estava achando que estava tudo certo. Aí, é um problema político de novo. É problema político, ou você assume, ou a coisa vai para o espaço.

Ou seja, boa parte da economia depende da capacidade de comunicação, da articulação política?

Enorme parte.

O técnico entra 20 % ou 30% se tanto?

Se você não banca. Eu tive de bancar, fui para televisão duas vezes, para segurar a corrida bancária. Chamei o Pedro Malan e o Pedro Parente. O Malan queria ir embora. Achava que tinha de tirar o Chico. O Malan nunca ficou muito contente com a saída do Gustavo. No fundo, eu era o responsável pela decisão de mudar.

Malan cogitou deixar o governo?

Sim. Malan veio com uma lista de pessoas para...eram uns dez. Ele tinha razão, com aquela situação, tinha de mudar. A dificuldade seria o quanto mudar: mudar tudo? Mudar uma parte? colocar quem?

Bom, eu durante esse tempo todo estava falando com muitas pessoas. E percebia que o Malan continuava com muita credibilidade. Até o Clinton me falava bem do Malan. O Camdessus que eu conheço mais também. O Camdessus achava que o Malan tinha condição de continuar. O Malan achava que ele não tinha condição, como ele ia implementar uma política tão diferente da política anterior?

O Malan é uma pessoa de resistência política porque não foi fácil para ele. Eu não concordei com a saída dele.

Então autorizamos o Pedro Parente telefonar para o Arminio, no sábado. No domingo, eu falei com o Arminio e ele chegou na 3ª. feira.

O Arminio concordou porque era para ser Presidente?

Claro. Ele chegou na 3ª.feira aqui e eu chamei o Chico Lopes na 2ª.feira. Na verdade, o Chico só apareceu 2ª.feira.

E o "circo" pegando fogo?

Ele não me telefonou. Eu disse: "olha Chico, eu resolvi mudar". Ele perguntou quem era. Eu disse: "o Armínio". Ele respondeu: "então esta bem, mesma linha". De fato, grosso modo eles pensam a mesma coisa, o problema é como é que faz, como é que atua. E o Chico é

uma personalidade curiosa. Eu nunca tive intimidade com o Chico. Conheci pouco, apesar de ter trabalhado todos esses anos. Nunca tive proximidade maior, sempre tive respeito por ele.

O relacionamento entre o Gustavo e o Chico antes era bom?

Antes da mudança não era. Mas a deterioração do relacionamento foi progressiva. O Chico acha que ele tinha de fazer a mudança do câmbio. O Gustavo agiu direito, se dispondo a pedir férias. Acho que se eu insistisse ele faria a mudança. Foi muito duro para mim telefonar para o Gustavo e dizer: "olha Gustavo, resolvi mudar."

E o Gustavo assim como o Malan, teria disposição de continuar mesmo mudando tudo?

Não. Isso não. Acho que não. O Gustavo não podia. A posição dele. Ele era o teórico daquilo.

Hoje o Gustavo é bastante crítico a política. Como o Sr. vê isso?

Acho normal. Ele é um crítico respeitado. Primeiro, ele é amigo do Malan, meu amigo. Ele não faz uma crítica destrutiva. Nós passamos o dia 31 de dezembro juntos lá no Rio.

O Malan faz até o prefácio do livro dele.

Sim faz. É claro que ele defende até hoje que a política estava certa. Vai defender a vida toda. Ela teve muitas virtudes: permitiu uma desindexação, permitiu que a mentalidade da população se ajustasse a estabilidade.

Permitiu a reeleição de alguma forma?

É permitiu a reeleição de alguma forma.

Mas a política de câmbio é considerada hoje pelos mais críticos ao governo como o maior desastre do governo Fernando Henrique Cardoso, ou seja, a política do Gustavo Franco?

É. Mas é Delfim, Serra, os que sempre acharam isso. É e os empresários também.

Os paulistas mais ainda? Talvez um pouco pelo estilo?

Mais ainda. É, o Gustavo é de briga. Mas ele tinha a visão dele. E eu a comprei. O mundo mudou com a globalização. Então, o que acontece? Não vai haver nunca problema de financiamento. Porque o próprio sistema exportador gera crédito. Isso é uma bola de neve que vai ser sempre assim. Ele não imaginava a possibilidade de estancar o financiamento, que foi o que aconteceu.

O Krugman dizia na verdade...

Dizia. Outros diziam. Ele dizia: "porque é possível manter essa taxa de câmbio? Por causa do aumento da produtividade. A produtividade aqui esta crescendo muito. Vocês estão olhando a questão simplesmente de defasagem da taxa de câmbio, não estão tomando em consideração a questão da produtividade."

É um argumento.

Os críticos dele vão dizer: "bom, mas a questão da produtividade, não é absoluta, é relativa, você tem de também descontar a produtividade dos outros países"

Não, tem vários lados. Ele tem um artigo brilhante que é quase marxista.

Inserção Externa e Desenvolvimento? Por que é quase marxista?

É quase marxista porque está baseado na mais valia relativa, no crescimento da mais valia relativa. Esse que é o pólo dinâmico do capitalismo. Não é isso, é o que está lá.

Talvez ele nem tenha percebido isso?

Mas é isso. Ele não usa esse "palavreado", mas é isso. Ele diz: "olha, vocês estão enganados. Vocês estão olhando para um lado que não é o que conta. Vocês pensam que eu estou falando de economia abstrata, estou falando da real." O fundamento dele é a economia real. Está havendo um aumento enorme de produtividade. E houve. E quando você vai ver a defasagem do câmbio, é muito difícil você avaliar. Isso tudo é um pouco simbólico também. Nunca ninguém imaginou que houvesse uma desvalorização tão grande. Nunca ninguém imaginou. Será que era necessário essa brutal desvalorização. O que é necessário em economia? Difícil dizer. Precisamente não dá. Talvez se alargasse a banda...

Bom, eu acho que nós tivemos uma vantagem, que foi ao invés de tentar alargar a banda e parar ali, deixar flutuar. Valeu a pena. Bom

valeu a pena não sei. O preço foi alto mas, resolveu um gargalo da economia, que esta permitindo a gente ter esta recuperação.

Uma critica forte a política do Gustavo Franco foi com relação ao Balanço de Pagamentos. Além do lado da competitividade, ele talvez não tivesse percebido ou colocasse como um problema menor o impacto disso no Balanço de Pagamentos?

O que ele diz? Ele diz o seguinte: "os países em desenvolvimento precisam ter déficits nas contas correntes, isso significa que estão conseguindo trazer capital de fora para cá."

Entrevista realizada em Fevereiro de 2000, em Brasília.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- ABREU, M. ; BEVILAQUA, A. e PINHO, D. (1996) "Import Substitution and Growth in Brazil, 1890-1970s", *Texto para Discussão*, PUC/RJ, n. 366, dezembro.
- ALESINA, A. e TABELLINI, G. (1988)"Credibility and Politics." *European Economic Review* 32.
- ALESINA, A.e DRAZEN, A. (1991) "Why are Stabilization Delayed?, *American Economic Review*, vol.81, n. 5, december.
- ALESINA, A e PEROTTI, R. (1995) "The Political Economy of Budget Deficits" *IMF Staff Papers*, vol 42, n. 1, March.
- ALVES, C. (1999) "Mendonça prega 'agenda racional' a FHC". *Folha de São Paulo*, domingo, 26 de dezembro. Cosette Alves entrevista Luiz Carlos Mendonça de Barros.
- AMADEO, E. & CAMARGO, J. M. (1992) "Uma análise estruturalista da inflação e da estabilização", *Revista de Economia Política*, vol. 12, n.4(48), out-dez.
- AMADEO, E. e FRANCO, G. (1991)"Inflação e preços relativos no Plano Collor: avaliação e perspectivas", *Revista Brasileira de Economia*, 45 (4), out/dez.
- ANDRADE, Joaquim; MOLLO, Maria L. R. e SILVA, Maria L. F. (1997) "Os programas de Estabilização na América Latina: Traços ortodoxos e heterodoxos". *Anais do II Encontro de Economia Política*, PUC/SP, 27 a 30 maio de 1997.
- ARIDA, P. (1983) "Austeridade, Autotelia e Autotomia", in: ARIDA, P (org.) *Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural – O Brasil diante da Crise*, Ed. Paz e Terra.
- ARIDA, P. (1984) "Economic Stabilization in Brazil" *Texto para Discussão*, n. 84, Departamento de Economia PUC/RJ, dezembro. (publicado como Working Paper 149 of Wilson Center, Washington, DC, USA, november, 1984.
- ARIDA, P. (1985) "O déficit público: um modelo simples", *Revista de Economia Política*, vol. 5, n. 4, out-dez.
- ARIDA, P. (1985) "Macroeconomic Issues for Latin America", *Texto para Discussão*, n. 87, Departamento de Economia PUC/RJ, março.
- ARIDA, Pésio e LARA RESENDE, André (1986a) "Inflação inercial e Reforma monetária", in ARIDA, P. (org.) *Inflação Zero*, Ed. Paz

- e Terra. Apresentado em dezembro de 1984, em conferência promovida pelo Institute of International Economics, Washington.
- ARIDA, P (1986b) "Neutralizar a inflação, uma idéia promissora", In: REGO, J. M. *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e Plano Cruzado*, Ed. Paz e Terra. Originalmente publicado em *Economia e Perspectiva*, Boletim do Conselho Regional de Economia, setembro de 1984.
- ARIDA, P (1991) "Comments". IN: BRUNO, M.; FISCHER, S.; HELPMAN, E. ; LIVIATAN, N. *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*. The MIT Press. p. 178-186
- ARIDA, P. (1992) *Essays on Brazilian Stabilization Programs*, Tese de Doutorado, MIT, mimeo.
- ARIDA, P. (1996) "A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica", In: REGO, J. M. (org.) *Retórica na Economia*, Editora 34. Segunda versão (1984) do texto com o mesmo título (de 1983) publicado originalmente como "Texto para Discussão no. 54" pelo Departamento de Economia da PUC/RJ.
- ARIDA, P. (1999a) "Observações sobre o Plano Real", *Economia Aplicada*, v. 3, n. especial, p. 109-115, março.
- ARIDA, P. (1999b) "Do Pretérito ao futuro". O Estado de São Paulo, 21 de janeiro.
- ARIDA, P. (1999c) "Apresentação" BLINDER, Alan. *Bancos Centrais: Teoria e Prática*. Editora 34.
- BACHA, E. (1988) "Moeda, inércia e conflito: reflexões sobre políticas de estabilização no Brasil". REGO, J. M. (org.) (1989) *Aceleração Recente da Inflação – a teoria da inflação inercial reexaminada*. São Paulo, Editora Bernal.
- BACHA, E. e CARNEIRO, D. (1992) "Stabilization programs in developing countries: old truths and new elements". *Texto para Discussão*, n. 290, Departamento de Economia, PU-Rio, outubro.
- BACHA, E. (1993) "Latin American's Reentry into Private Financial Markets: domestic and international policy issues". Departamento de Economia PUC-Rio, *Texto para Discussão*, n. 299, fevereiro.
- BACHA, E. (1995) "Plano Real: Uma Primeira Avaliação". *Revista do BNDES*, vol.2, n.3, p. 3-26, junho.

- BACHA, E. (1997) "Plano Real: Uma Segunda Avaliação", In, _ O Plano Real e outras experiências internacionais de estabilização, Brasília, IPEA/CEPAL. (Seminário "Os dois Anos do Plano Real: Comparação com Outras Experiências de Estabilização", Brasília, 1996)
- BALBINOTTO Neto, G. (1991) A Indexação Salarial: Teoria e Evidência. 15º. Prêmio BNDES de Economia. Rio de Janeiro, BNDES.
- BALL, L. (1993) "The Dynamics of High Inflation". *NBER Working Paper Series*, n. 4578, Cambridge, Mass.
- BALL, L.; MANKIW, N. e ROMER, P. (1991) "The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off", In: Mankiw, N. e Romer, P. (ed) *New Keynesian Economics*, Vol. 1. (Originalmente publicado em *Brooking Papers on Economic Activity*, 1988, n. 1:1-65.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, Comunicado n. 6560, de 13 de janeiro de 1999.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, Análise do Mercado de Câmbio - Relatório Trimestral - Janeiro a Março de 1999.
- BARBOSA, F. H. e PEREIRA, L. V. (1989) "O insucesso do plano Cruzado: a evidência empírica da inflação 100% inercial para o Brasil", In: BARBOSA, F. H. e SIMONSEN, M. H. (org.) *Plano Cruzado: inércia x inépcia*, Rio de Janeiro, Editora Globo
- BARBOSA, F. H. (1993) "Hiperinflação e estabilização", *Revista de Economia Política*, vol. 13, n. 4(52), out-dez.
- BARRO, R. e GORDON, D. (1983) "Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy". *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, n. 1.
- BATISTA Jr. (1993) "Crise Monetária, Reforma Fiscal e Dolarização da Economia". *Texto para Discussão*, n. 24, Departamento de Economia, EAESP/FGV.
- BATISTA Jr., P. N. (1996) "O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina", *Estudos Avançados*, 10 (28).
- BATISTA Jr., P. N. (1997) "Apresentação", In: FFRENCH-DAVIS, R. e GRIFFITH-JONES, S. *Os fluxos financeiros na América Latina - um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra.
- BIELSCHOWSKY, R. (1988) *O Pensamento Econômico Brasileiro - O Ciclo Econômico do Desenvolvimento*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES.

- BIERDEMAN, C., COZAC, L. e REGO, J. M. (1996) *Conversas com Economistas Brasileiros*. São Paulo, Editora 34.
- BIDERMAN, Ciro (1999) "Resenha do Livro 50 anos de Ciência Econômica no Brasil – Maria Rita", *Revista de Economia Política*, 1999, 73, pag. 213-216.
- BIER, A, MESSEMBERG, R. e PAULANI, L. (1987) *O Choque Heterodoxo e o pós-moderno: o Cruzado em Conflito*. Paz e Terra.
- BELLUZZO, L. G. e COUTINHO, L. (1996) "Desenvolvimento e Inserção Externa nos Anos 90: uma crítica à visão de Gustavo Franco" Texto preparado para o IEDI, novembro, mimeo.
- BELLUZZO, L. G. (1999) "Plano Real: do Sucesso ao Impasse". *Economia Aplicada*, vol. 3, n. especial, março, p. 79-93
- BLANCHARD, O. e FISCHER, S. (1989) *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge, MIT Press.
- BLINDER, A. (1999) *Bancos Centrais: Teoria e Prática*. São Paulo, Editora 34.
- BONOMO, M. e GARCIA, R. (1994) "Indexation, staggering and disinflation", *Journal of Development Economics* 43:39-58.
- BORGES, M. A. (1996) *Eugênio Gudin: Capitalismo e Neoliberalismo*. São Paulo, EDUC.
- BORGES, M. A. (1999) "Resenha: Conversas com Economistas II – Mantega e Rego", mimeo.
- BOURDIEU, P. (1983) "O Campo Científico". In: ORTIZ, R. (org.) *Pierre Bourdieu: Sociologia*. São Paulo, Editora Ática.
- BRESSER PEREIRA, L. C. e NAKANO, Y. (1986) *Inflação e Recessão*. São Paulo, Editora Brasiliense. 1ª. Edição 1984.
- BRESSER PEREIRA, L. C. (org.)(1991) *Populismo econômico: ortodoxia, desenvolvimento e populismo na América Latina*, São Paulo, Nobel.
- BRESSER PEREIRA, L. C. (1992) "1992 – A estabilização necessária". *Revista de Economia Política*, vol. 12, n. 3,(47), julho-setembro, p. 91-106
- BRESSER PEREIRA, L. C. (1993) "The Failure to Stabilise" Speech to the conference "Brazil: Economic, Political and Social Reform", Institut of Latin American Studies of the University of London, February 18-19,1993.

- BRESSER PEREIRA, L. C. (1996a) "A inflação Decifrada", *Revista de Economia Política*, vol. 16, n. 4,(64), out-dez.
- BRESSER PEREIRA, L. C. (1996b) "Reformas Econômicas e Crescimento Econômico: eficiência e política na América Latina". In: BRESSER PEREIRA; MARAVALL, J. M.; PRZEWORSKI. *Reformas Econômicas em Democracias Novas: uma proposta social-democrata*. São Paulo, Editora Nobel.
- BRESSER PEREIRA, L. C. (1997a) "As três formas de desvalorização cambial". *Revista de Economia Política*, vol. 17, n. 1 (65), janeiro/março.
- BRESSER PEREIRA, L. C. (1997b) "As três formas de desvalorização cambial". *Revista de Economia Política*, vol. 17, n. 1 (65), janeiro-março.
- BRESSER PEREIRA, L. C. e REGO, J. M. (1998) "Um mestre da Economia Brasileira: Ignácio Rangel". In: REGO, J. M. (org.) *O Pensamento de Ignácio Rangel*. São Paulo, Editora 34.
- BRUNO, M. (1991) "High inflation and the nominal anchors of na open economy". *Essays in International Finance*, n.183, Department of Economics, Princeton University.
- BRUNO, M. (1993) *Crisis, Stabilization, and Economic Reform - Therapy by Consensus*. Clarendon Press, Oxford.
- CAGAN, P. (1956) "The monetary dynamics of hyperinflation". In: FRIDMAN, M. *Studies in the quantity theory of money*. Chicago, The University of Chicago Press.
- CALDAS, S. e RACY, S. (1996) "Pai do Real acha que economia deve ser contida" *O Estado de São Paulo*, 02 de novembro, 10 páginas. Entrevista de Pérsio Arida. (www1.estado.com.br/jornal/96/11/02manxe02.htm)
- CALDEIRA, J. e SANTOS, F. (1999) "O Homem que Sabia Demais". *Revista República*, ano 3, n. 35, setembro. Entrevista de Gustavo Franco.
- CALVO, G. (1986) "Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates", *Journal of Political Economy*, vol. 31, August.
- CALVO, G., LEIDERMAN, E. e REINHART, C. (1993) "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin American: the role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, n. 1, March.
- CALVO, G. e VÉGH, C. (1994) "Inflation Stabilization na Nominal Anchors". *Contemporary Economic Policy*, vol. XII, April.

- CALVO, G. e VÉGH, C. (1996) "Disinflation and Interest-bearing Money", *The Economic Journal* vol. 106, n. 439, November.
- CALVO, G. e VÉGH, C. (1999) "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries, National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper Series* 6925, February.
- CARDOSO, E. e FISHOLW, A. (1991) "Desenvolvimento Econômico na América Latina: 1950-80", in: BARBOSA, F. H. *Estabilização e Crescimento Econômico na América Latina*, Livros Técnicos e Científicos Editora
- CARDOSO, F. H. (1995) "Desenvolvimento: o mais político dos temas econômicos". *Revista de Economia Política*, vol. 15, n. 4 (60), p. 148-155, outubro-dezembro. Publicado anteriormente em 28 de maio de 1995 no Caderno Mais! Da Folha de São Paulo.
- CARDOSO, F. H. (1997) "Pronunciamento do Exmo. Sr. Presidente da República" ", In, _ *O Plano Real e outras experiências internacionais de estabilização*, Brasília, IPEA/CEPAL. (Seminário "Os dois Anos do Plano Real: Comparação com Outras Experiências de Estabilização", Brasília, 1996)
- CARVALHO, C. E. (1999) "Plano Bonex: o bloqueio da liquidez na Argentina em 1990". *Novos Estudos Cebrap*. n. 55, novembro.
- CATI, R. C., GARCIA, M. e PERRON, P. (1995) "Unit roots in the presence of abrupt governmental interventions with an application to Brazilian data". *Texto para Discussão*, 349, Departamento de Economia PUC do Rio de Janeiro, Dezembro.
- CAVALCANTI, R. (1990) *Inflação, Estagnação e Incerteza: Teoria e Experiência Brasileira*, 14^o. Prêmio BNDES, Rio de Janeiro, BNDES
- CONTADOR, C (1977) Crescimento econômico e o combate à inflação. *Revista Brasileira de Economia*, 31 (1), jan/mar.
- CUKIERMAN, A e LIVIATAN, N. (1991) "Optimal accommodation by strong policymakers under incomplete information", *Journal of Monetary Economics*, 27.
- CUKIERMAN, A. (1992) *Central Bank Strategy, Credibility and Independence - theory and evidence*. Cambridge, The MIT Press.
- CYSNE, R. (1998) (org.) *Plano Real ano a ano: Anais dos Encontros nacionais sobre Mercados Financeiros, Política Monetária e Política Cambial 1995-1995* . Vol. 1. Rio de Janeiro, Editora da Fundação Getúlio Vargas.

- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1981) "Southern Cone Stabilization Plans". In: Cline, W. e Weintraub (eds) *Economic Stabilization in Developing Countries*, The Brookings Institution.
- DIMENSTEIN, G. e SOUZA, J. (1994) *A História Real: trama de uma sucessão*. São Paulo, Editora Ativa e Folha de São Paulo.
- DORNBUSCH, R. e SIMONSEN, M. H. (1987) "Estabilização da inflação com apoio de políticas de rendas – um exame da experiência na Argentina, Brasil e Israel". *Revista Brasileira de Economia*, v. 41, n. 1, p. 3-50, jan-mar.
- DORNBUSCH, R. e FISCHER, S. (1986) "Stopping Hyperinflation Past and Present", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 122, n.1.
- DORNBUSCH, R. (1991) "Credibility and Stabilization". *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n. 3.
- DRAZEN, A. e MASSON, P. (1993) "Credibility of policies versus credibility of policy makers", *NBER Working Paper Series* no. 4448, September.
- EDWARDS, S.; EDWARDS, A. (1991) *Monetarism and Liberalization – the Chilean Experiment*. Chicago, University of Chicago Press. 2a. Edition.
- EDWARDS, S. (1993a) "The Political Economy of Inflation and Stabilization in Developing Countries". *NBER Working Paper*, n. 4319. April.
- EDWARDS, S. (1993b) "Exchange Rates, Inflation and Disinflation: Latin American Experiences". *NBER Working Paper*, n. 4320. April.
- EDWARDS, S. (1995) "Exchange rates, inflation, and disinflation: Latin American Experience". In: EDWARDS, S. (ed.) *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge University press.
- EDWARDS, S. (1996) "Exchange-rate Anchors, Credibility, and Inertia: A tale of Two Crises, Chile and Mexico". *The American Economic Review*, vol. 86, n. 2, p. 176-180, May.
- EICHENBERGER, R. & FREY, B. (1994) "The Political Economy of Stabilization Programmes in Developing Countries", *European Journal of Political Economy*, 10, 169-190.
- EICHENGREEN, B e MASSON, P.(1998) "Exit strategies: policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility". *Occasional Paper*, 168, IMF Washington DC.

- ESPEJO ORTEGA, A O (1989) *O Plano de Estabilização Heterodoxo: A experiência comparada de Argentina, Brasil e Peru*, 13º Prêmio BNDES de Economia. Rio de Janeiro
- FANELLI, J. M.; FRENKEL, R. e ROZENWURCEL, G. (1993) "Crescimento e Reforma Estrutural na América Latina: Onde Estamos". In: ZINI, A. (org.) *O Mercado e o Estado no Desenvolvimento Econômico nos anos 90*. Brasília, IPEA, 137.
- FIORI, J. L. (1997) "Os Moedeiros Falsos". In: Fiori, J. *Os Moedeiros Falsos*. Rio de Janeiro, Editora Vozes. Artigo publicado originalmente na *Folha de São Paulo*, caderno Mais! De 3 de julho de 1994.
- FIORI, J. L. (1999) "Estados, moedas e desenvolvimento". In: FIORI, J. L. (org.) *Estados e Moedas no desenvolvimento das nações*. Rio de Janeiro, Editora Vozes, p. 49-85.
- FISCHER, S. e SUMMERS, L. (1989), "Should Governments Learn to Live with Inflation", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vo. 79, n.2, May.
- FONTES, R. M. O (1993) "Inflação sob a ótica dos principais paradigmas econômicos". In: Fontes, R. M. O (ed.) *Inflação Brasileira*, Minas Gerais, Universidade Federal de Viçosa: Imprensa Universitária
- FRANCO, G. H. B. (1987) *Reforma Monetária e Instabilidade Durante a Transição Republicana*. 7º. Prêmio BNDES de Economia. Rio de Janeiro, BNDES, 1ª. edição 1983.
- FRANCO, G. H. B. (1989) "O Milagre do Rentenmark: uma experiência bem-sucedida com moeda indexada". In: FRANCO (1999a). Originalmente publicado em português na *Revista Brasileira de Economia* 43(3) setembro de 1989.
- FRANCO, G. H. B. (1990) "A Primeira Década Republicana". In: Abreu, M. P. *A Ordem do Progresso - Cem anos de Política Econômica Republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro, Editora Campus.
- FRANCO, G. H. B. (1993) "Alternativas de estabilização: gradualismo, dolarização e populismo". In: FRANCO (1999a). Originalmente publicado na *Revista de Economia Política* 13 (50), abril-junho de 1993.
- FRANCO, G. H. B. (1995) *O Plano Real e Outros Ensaio*s. Rio de Janeiro, Francisco Alves.
- FRANCO, G. H. B. (1996) "A Inserção Externa e o Desenvolvimento". In: Franco (1999a).

- FRANCO, G. H. B. (1999a) *O Desafio Brasileiro – Ensaio sobre Desenvolvimento, Globalização e Moeda*, São Paulo, Editora 34.
- FRANCO, G. H. B. (1999b) "Schacht: Aspectos Econômicos", in: SCHACHT, Hjalmar, *Setenta e Seis Anos de Minha Vida*, Editora 34, p. 29-42.
- FRENKEL, R. (1986) "Salários e inflação na América Latina: resultados de pesquisas recentes na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e Costa Rica". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 16 (1), p. 21-60, abril.
- FRENKEL, R. (1990) "Hiperinflação: o inferno tão temido". In: REGO, J. M. (org.) *Inflação e Hiperinflação: interpretações e retórica*. São Paulo, Editora Bional.
- FRIEDMAN, M. (1956) "The quantity theory of Money". In: FRIEDMAN, M. (ed.) *Studies in the quantity theory of money*. Chicago, The University of Chicago Press.
- FRIEDMAN, M. (1968) "The Role of Monetary Policy". *American Economic Review*, 58, p. 1-17.
- FRIEDMAN, M. (1974) "Monetary Correction". In: *Essays on inflation and indexation*. American Enterprise Institute for Public Policy Research. Washington. DC.
- FRITSCH, W. (1990) "Apogeu e crise na Primeira República: 1900-1930". In: ABREU, M. P. *A Ordem do Progresso – Cem anos de Política Econômica Republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro, Editora Campus.
- GARCIA, M. (1994) "Avoiding some costs of inflation and crawling toward hyperinflation: the case of the brazilian domestic currency substitute". Departamento de Economia PUC-Rio, *Texto para Discussão*, n. 326, dezembro.
- GARCIA, M. e BARCINSKI, A. (1998) "Capital Flows to Brazil in the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 38, n. 3, Fall, p. 319-357.
- GRANGER, G.G. (1955) *Methodologie Économique*. Paris: Presses Universitaires de France.
- GONÇALVES, E. P. S. (1999). *Âncora Cambial e Alta Inflação: uma perspectiva histórica*. Tese de Doutorado, FGV/Escola de Administração de Empresas, São Paulo.
- HERMANN, J. (1999) "Ancoragem Cambial em Ambiente de Elevada Mobilidade Internacional do Capital: Alcance, Limites e

- Soluções". *Estudos Econômicos*, São Paulo, vol. 29, n. 4, p. 475-511, outubro-dezembro.
- HEYMAN, D. e LEIJONHUFVUD, A. (1995) *High Inflation*. Clarendon Press, Oxford.
- HIRSCHMAN, A. O. (1995) *Auto-Subversão - teorias consagradas em xeque*. São Paulo, Companhia das Letras.
- KEYNES, J. M. (1985) *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo, Nova Cultural.
- KIGUEL, M. e LIVIATAN, N. (1989) "The Old and the New in Heterodox Stabilization Programs - lessons from the 1960s and the 1980s". *Working Paper*, 323, The World Bank, December.
- KIGUEL, M. e LIVIATAN, N. (1991) "The Inflation-Stabilization Cycles in Argentina and Brazil" In: Bruno, M. ; Fisher, S. ; Helpman, E ; Liviatan, N. *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*, The MIT Press.
- KIGUEL, M. e LIVIATAN, N. (1992) "When do heterodox stabilization programs work". *The World Bank Research Observer*, vol. 7, n. 1, January, p. 35-57.
- KLAMER, A. (1983) *Conversas com Economistas - Os Novos Economistas Clássicos e Seus Opositores Falam sobre a Atual Controvérsia em Macroeconomia*. São Paulo, Editora Pioneira e da Universidade de São Paulo.
- KRUGMAN, P.(1997) *Internacionalismo Pop*. Rio de Janeiro, Editora Campus.
- KYDLAND, F. e PRESCOTT, E. (1977) "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans". *Journal of Political Economy*, vol. 85, n. 3.
- LANDI, M. (1997) (org.) "Setor Externo: Os Impasses da Política Cambial". *Cadernos PUC Economia*; 5.
- LARA RESENDE, A. (1988) "Da Inflação crônica à hiperinflação: observações sobre o quadro atual". *Texto para Discussão*, Departamento de Economia da PUC Rio. Rio de Janeiro. Publicado posteriormente em REGO (1989).
- LARA RESENDE, A (1990) "Estabilização e Reforma: 1964-1967". In: ABREU, M. P. *A Ordem do Progresso - Cem anos de Política Econômica Republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro, Editora Campus.

- LARA RESENDE, A. (1985a) "A moeda indexada: nem mágica nem panacéia", in *Revista de Economia Política*, vol. 5, n. 2, abril-junho.
- LARA RESENDE, A. (1992) "O conselho da moeda: um órgão emissor independente", *Revista de Economia Política*, vol. 12, n.4 (48), out-dez
- LARA RESENDE, A. (1995) (mod.) *Políticas para o Crescimento: a experiência da América Latina*. Anais do Seminário realizado em Mangaratiba, Rio de Janeiro, Brasil, 16 a 19 de março de 1994. Brasília, Banco Central do Brasil.
- LARA RESENDE, A. (1997) *Bolhas e Pêndulos*. Rio de Janeiro, Editora Campus.
- LARA RESENDE, A. e LOPES, F. (1981) "Sobre as Causas da Recente Aceleração Inflacionária". Nova Friburgo: Anais do VII Encontro Nacional da Anpec.
- LEMGRUBER, A (1974) "Inflação: o modelo de realimentação e o modelo de aceleração". *Revista Brasileira de Economia*, 28 (3), jul/set.
- LESSA, C. (1981) *Quinze anos de política econômica*. São Paulo, Editora Brasiliense.
- LIMA, G. T. (1992) *Em busca do tempo perdido: a recuperação pós-keynesiana da economia do emprego de Keynes*. 16 ° Prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro.
- LIPSEY, R. (1960) "The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957": a futher analysis". *Economica*, p. 1-31, February.
- LIVIATAN, N. (1994) "Theoretical Aspects Related to Brazil's Inflation", mimeo, February 1994, Preliminary draft.
- LLACH, J. (1989) "Las Hiperestabilizaciones sin mitos" Instituto Torcuato Di Tella, Noviembre.
- LOPES, F., BACHA, E. (1983) "Inflation, Growth and wage policy: a brazilian perspective". *Journal of Development Economics*, September.
- LOPES, F, WILLIAMSON, J. (1980) "A teoria da indexação consistente". *Estudos Econômicos*, n. 3, vol. 10.
- LOPES, F. (1982) "Inflação e nível de atividade no Brasil: um estudo econométrico". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, dezembro.
- LOPES, F. (1986) *O Choque Heterodoxo: Combate à Inflação e Reforma Monetária*. Rio de Janeiro, Editora Campus.

- LOPES, F. (1989) *O Desafio da Hiperinflação - em busca da moeda Real*. Rio de Janeiro, Editora Campus.
- LOPES, F. (1991) "O austral conversível". *Revista de Economia Política*, vol. 11, n. 4 (44), outubro-dezembro.
- LOPES, F. (1994) "Inflation Inertia and the failure to stabilize", *Revista Brasileira de Economia*, vol. 48, n. 4, outubro/dezembro, p. 519-527.
- LOPES, F. (1997) "O mecanismo de transmissão de política monetária uma economia em processo de estabilização: notas sobre o caso do Brasil". *Revista de Economia Política*, vol. 17, n. 3 (67), julho-setembro, p. 5-11. Artigo apresentado no encontro sobre "Mecanismos de Transmissão de Política Monetária", promovido pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS), Basel 29-30 janeiro de 1997.
- LOPES, F. (1995) "Comentários" Anais: II Encontro Nacional sobre Mercados Financeiros, Política Monetária e Política Cambial, em 30/nov e 01/ dez de 1995. In: CYSNE, R. (1998) *Plano Real ano a ano*. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas Editora.
- LOUREIRO, M. R. (1997) *Os Economistas no Governo*. Rio de Janeiro, Editora da Fundação Getúlio Vargas.
- LOUREIRO, M. R. (1997) (org.) *50 Anos de Ciência Econômica no Brasil*. Petrópolis, Editora Vozes.
- MAGALHÃES, João Paulo de Almeida (1996) *Paradigmas Econômicos e Desenvolvimento - a experiência brasileira*. Editora UFRJ e EdUERJ, Rio de Janeiro.
- MAGALHÃES, J. P. A. (1999) "Vinte Anos de Pensamento Econômico no Brasil". In: ELIAS, L. A.; MINEIRO, A. S., MAGALHÃES, J. P. A (org.) *Vinte Anos de Política Econômica*. Rio de Janeiro, Editora Contraponto.
- MALAN, P. (1999) "Prefácio" . FRANCO, G. *O Desafio Brasileiro - Ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda*. São Paulo, Editora 34.
- MANTEGA, G. e REGO, J. M. (1999) *Conversas com Economistas Brasileiros II*. São Paulo, Editora 34.
- MARQUES, M. S.(1991) *Inflação e Política Macroeconômica após o primeiro choque do Petróleo*. Rio de Janeiro, Editora da Fundação Getúlio Vargas.

- MCKINNON, R. (1988) "Monetary and Exchange Rates Policies for International Financial Stability: A proposal" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n. 1, p. 83-103
- MILES-FERRETTI, G. E RAZIN, A (1996) "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences. *NBER Working Paper Series 5791*, October, Cambridge, Mass
- MODIANO, E. (1988) *Inflação, Inércia e Conflito*. Rio de Janeiro, Editora Campus.
- MONTEIRO, J. V. (1997) *Economia e Política: Instituições de estabilização econômica no Brasil*. Rio de Janeiro, Editora da Fundação Getúlio Vargas.
- MOLLO, M. L. R. (1994) "As controvérsias monetárias do século XIX" , *Ensaio FEE*, Porto Alegre. (15) 1:80-97
- MOLLO, M. L. e SILVA, M. L. (1999) "A Liberalização do Câmbio: Revisitando a Discussão dos Pressupostos Teóricos Embutidos nas Prescrições Cambiais Alternativas". *Anais do IV Encontro de Economia Política*, Porto Alegre, junho.
- MUNDELL, R. (1995) "Stabilization and liberalization policies in semi-open economies". In: EDWARDS, S. (ed.) *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge University press.
- MÜNCH,I. (1998) "Bandas de Câmbio e Expectativas de Desvalorização: um teste de credibilidade aplicado a Brasil, México, Rússia, Venezuela, Tailândia e Hong Kong". *Revista Brasileira de Economia*, 52(4), p. 637-673.
- NAKANO,Y. (1993) "Ciclos de Inflação e Choques no Brasil, 1986-1991".In: Fontes, R. M. O (ed.) *Inflação Brasileira*, Minas Gerais, Universidade Federal de Viçosa: Imprensa Universitária
- NOVAES, A. D. (1991) "Um teste da hipótese de inflação inercial no Brasil", *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 21, n. 2, p. 377-396, agosto.
- OLIVEIRA, G. (1993) *Brasil-FMI: frustrações e perspectivas*. São Paulo, Editora Bernal.
- ORTIZ, R. (1983) "Introdução - a procura de uma sociologia prática". In: BOURDIEU, P. *Sociologia*. São Paulo, Editora Ática.
- PASTORE, A. (1971) "A oferta de produtos agrícolas no Brasil". *Estudos Econômicos*, IPE-USP, 1(3).

- PASTORE, A (1994/95) "Déficit público, a sustentabilidade da credibilidade das dívidas interna e externa, senhoriação e inflação: uma análise do regime monetário brasileiro", *Revista de Econometria*, 14, 2, nov-mar.
- PASTORE, A (1996) , "Por que a política monetária perde eficácia?", *Revista Brasileira de Economia*, vol. 50, n. 3, jul-set.
- PASTORE, A. (1997) "Passividade Monetária e Inércia". *Revista Brasileira de Economia*, vol. 51, n. 1, p. 3-51, janeiro/março.
- PASTORE, A. C. e PINOTTI, M. C. (1999) "Inflação e Estabilização: Algumas Lições da Experiência Brasileira". *Revista Brasileira de Economia*, 53 (1):3-40, jan-mar.
- PAULANI, L. e SOLA, L. (1995) (org.) *Lições da Década de 80*. São Paulo, Edusp.
- PAULANI, L. (1997) "Teoria da Inflação Inercial: um episódio singular na história da ciência econômica no Brasil?". LOUREIRO, M. R. (org.) *Cinquenta Anos de Ciência Econômica no Brasil*, Petropolis, Editora Vozes. p. 159-179.
- PAZOS, F. (1972) *Chronic Inflation in Latin America*. Praeger Publishers, New York.
- PERSON, Torsten (1988) "Credibility of Macroeconomic Policy: an Introduction and a Broad Survey". *European Economic Review*, 32, 519-532.
- PHELPS, E. (1967) "Phillips curve, expectation of inflation and optimal unemployment over time". *Economica*, 25, p. 283-299.
- PINTO, C. (1999) "A heterodoxia brasileira". *Folha de São Paulo*, 3ª. feira, 5 de outubro, p. 1-11.
- PIRES de SOUZA, F. E. (1994) "Fixar ou não fixar: lições de experiências recentes de uso da âncora cambial" *Boletim de Conjuntura*, IEI/RJ, out, vol. 14, n. 3.
- POMPEU DE TOLEDO, R. (1998) *O Presidente Segundo o Sociólogo: entrevistas de Fernando Henrique Cardoso*. São Paulo, Companhia das Letras.
- PRADO, Eleutério (1997) "A questão da Resolução das Controvérsias em Economia", in *Anais do II Encontro Nacional de Economia Política*, PUC/SP, 27 a 30 de maio, p. 1-23.
- RANGEL, I. (1986) *A Inflação Brasileira*. São Paulo, Editora Bial. 1ª. Edição: 1963.
- REGO, J. M. (1986) (org.) *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 2ª. Edição.

- REGO, J. M; Mazzeo, L. M. e Freitas Filho, E. (1986) "Teorias sobre inflação: uma abordagem introdutória". In: Rego, J. M. (1986) (org.)
- REGO, J. M. (1989) (org.) *Aceleração Recente da Inflação – a teoria da inflação inercial reexaminada*. São Paulo, Editora Bial.
- REGO, J. M. (1989a) "A taxionomia quádrupla o processo inflacionário". In: REGO (1989) (org.)
- REGO, J. M. (1990) (org.) *Inflação e Hiperinflação: interpretações e retórica*. São Paulo, Editora Bial.
- REGO, J. M. (1990) "Retórica no Processo Inflacionário: A Teoria da Inflação Inercial". In: REGO (org.)
- REGO, J. M. (1996) *Retórica na Economia*. São Paulo, Editora 34.
- REIS, J. C. (1999) *As identidades do Brasil: de Varnhagen a FHC*. 2ª. Edição, Rio de Janeiro, Editora FGV.
- SACHS, J. TORSELL, A. e VELASCO, A. (1995) "The collapse of the Mexican peso: what have we learned?". *NBER Working Paper Series*, n. 5142, June.
- SADDI, V. (1994) "Ensaio sobre Jogos de Estabilização e Inflação". Dissertação de Mestrado, EAESP/FGV, mimeo.
- SÁINZ, P. e Calcagno, A. (1999) *La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis*. Serie Temas de Coyuntura, División de Estadística y Proyecciones Económicas, Santiago do Chile.
- SARDENBERG, C.A (1987) *Aventura e agonia: nos bastidores do Plano Cruzado*. São Paulo, Companhia das Letras.
- SARGENT, T. e WALLACE, N. (1976) "Rational expectations and the theory of economics policy". *Journal of Monetary Economics*, 2 (2), p. 169-183.
- SARGENT, T. (1986) "Os finais de quatro hiperinflações". In: REGO (1986) (org.) *Inflação Inercial, Teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra
- SCHUMPETER, J. (1986) *History of Economic Analysis*. London, Allen e Unwin.
- SILVA, M.L. F. e Andrade, J. (1996) "Brazil's new currency: origin, development and perspectives on the Real", *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 40 (4):426-67, out/dez.
- SILVEIRA, A. M. (1991) "A indeterminação de Sênior". *Revista de Economia Política*, vol. 11, n. 4 (44), outubro-dezembro.

- SIMONSEN, M. H. (1970) *Inflação: Gradualismo x Tratamento de Choque*. Rio de Janeiro, APEC Editora.
- SIMONSEN, M. H. (1980) "A teoria da inflação e a controvérsia sobre a indexação", *Estudos Econômicos*, 10 (2), p.5-55, maio-agosto.
- SIMONSEN, M. H. (1989) "Inércia Inflacionária e Inflação Inercial", BARBOSA, F. H. e SIMONSEN, M. H. (org.) *Plano Cruzado: Inércia x Inépcia*. Rio de Janeiro, Editora Globo.
- SIMONSEN, M. H. (1990) "Inflação – Interpretações Brasileiras". In: REGO (1990) (org.) *Inflação e Hiperinflação: interpretações e retórica*. São Paulo, Editora Bernal.
- SIMONSEN, M. H. (1994) "Avaliação do FHC-2: 15/04/94" *VI Forum Nacional, Painel I, Superação da Crise: Política de Estabilização e Perspectivas Conjunturais*. São Paulo, Editora Nobel
- SIMONSEN, M. H. (1994) "Desta vez, existe a âncora do bom senso" *Exame*, 16 de março.
- SIMONSEN, M. H. (1995) *30 Anos de Indexação*. Rio de Janeiro, Editora da Fundação Getúlio Vargas.
- SIMONSEN, M. H. (1998) "Política cambial com comércio exterior", CYNE, R. P. (org.) *Plano Real ano a ano: anais dos Encontros Nacionais sobre Mercados Financeiros, Política Monetária e Política Cambial*. Rio de Janeiro, Editora da Fundação Getúlio Vargas. Painel realizado em 08.12.94.
- SOLA, L. (1988) "Choque Heterodoxo e Transição Democrática sem Ruptura: uma abordagem transdisciplinar". SOLA, L. (org.) *O Estado da Transição: política econômica na Nova República*, São Paulo, Vértice, Editora Revista dos Tribunais.
- SOLOW, R. (1979) "Alternative approaches to macroeconomic theory: a partial view". *Canadian Journal of Economics*, 12(3), p. 339-354, August.
- SUNKEL, O. (1958) "La inflación chilena: un enfoque heterodoxo" *El Trimestre Económico*, 25:570-99.
- SWEDBERG, R. (1990) *Economics and Sociology*. Princeton University Press.
- TAYLOR, J. (1979) "Staggered Price Setting in a Macro Model". *American Economic Review* 69, 2, May, 108-113.
- TAYLOR, J. (1980) "Aggregate Dynamics and Staggered Contracts". *Journal of Political Economy* 88, 1-24.
- TOBIN, J. (1980) "Stabilization Policy Ten Years After". *Brooking Papers in Economic Activity* (1).

- TOLEDO, J. E. (1999) "Políticas Econômicas e Estabilização no Plano Real". *Economia Aplicada*, vol. 3, n. especial, p. 61-77, Março.
- VÉGH, C. (1992) "Stopping High Inflation - an analytical overview". *IMF Staff Papers*, vol. 39, n. 3, September.
- WERLANG, S. (1993) "Inflação e Credibilidade". In: Fontes, R. M. O (ed.) *Inflação Brasileira*, Minas Gerais, Universidade Federal de Viçosa: Imprensa Universitária
- "O Futuro, Segundo Franco". *Carta Capital*, 27 de novembro, p. 36-45. Debate sobre o texto de Franco "Inserção Externa e Desenvolvimento", a qual participaram: Eduardo Giannetti da Fonseca, Luiz Gonzaga Belluzzo e Paulo Rabelo de Castro.