

A inflação decifrada

LUIZ CARLOS BRESSER PEREIRA*

This paper is an account of the intellectual process that led, in the early 1980s, to the definition of a new economic theory — the theory inertial inflation — and to the proposal of heterodox policies to deal with this type of high and chronic inflation, that, in intensity terms, stays between moderate or usual inflation and hyperinflation. The theory says that this type of inflation is the consequence of phased or staggered price adjustments. Economic agents are involved in an endless process of balancing and unbalancing relative prices, as they keep up with the going inflation, formally or informally indexing their prices. To fight this type of inflation orthodox or conventional fiscal and monetary policies are insufficient. In addition it is necessary to adopt a heterodox mechanism that neutralizes inertia, making possible to stop inflation. It is part of a book in preparation where the author reports his experience as finance minister of Brazil in 1987.

1. INTRODUÇÃO



A Nova República começou em 1985 com grandes esperanças. Quando assumi o Ministério da Fazenda, dois anos depois, as esperanças haviam dado lugar à desilusão. Alguns anos mais tarde, transformar-se-iam em puro pessimismo quanto ao futuro do Brasil. Só no final de 1993 a esperança de controlar a inflação ressurge, quando uma parte dos economistas que haviam desenvolvido a teoria da inflação inercial volta ao governo, e o Plano Real começa a ser delineado. Em 1987 as esperanças haviam sido liquidadas pelo terrível fracasso do Plano Cruzado, que, de repente, recolocara a sociedade brasileira diante da realidade. Ao contrário do que se pensava ou que se fantasiava em 1985 e 1986, o desenvolvimento não havia sido retomado, e a inflação, que durante alguns meses parecia ter sido domada, continuava mais forte do que nunca, ameaçando, agora, transformar-se em hiperinflação.

* Da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo. Ministro da Administração Federal e Reforma do Estado. Este trabalho é um capítulo de um livro, cuja redação está neste momento interrompida, sobre a experiência do autor no Ministério da Fazenda, em 1987.

Quando, no início de 1985, completou-se a transição democrática, o Brasil estava imerso em uma crise econômica, mas não se dava conta da sua gravidade. Sabia-se da sua existência desde o início da década, mas seu diagnóstico era impreciso e parcial. Só se percebia seu aspecto mais aparente: a crise da dívida externa, mas esta mesma foi por muitos considerada superada quando o Brasil, a partir de 1983, ajustou seu balanço de pagamentos e começou a apresentar substanciais superávits comerciais.

A crise, na verdade, começou em 1979, com o segundo choque do petróleo, a elevação da taxa de juros nominal e real nos Estados Unidos, e a recessão nesse país. Uma política econômica equivocada eleva então o patamar da inflação de 40% para 100% ao ano. No final de 1980 os bancos internacionais suspenderam a rolagem dos seus empréstimos para o Brasil, obrigando o governo a adotar medidas de ajuste fiscal para estabilizar o balanço de pagamentos. Após dois ajustamentos que provocaram recessões (1981 e 1983), o último envolvendo uma maxidesvalorização do cruzeiro, o ajuste de fluxo das contas externas foi finalmente logrado. A inflação, porém — ao invés de cair, como esperavam os dirigentes da economia, dadas as políticas ortodoxas que estavam sendo postas em prática em 1983 sob a orientação formal do Fundo Monetário Internacional — subiu do patamar de 100% ao ano para 200% naquele ano, não obstante a forte recessão então verificada, estabilizando-se, em seguida, inercialmente nesse novo nível até o final de 1985.

O desenvolvimento econômico, entretanto, pareceu ter sido retomado em 1984, quando as exportações brasileiras, favorecidas pela expansão da economia mundial e pela desvalorização do cruzeiro no ano anterior, aumentaram substancialmente e as taxas de crescimento do PIB voltaram a ser positivas. O grande superávit comercial sugeria enganosamente que o problema da dívida externa havia sido contornado. Bastaria, portanto, controlar a inflação, e a retomada do desenvolvimento estaria consolidada. O Brasil voltaria a crescer a taxas de 6 a 7% ao ano, como sempre o fizera.

2. UMA NOVA TEORIA DE INFLAÇÃO

O problema fundamental a partir de 1984 era, portanto, o de como controlar a inflação. O forte ajuste fiscal de 1983 havia levado o déficit público para perto de zero, mas não havia logrado a estabilização dos preços. Os economistas monetaristas que haviam aplicado a terapia convencional ou ortodoxa de controle à inflação — ajuste fiscal e política monetária rígida — estavam perplexos. Lembro-me bem de meu amigo Afonso Celso Pastore — um dos melhores economistas do País — dizer-me, no final de 1984, quando era presidente do Banco Central:

— Bresser, não entendo o que está acontecendo. Já fiz tudo para derrubar a inflação e ela não cai!

Minha resposta foi imediata:

— Não cai porque é uma inflação inercial. Se você houvesse lido os dois artigos que lhe dei no ano passado, você compreenderia melhor o que está acontecendo e o que é preciso fazer para acabar com esse tipo de inflação.¹

¹ Referia-me a “Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação” (1983), e a “Política administrativa de controle da inflação” (1984), os dois artigos básicos sobre a inércia inflacionária que havia escrito com Yoshiaki Nakano.

De fato, nós — economistas neo-estruturalistas — tínhamos uma nova teoria para explicar a inflação no Brasil. Essa teoria, que surgira na América Latina no início dos anos 80 — a teoria da inflação autônoma ou inercial — não apenas decifrava um quebra-cabeça importante, mas, adicionalmente, sugeria que a solução do problema, embora difícil, não era tão custosa quanto a teoria econômica ortodoxa pretendia. Eu e meu companheiro de estudos Yoshiaki Nakano tivemos uma participação direta no desenvolvimento dessas novas idéias.

Minhas próprias idéias sobre a inflação tinham origem em Ignácio Rangel. No início dos anos 60, depois de aprender e adotar as teorias estruturalistas de inflação então dominantes, li *A inflação brasileira*, de Ignácio Rangel. O livro foi uma revelação para mim. Era claramente um passo adiante em relação às teorias estruturalistas. Rangel aceitava a idéia de que a inflação tivesse origem em pontos de estrangulamento na oferta de certos bens, como queriam os estruturalistas, mas sua ênfase era claramente outra. Rangel via a inflação como um mecanismo de defesa da economia, como uma forma através da qual os ciclos econômicos eram moderados e se mantinha a taxa de investimento elevada. Enquanto a teoria convencional da inflação, monetarista ou keynesiana, supõe que ela seja em princípio de demanda, acelerando-se nos momentos de expansão da economia, Rangel dava ênfase ao lado da oferta e considerava a inflação brasileira não como uma consequência da demanda em ascensão, mas como um resultado dos desequilíbrios da economia, que se manifestavam através da recessão, e da própria inflação. Além disso Rangel dava ao poder de monopólio das grandes empresas, e particularmente dos grandes intermediários de bens agrícolas, um papel fundamental na explicação do problema. A inflação se acelerava na recessão para acomodar as demandas dos agentes econômicos, principalmente daqueles com poder monopolista, que viam sua renda diminuir. Dessa forma, e ao contrário do que propõe a teoria econômica convencional, a inflação para Rangel acelerava-se nos momentos de crise, e reduzia seu ritmo quando a economia voltava a crescer.

Essas idéias eram revolucionárias. Explicavam como era possível conviverem, como aconteceu já em 1963, quando o livro foi publicado, recessão e inflação. Rangel descobrira uma especificidade das situações de alta inflação que a teoria econômica convencional, fosse ela monetarista ou keynesiana, não explicava. Por outro lado, ao adotar uma perspectiva administrativa ou de custo (*cost-push inflation*), de acordo com uma linha heterodoxa da qual Gardiner Means fora um dos pioneiros nos Estados Unidos, Rangel fortalecia meu interesse pelo papel das grandes organizações burocráticas empresariais e de suas práticas de preços na inflação — interesse que eu desenvolvera em meu mestrado de administração de empresas nos Estados Unidos.

Além disso Rangel dera um passo decisivo na compreensão das relações entre a inflação e a moeda, ao aprofundar a idéia estruturalista de que a oferta de moeda é endógena, passiva. Não era o aumento da quantidade de moeda que explicava a inflação, mas era o aumento desta, provocada pelo poder de monopólio e pela necessidade de reduzir as crises cíclicas, que induzia o aumento da oferta monetária. Alguns anos mais tarde, lendo uma resenha das idéias sobre moeda endógena (Gerald Merkin, 1982), verificaria que nenhum economista dos países centrais escrevera com tanta firmeza e clareza sobre o assunto antes de Rangel, embora vários deles, como Wickse, Keynes, Schumpeter e Joan Robinson houvessem insinuado a idéia.

Durante os anos 60 e 70, adotei basicamente essa visão da inflação. Acrescentei apenas a idéia, já então conhecida, de que o conflito distributivo tinha um papel essencial na explicação do processo inflacionário. Entretanto, durante os anos 70, após a crise do petróleo, surgira um fato histórico novo nas economias desenvolvidas: a estagflação. As economias centrais viam suas taxas de inflação aumentarem enquanto entravam ou permaneciam em recessão. O mesmo fenômeno que Rangel estudara e explicara dez anos antes, examinando a economia brasileira, repetia-se agora em âmbito mundial. A estagflação teve nos países centrais a conseqüência perversa de minar as teorias keynesianas de inflação, que foram substituídas por teorias monetaristas baseadas nas expectativas dos agentes econômicos — expectativas que então se haviam transformado em um instrumento mágico que dava uma resposta a todos os problemas mal resolvidos pelos economistas.

Havia, entretanto, um fato que nem as teorias convencionais, nem a teoria de Rangel explicavam: a estabilidade da inflação em determinados patamares. Esse fenômeno era universal, embora fosse particularmente visível na economia brasileira. Durante quase todos os anos 70, por exemplo, a inflação permaneceu relativamente estabilizada em torno de 40% ao ano. Em 1979 mudou de patamar e permaneceu estável em torno de 100% ao ano.

Por quê? As teorias monetaristas eram claramente insatisfatórias, e as keynesianas haviam perdido poder explicativo com a estagflação. O estruturalismo era uma explicação limitada, já que os pontos de estrangulamento na oferta de bens agrícolas revelavam-se muito menos importantes do que pareciam. E as idéias de Rangel, embora esclarecedoras, explicavam uma dinâmica de aceleração e desaceleração da inflação, mas não explicavam por que a inflação mantinha-se estável por vários anos em um mesmo patamar, independentemente da demanda e da oferta, e, portanto, do mercado.

Em 1980, depois de ter visto a inflação dar um salto, passando de 50% para 100% ao ano, e em seguida estabilizar-se nesse nível, em um processo claramente independente da demanda, tive, subitamente, uma intuição. O fato de que a inflação administrada ou de custos tendia a generalizar-se nas economias modernas, caracterizadas por um capitalismo oligopolista ou tecnoburocrático, em que o Estado desempenhava um papel econômico fundamental, não era uma explicação suficiente para o fenômeno. Havia um problema adicional e básico: a defasagem nos aumentos de preços das empresas, que levava ao repasse automático dos aumentos de custos para preços, independentemente da demanda. Conforme escrevi no ano seguinte, em um artigo que seria publicado no segundo número da *Revista de Economia Política*: “As elevações de custos e preços não ocorrem todas ao mesmo tempo em todas as empresas. Elas ocorrem alternadamente, em uma e outra empresa. Este fato é decisivo. Suponhamos três empresas, A, B e C, no sistema. Se estas três empresas aplicam rigorosa e alternadamente a política de margem fixa sobre o custo, a taxa de inflação, uma vez iniciada, torna-se permanente. A combinação de margem fixa sobre o custo com reajustamentos alternados de preços não leva necessariamente a um aumento da taxa de inflação, mas à manutenção dos níveis de inflação em um determinado patamar” (1981, p. 17).

Havia antecedentes para a teoria que então estava se delineando. Na teoria estruturalista da inflação de Noyola (1956) e Sunkel (1957) já havia a idéia do processo de

propagação de um aumento inicial de preços. Por outro lado, Mário Henrique Simonsen (1970), em um estudo pioneiro sobre inflação, havia falado sobre a “realimentação inflacionária”. Nem os estruturalistas, nem Simonsen, entretanto, usaram a idéia de aumentos defasados de preços baseados no conflito distributivo, ou seja, na luta dos agentes econômicos para manter sua participação na renda, para explicar a estagflação das economias centrais e da economia brasileira. No modelo eclético de Simonsen, a realimentação era apenas um fator a ser combinado com os fatores monetários e de demanda.

Nenhuma idéia é na verdade inteiramente nova neste mundo. Muitos anos depois eu descobriria que Felipe Pazos havia, em 1972, publicado um livro nos Estados Unidos, *Chronic Inflation*, no qual já estavam presentes muitas das idéias sobre a inflação autônoma ou inercial. Descobri também que nos Estados Unidos, John Taylor (1979@) deu um passo importante na direção da teoria de inflação inercial com seus “contratos justapostos”. E que Otto Eckstein (1981) escreveu sobre “core inflation”, aproximando-se também do conceito de inércia inflacionária. Naquele momento, entretanto, as idéias que usei, primeiro para minhas aulas na FGV e depois no artigo, pareciam-me uma descoberta extraordinária, iluminadora para mim, ainda que estivessem em embrião. Em alguns momentos em minha vida eu me senti entusiasmado com uma idéia. Aquele era um desses momentos. Afinal eu começava a decifrar o mistério da estagflação e das altas inflações.

Entretanto, só logrei uma compreensão mais geral e ampla da inflação a partir dos trabalhos que escrevi em seguida com Yoshiaki Nakano. É um dos meus melhores amigos, e certamente meu mais próximo companheiro de aventuras intelectuais. Foi meu aluno, ainda nos anos 60. Um trabalho semestral sobre escolhas de técnicas e desenvolvimento, escrito para um dos meus cursos, foi o primeiro artigo publicado por um aluno da FGV na *Revista de Administração de Empresas*. Depois de prestar concurso para professor da FGV e de fazer seu doutoramento na Universidade de Cornell, onde apresentou uma tese srafiana sobre o sistema capitalista, voltou para São Paulo e se tornou um companheiro constante de estudos. Lemos juntos Marx, Keynes, Kalecki, macroeconomia em geral. Nakano tem uma extraordinária capacidade de estudo. Conheço poucas pessoas que tenham uma cultura econômica e geral tão ampla quanto a sua. Nakano ajudou-me a fundar, em 1980, a *Revista de Economia Política*, e desde então assumiu a função de secretário do seu Conselho Editorial. Logo após nela publicar o artigo sobre a inflação no capitalismo de Estado, convidei-o para escrevermos juntos um artigo teórico sobre a inflação. Embora, quando lido hoje, pareça simples, esse artigo tomou-nos muito tempo. Passamos o segundo semestre de 1982 e o primeiro de 1983 escrevendo-o. Afinal, depois de circular em versão xerox, “Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação” foi apresentado por Nakano ao congresso da ANPEC, em Belém do Pará, em dezembro de 1983. Um dos debatedores do artigo foi Chico Lopes.

Esse artigo foi a base de nossa teoria da inflação inercial. Nele, pela primeira vez, desenvolvemos de forma sistemática e compreensiva o conceito de inflação autônoma ou inercial. Naquela época os economistas da PUC do Rio de Janeiro, particularmente Pérsio Arida, André Lara Resende, Chico Lopes, Edmar Bacha e Eduardo Modiano estavam também desenvolvendo suas idéias sobre o assunto. Depois de escreverem artigos refutando a aplicabilidade à economia brasileira da curva de

Phillips, que relaciona inversamente desemprego e inflação e atribui implicitamente a inflação ao excesso de demanda, esses economistas estavam então escrevendo trabalhos sobre a indexação dos salários, que serviriam de base para suas próprias visões da inércia inflacionária. Não haviam, entretanto, até então, produzido uma visão clara e sistemática da própria inflação inercial. Dessa forma, Nakano e eu, ao escrevermos sobre o tema, avançávamos por caminhos desconhecidos. Nossa formação estruturalista sem dúvida nos ajudava. Não ficávamos tão amarrados às idéias convencionais sobre a inflação, de origem keynesiana e monetarista, que dificultavam a compreensão do fenômeno.

Nosso objetivo era explicar uma inflação que permanecia estável por vários anos em patamares elevados independentemente da existência de excesso de demanda. Para isso, a primeira coisa que fizemos foi distinguir os fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. Essa era uma distinção nova, que não estava presente na literatura internacional sobre a inflação. Todas as teorias sobre a inflação estavam centradas nos seus fatores aceleradores. Quando cada teoria perguntava qual era a causa da inflação, visava saber o que acelerava ou desacelerava a taxa de aumento dos preços. Os monetaristas afirmavam que a inflação era causada (acelerada) pelo aumento da quantidade nominal de moeda acima do aumento da renda; os keynesianos atribuíam-na ao excesso de demanda em relação à oferta agregada; os estruturalistas, a estrangulamentos na oferta e aos efeitos propagadores dos aumentos setoriais de preços; os administrativistas, ao poder monopolista de empresas, sindicatos e do próprio governo, que eram capazes de impor choques constantes de preços os quais em seguida se propagavam para o resto da economia. Todos os modelos partiam do pressuposto de que a inflação era zero. A partir desse pressuposto as teorias procuravam explicar por que quando a inflação deixava de ser zero, acelerava-se.

Ora, não há dúvida de que determinar as causas da aceleração da inflação é importante. Apenas faz pouco sentido a interminável discussão sobre qual das teorias é a correta — se a keynesiana, a monetarista, a estruturalista ou a administrativa — já que, dependendo do caso, a aceleração da inflação poderá ser melhor explicada por uma ou por outra causa, ou por uma somatória de causas. E, de qualquer forma, não havia qualquer novidade a respeito desse problema. O fundamental, o novo, entretanto, era saber por que a inflação se mantinha estável em um determinado patamar. Em outras palavras, quais eram os fatores mantenedores da inflação.

Muitas vezes depois de nos colocarmos uma pergunta, a resposta torna-se óbvia. A manutenção do patamar de inflação decorre do fato de que os agentes econômicos, em seu esforço para manter sua participação na renda, e dado que os aumentos de preços são realizados defasadamente, não têm outra alternativa senão repassar aumentos de custos para preços, repetir no presente a inflação passada, indexar informalmente seus preços. A inflação inercial torna-se assim o resultado do conflito distributivo entre empresas e empresas, entre capitalistas, burocratas e trabalhadores para manter sua participação na renda. Através da indexação informal, realizada através de reajustes defasados, assíncronicos, os preços relativos vão sendo continuamente equilibrados e desequilibrados. Não há nenhum ponto de equilíbrio dos preços relativos, apenas um vetor de equilíbrio. Ao redor desse vetor, os preços nominais fixos temporaria-

mente caem em termos reais durante o período entre reajustes e sobem no momento do reajuste. Na média o pressuposto da teoria, na sua forma pura, é o de que os agentes econômicos estariam satisfeitos com seus preços e, portanto, com sua participação na renda.²

Se já houver uma indexação formal, como era o caso da economia brasileira, a inercialização da inflação será naturalmente facilitada. E se as empresas forem principalmente oligopolistas, usando uma política de preços baseada em margens (*mark-ups*) relativamente fixas, esse processo será ainda mais vigoroso. Mas não é necessário que haja poder de monopólio para a inflação tornar-se autônoma da demanda e inercializar-se em um determinado patamar. Basta que os agentes econômicos já estejam acostumados com uma inflação alta. Basta que saibam que podem aumentar seus preços sem prévio acordo, mesmo que a demanda não esteja aquecida, porque os seus concorrentes não terão outra alternativa senão fazer o mesmo. Em nosso artigo de 1983 enfatizamos demais o papel dos *mark-ups* fixos, mas aos poucos fomos compreendendo que o fundamental era a indexação informal da economia, era a expectativa dos agentes econômicos de que os preços continuariam a ser aumentados de acordo com a inflação passada mesmo em uma situação de recessão, já que esperavam que seus concorrentes também o fizessem.

Quando deparamos com esse tipo de inflação, não a denominamos inicialmente inflação “inercial”, nem “crônica”. Estávamos descobrindo uma coisa nova, não sabíamos que já havia na literatura norte-americana algumas referências à “inércia inflacionária”, e que Adroaldo Moura da Silva (1983) havia escrito um artigo interessante embora contraditório sobre a inflação inercial, mas não demos muita atenção ao termo. Como se tratava de um fenômeno novo, inventamos um nome: “inflação autônoma”. Autônoma, porque autônoma da demanda. Usamos também a expressão “inércia”, mas secundariamente. Foi só depois do Plano Cruzado, quando a inflação inercial ficou conhecida por esse nome a partir da palavra dos autores intelectuais do plano — os economistas da PUC do Rio de Janeiro — que decidimos também usá-la sistematicamente.

Quanto aos fatores sancionadores da inflação, definimos dois em nosso artigo de 1983: a moeda e o déficit público. Quanto à moeda, não estávamos inventando nada. Estávamos apenas repetindo as idéias de Ignácio Rangel e mais amplamente dos estruturalistas latino-americanos. Se em inflações moderadas a moeda já é em parte endógena, em inflações altas torna-se estritamente endógena. A política monetária é por definição passiva nesses casos. O máximo que o governo pode fazer é política de juros; não pode, porém, determinar a oferta nominal de moeda, que tem que crescer com a inflação, tem que “se acomodar à inflação”, como gostam de dizer os monetaristas, para que a quantidade real de moeda seja minimamente mantida e a recessão não se aprofunde grave e inutilmente. Na verdade, em alta inflação, seja ela inercial ou hiperinflação, a oferta nominal de moeda cresce menos do que a inflação, já que há um inevitável processo de desmonetização, à medida que os agentes econômicos procuram reter o mínimo de moeda em seu poder.

² Se esse vetor de equilíbrio não existe, é sinal de que o conflito distributivo é mais grave, de que os agentes estão ativamente insatisfeitos com sua participação na renda. Nesse caso, e se os agentes dispuserem de algum poder de monopólio, teremos adicionalmente um fator acelerador da inflação.

Novidade relativa, em relação aos fatores sancionadores da inflação, era a inclusão do déficit público nessa categoria. De acordo com o efeito Olivera-Tanzi, já se sabia que a elevação da inflação provocava a redução da receita tributária real. Nós acrescentávamos a este fator técnico um fator político. Já que a inflação elevada exige que a quantidade de moeda seja aumentada, os governantes se apercebem disto e se perguntam: por que não aumentá-la incorrendo em déficit e financiando-o com emissões? É claro que seria possível aumentar a oferta nominal de moeda através da realização de superávites públicos e do resgate de títulos do Tesouro. Mas, afinal, os governantes não são de ferro... A existência da inflação inercial é um incentivo ao déficit público e ao financiamento inflacionário de despesas públicas.

3. UMA NOVA ESTRATÉGIA CONTRA A INFLAÇÃO

Descoberta uma nova teoria da inflação, uma nova política para controlá-la se impunha. Nakano e eu começamos a discuti-la ainda no primeiro semestre de 1983, quando começamos a escrever “Política administrativa de controle da inflação”, nosso segundo artigo básico sobre a inflação inercial. Estava claro para nós que as políticas convencionais de estabilização não se aplicavam ao caso. Não fazia sentido restringir a demanda, quando a economia já estava em recessão. Menos sentido ainda fazia pretender controlar a oferta de moeda, já que esta era endógena. A tentativa de controlar administrativamente os preços dos oligopólios, embora aparentemente mais razoável, na verdade não fazia sentido, não apenas devido às dificuldades inerentes ao controle de preços, mas principalmente porque, quando a inflação é alta e inercial, as empresas devem aumentar seus preços regularmente, pelo menos todos os meses. Nesse caso, pretender controlar os ajustes de preço de cada empresa oligopolista não faz sentido. Por outro lado, conviver com a inflação, como pretendiam os estruturalistas nos anos 50, quando a inflação estava em torno de 20% ao ano, não fazia mais sentido quando a inflação passava a ser de 5, 10, 20, 30% ao mês, ou seja, quando a inflação tornara-se inercial.

Não enfrentávamos, por outro lado, uma hiperinflação, situação na qual a economia torna-se inteiramente dolarizada e os preços passam a ser aumentados diariamente quando não a cada hora. Quando isso acontece, uma reforma monetária com o uso de uma âncora nominal — em princípio a taxa de câmbio, que é fixada e tornada conversível em dólar — garantirá a estabilização desde que seja acompanhada de um ajuste fiscal e de outras reformas institucionais visando tornar a política monetária independente. Basta que o governo tenha reservas internacionais em moeda forte ou o apoio de uma potência estrangeira que lhe assegure essas reservas, e consiga, em seguida ao choque, zerar o déficit público. O ajuste fiscal é essencial, já que a hiperinflação é sempre conseqüência de profunda crise fiscal, na qual o Estado deixa de ter crédito, perdendo, assim, capacidade de financiar não inflacionariamente qualquer déficit.

Estávamos no Brasil, em 1983, diante de uma situação intermediária entre uma inflação moderada, típica dos países desenvolvidos, na qual a inércia é um fator secundário, e a hiperinflação. Estávamos diante da inflação crônica ou inercial, para esta — já estava então claro para nós — não havia outra alternativa senão controlá-la

administrativamente, ou seja, através da política de rendas, do controle direto dos preços. Para controlá-la indiretamente, através de política fiscal e monetária, seria preciso que não houvesse a autonomia da inflação em relação à demanda. Se quiséssemos controlá-la através de âncoras, deveríamos primeiro deixar que a hiperinflação dolarizasse a economia. Esse risco, entretanto, ninguém estava disposto a correr.

Mas como controlar administrativamente a inflação sem pensar em um controle caso a caso, como é próprio dos sistemas de controle de preços de empresas oligopolistas? Só víamos duas alternativas: ou montava-se um sistema de prefixação gradual, baseado na previsão de uma inflação futura declinante, e se estabeleciam orientações (*guide-lines*) para os agentes econômicos aumentarem seus preços a taxas decrescentes, ou estabelecia-se um congelamento geral e rápido de todos os preços e salários acompanhado de tabelas de conversão que neutralizassem a inércia.

Nakano e eu discutimos esse problema enquanto nos preparávamos para escrever nosso artigo sobre a estabilização de inflações autônomas. Em meio ao nosso debate privado, apareceu em São Paulo, em junho de 1983, Albert Fishlow. Fishlow é um dos melhores economistas norte-americanos especializados em desenvolvimento econômico e um notável brasileiro. Veio jantar em minha casa, com Nakano. Em um certo momento, Al disse:

— Para controlar a inflação brasileira, só um choque.

Minha primeira reação foi de discordância, quase de indignação. Pensei que Fishlow havia, de repente, se convertido à mais feroz ortodoxia. “Choque”, para mim, significava choque ortodoxo, significava um violento ajuste fiscal e uma âncora monetária. E eu estava convencido de que esse tipo de política não funcionaria. As duas tentativas recentes, lideradas por Delfim Netto (1981 e 1983) haviam fracassado redondamente. Mas em cinco minutos Nakano e eu percebemos nosso equívoco. Fishlow falava de um choque de preços, de um congelamento, na mesma linha que estávamos discutindo entre nós. Ficamos de pleno acordo, e a conversa que se seguiu foi excelente.

Havia, entretanto, um ponto de desacordo entre mim e Nakano. No artigo que estávamos escrevendo, eu defendia a tese da prefixação gradual, usando como guias os reajustes dos preços públicos, dos salários e da taxa de câmbio. Apenas depois que a inflação houvesse ultrapassado um determinado limite, que estimávamos em torno de 300% anuais, no qual o controle gradual da inflação não mais funcionaria, seria conveniente assumir os riscos de adotar uma “solução heróica”. Nesse caso deveria ser decidido um rápido congelamento de preços para quebrar a inércia inflacionária. O congelamento deveria ser acompanhado, no dia do congelamento, pela conversão de preços para a média, dando-se ênfase especial à conversão dos salários. Nakano opinava que deveríamos propor um congelamento de preços como primeira alternativa, já que a inflação já estava se aproximando dos 300% anuais.

De fato, o sistema gradual de controle da inércia inflacionária só funciona quando a inflação é suficientemente pequena para que as perdas das empresas que seguirem as orientações de preços, no caso em que afinal os demais não as seguirem, sejam pequenas. Pensemos em uma inflação de 3% ao mês e outra de 30% ao mês. E suponhamos que, através de orientações de preço, pretendemos zerar a inflação em dez meses, reduzindo 0,3 ponto percentual por mês nos aumentos de preço no primeiro caso, e 3 pontos percentuais por mês no segundo caso. No primeiro caso as

empresas não terão dificuldade em seguir as orientações. Se no primeiro mês aumentarem seus preços em apenas 2,7% enquanto os demais, na média, voltam a aumentar 3%, seu prejuízo será pequeno. No segundo caso, entretanto, o prejuízo do não-cumprimento das orientações pelos demais será dez vezes maior. É muito provável que a empresa não aceite o risco de seguir as orientações de preços neste segundo caso em que a inflação é alta.

Meu ponto de vista prevaleceu, e fizemos a proposta do congelamento como segunda alternativa, caso a inflação continuasse a se acelerar. Não falamos em “choque heterodoxo”. Chamamos nossa proposta de “solução heróica de controle da inflação”. O artigo foi publicado na *Revista de Economia Política* em julho de 1984. Um mês depois saiu publicado no boletim do Conselho Regional de Economia um pequeno artigo de Chico Lopes (1984a) com uma proposta firme e corajosa de congelamento, que Chico, que, além de notável economista, é especialista em batizar fenômenos econômicos, denominou “choque heterodoxo”.³ O artigo chamou a atenção e o nome “pegou”, passando a ser usado universalmente, embora muitas vezes de forma totalmente equivocada por economistas ortodoxos.⁴

Naquele ano de 1984 a teoria da inflação inercial amadureceu finalmente. Nakano e eu havíamos escrito dois artigos que deixavam o diagnóstico e a terapêutica da inflação brasileira muito claros. André Lara Resende, que vinha trabalhando no problema da inflação desde sua tese de doutoramento no MIT, publicou em setembro, na *Gazeta Mercantil*, um artigo brilhante, “A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial” (1984), no qual propunha uma reforma monetária através da qual, por algum tempo, conviveriam duas moedas. Dessa forma seria possível aos agentes econômicos redefinir seus contratos na nova moeda. Na medida em que isso fosse feito, a estabilização viria sem maiores traumas, quando a reforma monetária eliminasse a moeda antiga. Essa idéia vinha sendo por ele discutida com seu amigo Pérsio Arida, outro brilhante economista que, no ano anterior, publicou na mesma em *Economia e Perspectiva* um pequeno artigo que, em conjunto com o de Lara Resende, constituem a base do que seria muitos anos depois a estratégia do Plano Real para neutralizar a inércia (1983). Em novembro daquele ano ambos foram convidados por John Williamson para participar de um seminário sobre inflação em Washington. Escreveram, então, juntos, um artigo melhor estruturado e fundamentado sobre a mesma idéia do artigo da *Gazeta Mercantil*, “Inertial inflation and monetary reform” (Arida e Lara Resende, 1984). Ruddiger

³ Revelando a origem estruturalista da teoria da inflação inercial, especialmente ao tornar à moeda endógena, o termo “heterodoxo” usado por Chico Lopes já estava no artigo fundador da teoria estruturalista de inflação de Oswaldo Sunkel (“La Inflación Chilena: Un Enfoque Heterodoxo”, 1957).

⁴ Os economistas ortodoxos adotaram a estratégia retórica de identificar heterodoxia com populismo econômico. Não há dúvida de que principalmente os dois primeiros choques heterodoxos latino-americanos — o Plano Austral e o Plano Cruzado — fracassaram em grande parte porque foram posteriormente vítimas de políticas populistas. Mas o essencial na idéia de plano heterodoxo era chamar a atenção para o fato de que as estratégias convencionais ou ortodoxas para combater a inércia inflacionária são ineficientes, exigindo uma solução inovadora, que neutralizasse essa inércia. Afinal três altas inflações terminaram com um choque heterodoxo: Israel, em 1985, México, em 1987, e Brasil, em 1994. As estabilizações na Bolívia, 1986, na Argentina e no Peru, 1991, ocorreram através de choques clássicos que se seguiram a hiperinflações. Para uma fascinante descrição dos primeiros planos heterodoxos de estabilização ver o livro de Chico Lopes, *O Desafio da Hiperinflação* (1989).

Dornbusch estava no seminário e chamou a proposta de “Larida”. Esse artigo foi publicado em um livro nos Estados Unidos e depois traduzido para o português. Seja pela qualidade do artigo, seja pelo fato de ter sido publicado originalmente em inglês, a verdadeira língua da economia, esse trabalho ficou reconhecido como o artigo fundador da teoria da inflação inercial. Na verdade, a inovação que continha era a proposta alternativa ao congelamento com tabelas de conversão — e muito mais elegante do que o congelamento — para neutralizar as defasagens de preços existentes na inflação inercial.

Segundo Resende e Arida, para os agentes econômicos que adotassem a nova moeda os ajustes de preços na moeda antiga passariam a ser diários, sincronizados portanto. Dessa forma, em um segundo momento, em que a reforma monetária eliminasse a moeda antiga, a âncora nominal representada pela nova moeda teria a capacidade de eliminar a inflação, já que não haveria preços atrasados ou adiantados; os preços relativos estariam razoavelmente equilibrados.⁵

Chico Lopes, por sua vez, que entrara em conflito teórico com seus colegas da PUC, André e Pérsio, ao optar por um congelamento, no final do ano chegou a um compromisso com eles. Em dezembro de 1984, apresentou, no congresso da ANPEC, seu melhor artigo sobre a inflação inercial: “Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação” (1984b).

Da minha parte, eu participava apaixonadamente do debate. Ainda no final daquele mesmo ano de 1984 publicara com Nakano um livro, *Inflação e Recessão*, no qual reuníamos todos os artigos que escrevêramos sobre o tema até então, inclusive dois novos artigos, escritos no primeiro semestre de 1984, um sobre a curva de Phillips e a inércia, outro sobre as causas da aceleração da inflação em 1983. Em julho de 1984, quando era presidente do Banespa (Banco do Estado de São Paulo), fiz uma viagem à Argentina. Hélio Jaguaribe e André Lara Resende foram comigo. Na viagem de volta conversei extensamente com André sobre a inflação. Ficamos impressionados ao constatar como nossas idéias coincidiam sobre o assunto. Em setembro, participei de um Congresso de Bancos, na Bahia. Mário Henrique Simonsen fez uma palestra falando sobre inflação inercial. Fiz uma intervenção em público. Depois, Mário, que naquela época era bem mais distante, disse-me privadamente e com um certo tom de surpresa: — “Você é o único que entende do que está acontecendo com a inflação brasileira neste Congresso”. Nem Nakano, nem o pessoal da PUC estavam lá. No final de setembro, quando fui participar da reunião anual do FMI e do Banco Mundial em Washington, encontrei-me com Pérsio. Conversamos longamente sobre a inércia inflacionária e como combatê-la. Pérsio estava fascinado com a idéia de que era possível haver um equilíbrio macroeconômico, com déficit público zerado, e alta inflação inercial. Estávamos de pleno acordo. A inflação inercial ou autônoma da demanda estava decifrada para nós. Em 1985 dei um curso sobre inflação, usando textos extremamente atuais sobre a inércia inflacionária e a hiperinflação. Estes textos foram depois reunidos em um livro pioneiro por meu aluno José Márcio Rego (1986).

⁵ Esta foi a base teórica do Plano Real, com a diferença de que, em vez de se criar uma nova moeda, criou-se um índice-moeda, como Arida já propunha em 1983.

Se comparássemos minha visão e de Nakano com a de Pêrsio e André sobre a inflação inercial, verificaríamos que a proximidade era evidente. Eu podia adotar uma ênfase mais estruturalista, podia dar maior importância ao conflito distributivo, enquanto André e Pêrsio enfatizavam o aspecto monetário ainda que endógeno. Já em relação à proposta de André e Pêrsio, embora desde o início a tenha considerado teoricamente correta, tinha minhas dúvidas sobre a operacionalidade das duas moedas, que evitariam o congelamento, mas que exigiriam mais adiante, depois que a nova moeda indexada se tornasse dominante, que se estabelecesse uma âncora nominal entre as duas. Quando Nakano e eu estivemos no Ministério da Fazenda, consideramos seriamente essa alternativa. Era a solução da “otenização”, que examinamos exaustivamente, mas que afinal abandonamos.⁶ Esta alternativa, que afinal serviu de base para o Plano Real, continuou, no início dos anos 90, a ser desenvolvida por André Lara Resende (1992), através de sua proposta da criação de um *currency board*, e da convivência de uma moeda conversível em dólar (que substitua a moeda indexada) com o velho cruzeiro por algum tempo. Com sua idéia, o que André e Pêrsio queriam era criar uma situação de dolarização de fato ou de hiperinflação artificial, em que os preços são modificados diariamente, sem incorrer na hiperinflação real.

Em relação a Chico Lopes, minhas posições e as de Nakano eram ainda mais próximas. Nós, como ele, dávamos uma enorme importância à mecânica defasada dos reajustes de preço e ao conflito distributivo que estava subjacente. Por isso também criticávamos a posição monetarista, expressa especialmente por Thomas Sargent (1982) em seu artigo sobre o fim das hiperinflações em quatro países após a Primeira Guerra Mundial. Segundo o economista das expectativas racionais, bastou aos governos da Alemanha, Áustria, Hungria e Polônia mudar o “regime de política econômica” e as correspondentes expectativas quanto ao aumento da oferta de moeda para que a hiperinflação nesses países fosse subitamente controlada.

Esta visão segue a perspectiva monetarista correta segundo a qual é possível pensar em um equilíbrio macroeconômico em alta inflação, desde que as expectativas sejam condizentes com o aumento de preços e da oferta de moeda, mas cai em um erro básico ao imaginar que os desequilíbrios recorrentes de preços relativos presentes na inércia inflacionária possam ser corrigidos através de uma simples mudança de expectativas. O modelo de Friedman de inflação é perfeitamente compatível com a idéia de inércia. Não é por outra razão que na última edição do livro introdutório de economia de Samuelson, agora co-assinado por Nordhaus, existe uma seção sobre inflação inercial. Esta, no texto, é rigorosamente decorrente de expectativas. Ora, atribuir a inflação inercial às expectativas é de um lado uma obviedade, de outro, um equívoco. É uma obviedade porque é claro que os agentes econômicos aumentam defasadamente seus preços porque têm a expectativa de que os demais agentes também o farão. Mas é um equívoco quando se imagina que os agentes, que mudam facilmente de expectativas, mudem também de decisão sobre seus

⁶ “Otenização” é um neologismo derivado das OTNs (Obrigações do Tesouro Nacional), um título do governo que variava diariamente. A URV (Unidade Real de Valor) do Plano Real permitiu a “urvizção” dos preços, como a “otenização” o permitiria.

preços. Especialmente quando, se mudarem, aqueles que estiverem para aumentar seus preços perderão participação na renda — o que não seria racional da parte deles.

As expectativas tiveram em Keynes seu grande defensor. Com os novos-clássicos, transformaram-se em mito, em objeto totêmico. As expectativas têm um enorme papel, especialmente nos mercados financeiros, mas são essencialmente voláteis. Muitas vezes no Brasil houve uma reversão de expectativas — todos pensaram que agora a inflação baixaria — e nem por isso os preços se reduziram. As decisões econômicas, entretanto, que o pensamento econômico contemporâneo equivocadamente identifica com as expectativas, não são voláteis, são muito mais difíceis de mudar, principalmente quando se trata de agentes econômicos que operam no setor real da economia. O agente econômico é sempre avesso ao risco. E defende com unhas e dentes sua participação na renda. Tentar mudar o regime de política econômica e as expectativas, quando prevalece uma inflação de tipo inercial, e esperar que em decorrência a inflação seja controlada é um *non-sense*. As expectativas podem mudar mas os agentes econômicos não tomaram decisões irracionais, contra seus interesses.

Nas hiperinflações que Sargent estudou foi possível controlar a inflação em um dia quando se tornou viável impor uma âncora cambial sem que houvesse preços excessivamente atrasados ou adiantados, já que a economia estava dolarizada e os preços aumentavam livremente, todos os dias senão todas as horas, eliminando as defasagens e garantindo um razoável equilíbrio dos preços relativos. Não foi principalmente porque mudaram o regime de política econômica e as expectativas, mas porque foi possível paralisar a inflação em um único dia sem que houvesse grandes ganhadores ou grandes perdedores.⁷

Quando a inflação é inercial, é inútil imaginar que mudança de regime de política econômica e conseqüente mudança de expectativas resolverá o problema. Dado que a inércia está baseada nos aumentos defasados de preços, que se tornam obrigatórios para os agentes econômicos os reajustes periódicos de preços, apenas soluções que sejam neutras do ponto de vista distributivo, que convertam os preços relativos para o vetor de equilíbrio, serão viáveis. Por isso é tão difícil controlar uma inflação inercial. O congelamento pode controlá-la, como aconteceu em Israel em 1985 e no México em 1987, mas desde que sejam aplicados os sistemas de conversão pela média e que um acordo social abra espaço para as perdas residuais inevitáveis. Se um congelamento nessas condições não é viável, e não se deseja esperar a hiperinflação e a dolarização, não haverá outra alternativa senão provocar uma dolarização artificial, através da adoção de uma moeda indexada, ou, mais simplesmente, de um índice-moeda sem poder liberatório, que acompanhe o dólar, na linha proposta originalmente por Pérsio Arida e André Lara Resende, e afinal adotada no Plano Real.

⁷ Em 1984, quando li o artigo de Sargent, comecei a desenvolver essas idéias junto com meus alunos. Escrevi-as pela primeira vez no artigo com Nakano, em que analisamos o Plano Cruzado e fizemos uma primeira reavaliação da teoria da inflação inercial, “Inflação inercial e choque heterodoxo no Brasil” (1986, pp. 136-7). Mais tarde, enquanto discutia com meu genro Hélcio Tokeshi os microfundamentos da inflação inercial, essas idéias amadureceram, ficando clara a distinção entre expectativas e decisão. Hélcio escreveu sobre o tema sua tese de mestrado na Unicamp (1991).

4. CONCLUSÃO

Em conclusão, entre 1983 e 1984 tivemos um clássico momento de avanço científico. Um quebra-cabeça foi decifrado, o quebra-cabeça de um tipo de inflação que permanecia elevada durante longos períodos, mostrando-se resistente às medidas convencionais de política econômica e à recessão. Essa inflação recebeu o nome de inercial, crônica, autônoma, persistente, alta, estagflação.⁸ Pouco importa o nome. O que, desde os anos 70 impressionava os economistas era o fato de que a inflação na América Latina tendia a se manter em níveis elevados, indexada formal e informalmente. Nessa década Mário Henrique Simonsen, Felipe Pazos, Otto Eckstein e John Taylor escreveram artigos pioneiros. Foi só, entretanto, nos anos 80, como resultado do trabalho relativamente independente de um grupo de economistas da PUC do Rio de Janeiro (Arida, Bacha, Modiano, Lopes e Resende) e da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo (Bresser Pereira e Nakano), que esse tipo de inflação foi plenamente definido, equacionado teoricamente, e duas alternativas de política de estabilização foram propostas, ambas implicando a neutralização da inércia: uma foi o congelamento com tabelas de conversão, aplicado com êxito em Israel e no México; a outra foi a adoção de um índice-moeda paralelo à velha moeda e renunciando a nova moeda que iria surgir. No Brasil, no Plano Real (1994), esta alternativa foi aplicada com êxito.

Um grande passo foi dado, a partir da análise de um fenômeno que, na América Latina, assumia formas dramáticas. Esta teoria, entretanto, tem aplicação muito mais geral. Depois de sua formulação já não faz mais sentido perguntar simplesmente quais são as causas da inflação. É preciso deixar bem claro se o que se quer saber são as causas da aceleração inflacionária ou da sua manutenção inercial em um determinado patamar. Em conseqüência, o pressuposto dos modelos de inflação de que ela é inicialmente zero deixa de fazer sentido. Por outro lado, concepção estruturalista da endogeneidade da moeda, que podia ser discutida em situações de inflação baixa, tornou-se plenamente comprovada na inflação inercial. Na inflação crônica o aumento da quantidade de moeda não é, definitivamente, a causa da inflação, mas a sua conseqüência. Causa da inflação é real: a necessidade de se aumentarem periódica e defasadamente os preços de forma a manter em equilíbrio dinâmico os preços relativos e assim neutralizar o conflito distributivo implícito no processo. Nesses termos, e parafraseando Milton Friedman, a inflação inercial é um fenômeno essencialmente real, com conseqüências monetárias. Finalmente, para combater esse tipo de inflação, as políticas fiscais e monetárias ortodoxas, embora sempre necessárias, são insuficientes: o fundamental é adotar um mecanismo de neutralização da inércia.

⁸ “Inercial” porque a inflação parece ocorrer como resultado de um processo de inércia; “crônica” porque se mantém por longo tempo em determinado nível; “autônoma”, porque autônoma da demanda; “persistente”, porque resistente às tentativas de controle. “Estagflação” é na verdade um fenômeno semelhante, mas diferente, ocorrido nos países desenvolvidos, quando, depois do primeiro choque do petróleo (1983), as pressões de custo provocaram a elevação da inflação enquanto os países desenvolvidos adotavam políticas econômicas fortemente recessivas. Esse tipo de inflação, entretanto, teve duração curta e não chegou a assumir o caráter crônico das inflações latino-americanas.

A primeira tentativa de aplicar a teoria da inflação inercial à economia brasileira foi o Plano Cruzado — um plano bem concebido que fracassaria devido à sua condução populista. A mim caberia a segunda tentativa através do programa de estabilização de emergência, que ficou conhecido pelo nome de Plano Bresser.

REFERÊNCIAS

- ARIDA, Pécio (1983) “Neutralizar a inflação, uma idéia promissora”. *Economia e Perspectiva* (Conselho Regional de Economia de São Paulo), julho 1983.
- ARIDA, P. & A. L. RESENDE (1984) “Inertial inflation and monetary reform”. In J. Williamson, org. (1985) *Inflation and indexation: Argentina, Brazil and Israel*. Washington, Institute for international economics. Originalmente apresentado em seminário em Washington, novembro 1984. Publicado no Brasil em Pécio Arida, org. (1986) *Inflação Zero: Brasil, Argentina, Israel*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- BRESSER PEREIRA, L.C. & Y. NAKANO (1983) “Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação”. *Anais do X Encontro Nacional de Economia*, Belém, ANPEC, dezembro 1983. Reproduzido em *Inflação e Recessão* (1984). (A-44)
- BRESSER PEREIRA, L.C. & Y. NAKANO (1984) “Política administrativa de controle da inflação”. *Revista de Economia Política* 4(3), julho 1984. Reproduzido em *Inflação e Recessão* (1984).
- BRESSER PEREIRA, L.C. & Y. NAKANO (1984) *Inflação e Recessão*. São Paulo: Brasiliense.
- BRESSER PEREIRA, L.C. & Y. NAKANO (1986) “Inflação Inercial e Choque Heterodoxo no Brasil”. In José Márcio Rego, org. *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos (1963) “O Empresário Industrial e a Revolução Brasileira”. *Revista de Administração de Empresas* 2(8), julho 1963.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos (1981) “A Inflação no Capitalismo de Estado (e a Experiência Brasileira Recente)”. *Revista de Economia Política*, 1(2), abril 1981.
- ECKSTEIN, Otto (1981) *Core Inflation*. Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- LARA RESENDE, André (1984) “A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial”. *Gazeta Mercantil*, setembro 26, 27, 28, 1984.
- LARA RESENDE, André (1992) “O conselho da moeda: um órgão emissor independente”. *Revista de Economia Política* 12(4), outubro 1992.
- LOPES, Francisco L. (1984a) “Só um choque heterodoxo pode derrubar a inflação”. *Economia em Perspectiva* (Conselho Regional de Economia de São Paulo), agosto 1984.
- LOPES, Francisco L. (1984b) “Inflação inercial, hiperinflação e desinflação”. *Revista da ANPEC*, nº 7, dezembro 1984.
- LOPES, Francisco L. (1989) *O desafio da hiperinflação*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- MERKIN, Gerald (1982) “Para uma teoria da inflação alemã: algumas observações preliminares”. In José M. Rego, org. (1986), *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*. São Paulo: Paz e Terra. Originalmente publicado in Feldman, Holtfreisch, Ritter and Witt, orgs. (1982) *The German Inflation*. Berlim: Walter de Gruyter.

- NOYOLA, Juan F. (1956) “El desarrollo económico e la inflación en Mexico y otros países latinoamericanos”. *Investigación Económica*, nº 169, julho 1984. Originalmente publicado nesta mesma revista, 1956.
- PAZOS, Felipe (1972) *Chronic inflation in Latin America*. Nova York, Praeger Publishers.
- RANGEL, Ignácio (1963) *A inflação brasileira*. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro.
- REGO, José M. (1986) *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*. São Paulo: Paz e Terra, 1986.
- SARGENT, Thomas J. (1982) “Os finais de quatro hiperinflações”. In José M. Rego, org. (1986), *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*. São Paulo: Paz e Terra. Originalmente publicado em inglês, in Robert E. Hall, org. (1982), *Inflation: causes and effects*. Chicago: The University of Chicago Press.
- SILVA, Adroaldo Moura da (1983) “Regras de ajustes de preços e salários e a inércia inflacionária”. *Estudos Econômicos*, 12(2) maio 1983.
- SIMONSEN, Mário Henrique (1970) *Inflação: gradualismo x tratamento de choque*. Rio de Janeiro: ANPEC.
- SUNKEL, Oswaldo (1958) “La inflación chilena: un enfoque heterodoxo”. *El Trimestre Económico*, 25 (4) outubro 1958. Transcrito em Oswaldo Sunkel et al. (1967) *Inflación y estructura económica*. Buenos Aires: Paidós.
- TAYLOR, John B. “Aggregate dynamics and staggered contracts”. *Journal of Political Economy*, 88(1), fevereiro 1980.
- TOKESHI, Hércio (1991) *Indexação informal, probabilidade e comportamento convencional*. Campinas: Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Unicamp. Dissertação de Mestrado, agosto de 1991.