

POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: abordagem e proposição de políticas pela ortodoxia brasileira

Ricardo Zimbrão Affonso de Paula
João Gonsalo de Moura
Alexandro Sousa Brito
Orlando Oscar Rosar¹

RESUMO

O objetivo deste ensaio é discutir a teoria e a política monetária a partir da abordagem ortodoxa, com ênfase na posição dos economistas brasileiros que formam esta corrente. Define-se como ortodoxo todos aqueles que defendem a ideia de que o Banco Central se dedique exclusivamente ao alcance de uma meta nominal, tais como meios de pagamento, câmbio ou inflação.

Palavras-chave: Política Monetária, Ortodoxia, Brasil

ABSTRACT

The purpose of this essay is to discuss the theory and monetary policy from the orthodox approach, emphasizing the position of Brazilian economists that form this chain. Defined as Orthodox all those who defend the idea that the Central Bank is dedicated exclusively to the range of a nominal target, such as payment methods, rates or inflation.

Key-words: Monetary Policy, orthodoxy, Brazil.

¹ Professores do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Socioeconômico da Universidade Federal do Maranhão.

1. Introdução

A partir do final da década de 1970 o Brasil passou a ser um país atormentado por taxas de inflação bastante elevadas e crescimento econômico deficiente. Na verdade, ao longo do período que compreende toda a década de 1980 e a primeira metade da década de 1990, vivemos um período que ficou marcado pela chamada *estagflação*. Ou seja, tínhamos ali um ambiente no qual os preços não paravam de aumentar e a economia não conseguia crescer.

É natural que em um período como aquele o pensamento econômico floresça, tendo em vista a grave situação de desorganização econômica, social e até mesmo política, características de situações como aquela. No âmbito do pensamento econômico, que constitui o objeto deste trabalho, como seria mesmo natural, inúmeras sugestões foram apresentadas para dar conta dos problemas vividos pelo País, principalmente no campo das políticas de estabilização, como é o caso da política monetária e da política fiscal.

Como muitos economistas atribuíam o baixo crescimento ao fato de haver uma inflação descontrolada, que impedia a tomada de decisões em horizontes de tempo mais longos (como no caso do nível modesto de investimento), a estabilização dos preços foi tomada como prioridade. Mais ainda, tendo em vista que há uma tradição em apontar o processo inflacionário como sendo uma consequência do descontrole da política monetária, a maior fertilidade de ideias tenderia naturalmente para este campo das políticas estabilizadoras.

Em meio à fluência de ideias para controlar os preços no Brasil, surgiram algumas correntes que pensavam dentro de linhas específicas, podendo assim ser homogeneizadas, pelo menos sob alguns traços gerais. Este é o caso, por exemplo, das duas correntes que ficaram conhecidas como *ortodoxos* e *heterodoxos*. Neste caso, os primeiros (ortodoxos) defendiam uma intervenção convencional, fazendo valer a tese que a inflação não pode ser combatida sem sacrifícios (recessão), e que as medidas necessárias devem ser implantadas gradualmente.

De outro modo, no caso dos heterodoxos, este grupo era formado pelos que defendiam algum método que evitasse, ao máximo, os sacrifícios, e com medidas que caracterizassem um tratamento de choque, opondo-se ao gradualismo da corrente anteriormente mencionada.

Por defender medidas graduais e que impunham um conjunto de sacrifícios à sociedade, o termo ortodoxo, quando atribuído a alguém, passou a significar, no Brasil,

quase que um sinônimo de um xingamento, ou algo com conotação pejorativa. No entanto, neste trabalho, o entendimento é que este termo precisa ser mais bem esclarecido, de modo que possamos compreender melhor as iniciativas que política propostas não apenas no período de altas taxas inflacionárias, mas também no próprio período pós-estabilidade (a partir de 1995).

Entende-se aqui que o termo *ortodoxo* deveria ser aplicado com outra conotação, abrigado neste campo até mesmo alguns pensadores que, pela metodologia tradicional, receberam sempre o adjetivo de *heterodoxo*. Para efeito do presente trabalho, o grupo denominado de *ortodoxo*, no caso do Brasil, deveria ser composto por todos aqueles que defendem a ideia de que o Banco Central se dedique exclusivamente ao alcance de uma meta nominal (meios de pagamento, câmbio ou inflação); enquanto os heterodoxos seria aqueles que defendem o envolvimento do BACEN com o alcance de metas reais (saldo comercial, produto, emprego, etc.).

Conforme a definição acima apresentada, então será possível constatar que, muitas das ideias tidas como heterodoxas, na verdade, faziam parte de medidas de cunho ortodoxo, uma vez que pretendiam apenas viabilizar o ambiente para que o Banco Central pudesse, de fato, exercer com eficiência o seu papel de defender uma meta nominal. Este trabalho se dedica exclusivamente a identificar a posição da ortodoxia brasileira, desde o final da década de 1970 até o presente, esclarecendo como os ortodoxos perceberam e sugeriram mudanças sobre a realidade econômica brasileira ao longo deste período, a partir de seu posicionamento sobre a política monetária.

Portanto, o objetivo deste ensaio é discutir a teoria e a política monetária a partir da abordagem ortodoxa, com ênfase na posição dos economistas brasileiros que formam esta corrente, segundo o conceito aqui proposto.

Para alcança tal objetivo, além desta introdução, o trabalho encontra-se assim distribuído. Na seção 2 é feita uma breve revisão da evolução da teoria monetária, de modo que possamos compreender as origens das propostas ortodoxas. Em seguida, na seção 3, faz-se uma síntese do pensamento e das formulações dos economistas ortodoxos ao longo do período em que a inflação brasileira alcançou seus patamares mais elevados, compreendendo a década de 1980 e o início da década de 1990. Na seção 4 tenta-se repetir a análise empreendida na seção 3, só que, agora, em um ambiente marcado pela estabilidade de preços (dentro dos padrões brasileiros). Finalmente, na seção 5, têm-se as considerações finais.

2. Evolução da Teoria Monetária

Para se entender a teoria monetária em sua visão ortodoxa, há que se remeter à tradicional *Teoria Quantitativa da Moeda* e o seu conceito de moeda embutido. A definição de moeda para os teóricos quantitativistas é que esta prevalece apenas um meio de troca. Tal conceito ainda é uma premissa para as correntes ortodoxas.

2.1 A teoria quantitativa da moeda

A Teoria Quantitativa da Moeda surgiu ao longo do século XVIII, principalmente na Inglaterra e tomou impulso no século XIX, estando relacionada à necessidade (ou não) de um controle monetário e creditício mais efetivo. Tal teoria se desenvolveu num momento em que foi proposta, e se acalorou, a discussão sobre a causalidade entre oferta de moeda, nível de preços e nível de produção.

David Hume foi um dos pioneiros a analisar o dinheiro no quadro da Teoria Quantitativa da Moeda. Em seu ensaio *Of Money*², de 1752, discutiu-se o impacto dos metais preciosos do Novo Mundo na economia das nações europeias. Ao longo do século XIX, a Teoria Quantitativa da Moeda foi se desenvolvendo a partir das contribuições de Henry Thornton, David Ricardo e Simon Newcomb. Contudo, foi em 1911 que Irving Fisher popularizou uma nova versão da Teoria, qual seja, a denominada *versão de transações de Fisher*.

A versão de Fisher foi publicada em *The Purchasing Power of Money* e parte do princípio de que em cada ato de compra e venda de bens e serviços, os pagamentos em moeda e o valor dos bens e serviços trocados são idênticos. Fisher elaborou a seguinte equação para explicar sua versão da teoria quantitativa da moeda: $MV = PT$. Onde, (M) é a quantidade de moeda em circulação; (V) a velocidade de circulação da moeda; (P) os preços correspondentes dos bens e serviços; e, (T) a quantidade de transações com bens e serviços.

O lado direito da equação (MV) corresponde aos bens e serviços transacionados e o lado esquerdo (PT) ao total de moeda utilizada para pagamentos durante certo

² Denomina-se a versão da Teoria Quantitativa da Moeda de Hume até Fisher de *clássica*. Arie Arnon, baseando-se em Vinner, Rist e Schumpeter, afirma que nenhum dos princípios fundamentais de análise do pensamento de Hume constitui uma “descoberta”, podendo ser encontrados em escritos de outros em sua própria época. Cf.: ARNON, A. *Monetary Theory and Policy from Hume and Smith to Wicksell. Money, Credit, and the Economy*. New York: Cambridge University Press, 2011, pg., 9.

intervalo de tempo, composto pela quantidade de moeda multiplicada por sua velocidade de circulação³.

Para Fisher, salvo em período de transição, quando todas as variáveis da equação de trocas podem interagir, as forças reais e o nível de negócios são independentes das outras variáveis da equação. A velocidade da moeda é considerada uma variável estável, que muda vagarosamente no tempo, dependente que é dos fatores institucionais, como frequência, regularidade e correspondência entre recebimentos e gastos. Desse modo, tal como o volume de negócios, ela também pode ser considerada uma variável exógena. Daí segue-se que as mudanças de equilíbrio no nível dos preços ocorrem devido às mudanças no estoque de moeda. O nível de preços, portanto, passa a ser considerado como uma variável passiva, determinada pela oferta de moeda⁴.

Em fins da década de 1910 e início da década de 1920, economistas da Universidade de Cambridge, liderados por Alfred Marshall e A. C. Pigou e que contou com a participação de J. M. Keynes (em sua fase pré-keynesiana) desenvolveram também uma versão da Teoria Quantitativa da Moeda. A *abordagem de Cambridge* como ficou conhecida focou-se nos *saldos monetários* (cash-balance); isto é, além do aspecto principal da moeda enfatizado na abordagem de Fisher, para que cada ato de venda possa ser separado de um ato de compra, é preciso haver algum ativo que sirva como moeda, que todos os agentes aceitem como *poder de compra geral*. Propuseram ainda que a moeda também pode servir como uma *residência temporária* para o poder de compra, no intervalo de tempo entre a compra e a venda de mercadorias⁵.

A equação de Cambridge já incorpora uma transformação na equação quantitativa original de Fisher que considera apenas o nível de renda (y), e não o volume de transações (T), assumindo a forma: $MV = Py$. Veja-se que, ao assumir este formato, a interpretação da variável V passa a sofrer uma leve transformação. Se antes a mesma representava a velocidade de circulação da moeda, nesta nova abordagem a

³ Essa equação é explicada no capítulo 2 de seu respectivo estudo. No capítulo 3, o autor inclui os depósitos bancários, no qual denomina de *crédito circulante*, ampliando a equação para $MV + M'V' = PT$, onde M' significa total de depósitos sujeitos a transferências de cheques e V' a velocidade de circulação correspondente a M' . Contudo, tal inclusão não perturba a relação quantitativa entre moedas e preços, na medida em que a quantidade de depósitos ou crédito em circulação M' tende a manter uma relação definida em M , a quantidade de moeda em circulação. Ver: FISHER, I. *The purchasing Power of Money, its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. Cap. 3, pp., 29-39. The Online Library of Liberty. A Project of Liberty Fund Inc.. <http://oll.libertyfund.org/tittle/1165>.

⁴ Sobre essa análise, consultar: CARVALHO, F. C & et alli. *Economia monetária e financeira. Teoria e política*. 2 ed., Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007. Pg., 32.

⁵ Ver: FROYEN, R. T. *Macroeconomia*. 5 ed., São Paulo: Saraiva, 2006, pg., 68.

mesma passa a ser tratada como a velocidade-renda da moeda. Ou seja, V se torna o número de vezes que a moeda é utilizada para viabilizar transações com a renda.

Portanto, a versão Cambridge aparece como uma nova relação obtida a partir desta nova versão, resumida da seguinte forma: $M = kPy$; onde, k é a razão entre o estoque de moeda (M) e a renda nominal (Py), representando assim o inverso da velocidade-renda da moeda. Tal equação passa a exprimir, na verdade, conforme será proposta em seguida pelos chamados economistas monetaristas, uma equação de demanda por moeda⁶.

Quando se agrega as três versões propostas até aqui (a versão clássica, a versão de Fisher e a versão de Cambridge⁷), têm-se os postulados básicos da Teoria Quantitativa da Moeda, nos seguintes termos: *dicotomia preços relativos / preços absolutos; causalidade da moeda para preços; não neutralidade de curto prazo e neutralidade da moeda no longo prazo; independência entre oferta e demanda por moeda na versão Fisher; equiproporcionalidade entre moeda e preços.*

As implicações de tais postulados para a realidade da política monetária conduzem a uma visão da moeda como mecanismo cuja missão primordial consiste em assegurar o correto funcionamento dos mecanismos econômicos – sobretudo o sistema de preços. Deve ser absolutamente estável e o seu valor independente da vida comercial, a fim de servir, devido ao seu principal objetivo, à sua neutralidade, como unidade de medida e de valor invariável.

2.2 Os novos quantitativistas

No entanto, a evolução no pensamento dos quantitativistas ainda não havia alcançado a sua versão mais atual e, pelas próprias implicações de política, talvez a mais polêmica. Esta nova reformulação na Teoria Quantitativa da Moeda surgiu durante a década de 1950, servindo de base para a construção de um novo modelo teórico e uma nova escola que reafirmaria os postulados liberais, só que agora aplicados à realidade do capitalismo de meados do século XX, que estava em plena transformação.

O estudo que deu origem a esta nova reformulação da Teoria Quantitativa da Moeda, e que possibilitou o surgimento de uma nova escola, denominada de *monetarismo* foi *The Quantity Theory of Money: a Restatement*, de Milton Friedman, publicado em 1956.

⁶ Ver: CARVALHO, F. C & et alli. Op. cit., pg., 33.

⁷ Extraído de: Ibid., pp., 34/35.

Partindo da equação de Cambridge, Milton Friedman afirmava que a Teoria Quantitativa da Moeda era uma teoria de demanda por moeda. Isto posto, os agentes demandam poder aquisitivo na forma de moeda. Se os preços dobram, os agentes desejarão reter o dobro de moeda para manter o poder aquisitivo de antes do aumento de preços. A demanda por moeda, portanto, só faz sentido em termos reais⁸.

Portanto, com base na versão de Cambridge ($M = kPy$), a equação de Friedman assume o seguinte formato:

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = ky \quad (1)$$

Ou seja, a demanda por saldos reais (M/P) depende essencialmente do nível da renda real (y), sendo uma fração (k) da mesma. Sendo y e k variáveis estáveis, pois dependem de variáveis econômicas que se comportam de modo previsível, Friedman chega à conclusão que também a demanda por moeda (determinada pelas duas variáveis do lado direito da equação 1) deveria ser estável e previsível. Nestes termos, cria-se o ambiente propício para uma das principais sugestões dos monetaristas a respeito do manejo da política monetária. No caso, trata-se da sugestão de que a mesma deveria ser manejada com base em regras.

No momento em que emerge o monetarismo, as proposições keynesianas sobre a demanda por moeda já haviam sido lançadas e se propagado, devendo ser então mencionado que a taxa de juros (r) já havia sido acrescentada como um dos determinantes da preferência pela liquidez. Sendo assim, os novos quantitativistas também passaram a considerá-la, pelo menos do ponto de vista teórico. No entanto, do ponto de vista empírico, passaram a acreditar (propor) que o efeito substituição entre a moeda e outros ativos, embora existisse, chegava a ser desprezível, tendo em vista a baixa elasticidade da demanda por moeda em relação à taxa de juros⁹.

Reconhecem ainda que a própria expectativa da inflação futura (p^e) tende a alterar as intenções dos agentes em manter um dado estoque de moeda para transações futuras, pois, quanto maiores as taxas esperadas de elevação nos preços, maior será a deterioração do poder de compra dos saldos mantidos sob a forma de moeda. Embora

⁸ Sobre a reconstrução da Teoria Quantitativa da Moeda por Friedman, consultar: FRIEDMAN, M. A Teoria Quantitativa da Moeda – uma reafirmação. In: CARNEIRO, R. (Org.). *Os clássicos da Economia*. Vol., 2. São Paulo: Ed., Ática, 1997, pp., 235-237.

⁹ Cf., CARVALHO, F. C. Op. cit., pg., 79.

esta seja mais uma verdade assumida pelos monetaristas, também esta variável (inflação esperada) termina por ser posta no seu devido lugar, quando admitem que tal fenômeno só assuma importância considerável em momentos excepcionais, como é o caso das hiperinflações, podendo assim ser também desprezada em períodos de normalidade¹⁰.

A própria renda (y), da forma que aparece na equação 1, também deve ser devidamente reconhecida como a renda permanente dos agentes. A renda dos indivíduos resulta de receitas que são permanentes e de receitas que são transitórias. Ou seja, uma família não costuma definir os seus planos de gastos com base em rendimentos transitórios, mas, ao contrário, isto é feito a partir de seus rendimentos permanentes. Sendo então a demanda por moeda um fenômeno que visa essencialmente viabilizar as transações com bens e serviços, e sendo estas pautadas pela parte da renda que é mais estável, a mesma se torna então uma variável previsível.

Diante do exposto, expõe-se a função demanda por moeda de Friedman:

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = f(y, r, p^e, \dots) \quad (2)$$

A equação 2 nada mais representa do que a própria equação 1 na forma expandida, tendo como detalhe adicional o fato de substituir k por seus determinantes, no caso r , p^e , etc. Deste modo, trata-se apenas de uma nova forma de apresentação da equação $M = kPy$, ensejando assim uma representação modernizada do velho quantitativismo. Como a variável k pode variar ao longo do tempo, ela deve ser substituída pelas variáveis que a determinam (taxa real de juros, expectativa inflacionária, etc.), prevalecendo a influência da renda real (permanente)¹¹.

Mas, como opera a política monetária no modelo monetarista? Friedman tentou demonstrar com seu modelo que a *moeda importa*. Contudo, acreditava que a política monetária não tinha nenhum poder para afetar *permanentemente* variáveis reais, em particular, a taxa de juros real e o nível de emprego e renda real. Ou seja, as duas principais limitações da política monetária seriam: sua incapacidade de controlar as taxas de juros de longo prazo; e, sua incapacidade de controlar a taxa de desemprego de longo prazo.

¹⁰ Ibid. Ibidem.

¹¹ Idem. Também: FRIEDMAN, M. Op. cit., pg., 236.

No que concerne ao controle das taxas de juros, uma redução *inicial* na mesma provoca processos cumulativos de demanda e renda que aumentariam a demanda por moeda (pelo motivo transação); a quantidade de moeda real, por seu turno, é reduzida devido ao aumento de preços, ambos resultando em taxas de juros mais altas. O resultado é que

... toda tentativa de manter as taxas de juros baixas tem forçado as autoridades monetárias a se engajar cada vez mais em compras de mercado aberto. Eles (os processos cumulativos considerados) explicam porque, historicamente, altas e crescentes taxas nominais de juros têm sido associadas com crescimento rápido da quantidade de moeda...¹².

Posto isto, a autoridade monetária pode fazer a taxa de mercado menor do que a natural apenas por meio da inflação (aumentos na quantidade de moeda). Se a autoridade monetária tenta manter a taxa nominal de mercado abaixo da taxa nominal natural, essa última se eleva com as expectativas de inflação, de forma que o Banco central terá de gerar mais inflação (ampliar a quantidade de moeda) para manter a taxa de juros de mercado abaixo da natural. O mesmo processo cumulativo aconteceria se a autoridade monetária desejasse ter uma taxa de juros de mercado mais alta do que a natural¹³.

A respeito do controle do desemprego, Friedman estende o mesmo raciocínio para o mercado de trabalho. Isto é, existe a qualquer momento um nível de desemprego consistente com o equilíbrio na estrutura das taxas de salário *real*. Em outras palavras, existe uma *taxa de desemprego natural* na qual os salários reais crescem de forma normal ou de acordo com sua taxa de crescimento natural de longo prazo. Uma taxa de desemprego corrente mais baixa do que aquela natural, significa que existe um excesso de demanda por mão de obra que pressiona os salários reais para cima. Uma taxa maior de desemprego corrente do que aquela natural indica que existe um excesso de oferta de força de trabalho que pressiona os salários reais para baixo¹⁴.

Suponha que a taxa de desemprego natural seja maior do que a desejada pela autoridade monetária. A autoridade monetária então aumenta a quantidade de moeda para reduzir a taxa de desemprego. As taxas de juros diminuem, inicialmente, uma vez que as pessoas têm mais dinheiro que desejariam, estimulando, dessa forma, os gastos. Renda e gastos crescerão.

¹² Cf., FRIEDMAN, M. O papel da política monetária. In: CARNEIRO, R. Op. cit., pg., 257.

¹³ Ibid., Ibidem.

¹⁴ Idem.

No começo, o aumento da renda e da demanda irão expandir o emprego e o produto mais do que os preços. Como os preços esperados eram aqueles que prevaleciam antes do aumento da quantidade de moeda, os empregadores e os empregados aumentarão a produção e o tempo de trabalho uma vez que acreditam estar havendo um aumento de suas rendas reais. Entretanto, os preços dos produtos vendidos pelos empresários irão crescer mais rapidamente do que os preços dos fatores produtivos. Assim, os empresários perceberão primeiro que os salários reais não aumentarão, antes, reduzirão. Os empregados, por sua vez, ainda continuarão com a *ilusão* de que terão rendimentos reais maiores, se dispendo a trabalhar mais. Tal *ilusão* Friedman denominou de *ilusão monetária*.

Na afirmação do autor, como no caso das taxas de juros, a taxa de desemprego pode ser mantida abaixo da taxa “natural” apenas por meio da inflação¹⁵. O problema com a política monetária é que ela não pode controlar as variáveis reais se as autoridades monetárias assim desejarem, porque existem muitos fatores intervenientes que estão fora do alcance da política monetária, ou que serão percebidos apenas com certa defasagem pelas autoridades monetárias¹⁶.

A autoridade monetária deveria guiar a si mesma por meio das magnitudes que ela controla, não por aquelas que ela não controla. Isto é, o governo não pode controlar variáveis reais, como os juros e o nível de emprego. Mas pode controlar variáveis nominais, com a taxa de câmbio, o nível de preços e os agregados monetários (M1, M2, M3, etc.).

Dentre as possibilidades acima enumeradas, a mais desejável, ou factível, seria o controle sobre os agregados monetários (metas monetárias). Primeiro, porque o controle da taxa de câmbio (metas cambiais) poderia significar o controle de toda a economia por intermédio do controle da fração da mesma que representa a corrente de comércio (fração do comércio exterior na renda nacional). Do mesmo modo, caso o banco central viesse a optar pelo controle do nível de preços (metas inflacionárias), o efeito da política monetária sobre os mesmos se daria por meio indireto, estando ainda sujeito a defasagens que nem sempre representam um mecanismo de fácil percepção¹⁷.

¹⁵ Ibid. Ibidem.

¹⁶ Idem.

¹⁷ Ibid., pg., 266.

A autoridade monetária também deve evitar mudanças bruscas na política adotada¹⁸. Ou seja,

A razão para a propensão a reagir em excesso parece clara: a falha das autoridades monetárias em levar em conta as defasagens entre suas ações e os subsequentes efeitos na economia. Elas tendem a determinar suas ações de acordo com as condições de hoje – mas suas ações terão efeitos na economia apenas seis ou nove ou doze ou quinze meses mais tarde. Consequentemente, elas se sentirão impelidas a pisar no freio, ou no acelerador, de acordo com a situação, de forma muito violenta¹⁹.

De acordo com Friedman, a melhor política seria aquela em que “*a autoridade monetária tente evitar as mudanças bruscas ao longo do tempo tornando pública a política para atingir uma taxa constante de crescimento num agregado monetário específico*”²⁰. A taxa de crescimento e o próprio agregado seriam menos importantes, segundo Friedman. “*Seria melhor ter uma taxa fixa que na média produzisse uma taxa de inflação ou deflação moderada, desde que fosse constante, do que sofrer grandes e erráticas perturbações...*”²¹.

Mas é exatamente do conjunto de proposições acima que resulta uma das maiores fragilidades do monetarismo. Ao propor uma política baseada em metas monetárias, além de ficar indefinido qual seria exatamente o conceito a ser controlado (M1, M2, M3, M4), tal política passava a depender fortemente da hipótese que a demanda de moeda seria estável. Como o crescimento da oferta de moeda se daria com base em regras preestabelecidas, oscilações repentinas na demanda causariam fortes mudanças na taxa de juros de curto prazo.

Ou seja, ao estabilizar a taxa de crescimento da oferta de liquidez as autoridades careceriam de uma demanda por moeda que também crescesse a taxas bastante comportadas, pois, do contrário, causariam mudanças bruscas e repentinas na taxa de juros de curto prazo, que seria o mecanismo que garantiria o equilíbrio no mercado monetário. Eis então uma das grandes dificuldades, senão a maior de todas, para colocar em prática a recomendação monetarista.

2.3 A teoria novo-clássica

No final da década de 1970, uma nova reformulação ocorre no pensamento ortodoxo, com o surgimento da corrente *novo-clássica*, liderada por Robert Lucas,

¹⁸ Idem.

¹⁹ Cf., Ibid., 268.

²⁰ Idem.

²¹ Idem.

Thomas Sargent e Neil Wallace. Suas diferenças em relação ao monetarismo friedmaniano se deu basicamente em relação a forma como os agentes formavam suas expectativas. Ao contrário da *expectativa adaptativa* de Milton Friedman, propuseram a hipótese das *expectativas racionais*.

A corrente novo-clássica acredita que se os agentes são maximizadores de satisfação, como defende Friedman, então eles otimizam também a utilização das informações que recebem. Isto implica que não formam expectativas olhando unicamente para trás (*backward-looking*), mas também olham para o futuro (*forward-looking*)²². Posto isto, as expectativas, para os novos-clássicos, não podem ser *adaptativas*, tal como na formulação friedmaniana, mas sim, o que eles denominaram de *racionais*.

Ao se afirmar que as expectativas são racionais os novo-clássicos estão supondo que todo e qualquer agente possui o mesmo modo de entender a economia e que tal modo corresponde à verdadeira forma de operações da economia. Isto é:

todos sabem que um aumento da oferta monetária provocará inflação, tal como sugere a teoria monetarista. Assim, um aumento da oferta de moeda anunciada pelo governo representa apenas uma mensagem de que os preços e salários irão se elevar; então, a única reação dos agentes deve ser se antecipar elevando os preços e salários da economia. Nada mais do que isso ocorre. Em outras palavras, uma política monetária expansionista será ineficaz para alterar as variáveis reais, por exemplo, o nível de emprego e produto²³.

Tomando-se como base a citação anterior, chega-se ao principal postulado da teoria novo-clássica, qual seja, a ineficácia da política monetária para alterar as variáveis reais da economia, mesmo no curto prazo. Somente em condições especiais haverá impacto sobre tais variáveis, ou seja, se houver um choque monetário²⁴.

A hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego é o ponto de partida para a construção da teoria novo-clássica de que a política monetária é ineficaz para alterar as variáveis reais da economia. Quando a taxa corrente de desemprego coincide com a taxa natural, a economia encontra-se em posição de equilíbrio. Contudo, para a economia novo-clássica, independentemente da posição da taxa corrente de desemprego em relação à taxa natural, a economia estará sempre em equilíbrio, já que as famílias e as firmas estão sempre agindo racionalmente, isto é, buscando maximizar,

²² Ver: CARVALHO, F. C.. Op. cit., pg., 125.

²³ Cf., Ibid., pg., 126.

²⁴ Sobre o modelo novo-clássico de ineficácia da política monetária consultar: Ibid., pp. 126/127.

respectivamente, satisfação e lucro. Em outros termos, estão tomando decisões coerentes com os seus objetivos²⁵.

Portanto, conclui-se que, segundo a teoria da política monetária novo-clássica, partindo-se de uma situação em que a taxa corrente de desemprego é igual a taxa natural e o governo anuncia um aumento de oferta de moeda, os agentes reagiriam à decisão das autoridades exclusivamente aumentando os seus preços, sem contratar qualquer trabalho adicional. Assim, a taxa corrente de desemprego permaneceria repousada sobre a taxa natural. As decisões de políticas monetárias expansionistas conhecidas pelos agentes não provocam qualquer aumento no nível de emprego e do produto real – causam simplesmente aumento geral de preços equivalente ao aumento do estoque de moeda²⁶.

Então, quando que a política monetária seria eficaz para os novo-clássicos? Segundo Sargent & Wallace somente as políticas monetárias que causam surpresa poderiam provocar efeitos reais na economia. Para tanto, bastaria que o governo adotasse um procedimento de expansão monetária²⁷.

No modelo novo-clássico, agentes privados erram porque são surpreendidos. A surpresa é sempre fruto da introdução de novas variáveis no mundo real ou da alteração inesperada da magnitude de variáveis já existentes. No caso de intervenções monetárias discricionárias, a surpresa ocorre em função de alterações não antecipadas do estoque de moeda, que resultam em erros expectacionais e, conseqüentemente, em alguma discrepância entre a taxa de desemprego corrente e a taxa natural²⁸.

Entretanto, ao modelo de eficácia de política monetária de surpresa de Sargent & Wallace foi adicionado a *Curva de Phillips versão Lucas*, que em síntese, se constitui numa curva de oferta agregada vertical e indica que no longo prazo inexistem choques, seja de demanda ou monetário, e o produto da economia é gerado pela quantidade de trabalhadores que estão empregados quando a taxa corrente de desemprego é igual à taxa natural. Portanto, no longo prazo, o produto da economia não pode ser alterado por intermédio de políticas macroeconômicas²⁹.

Para Lucas, uma expansão monetária que utiliza elemento surpresa de política é capaz de reduzir o desemprego apenas temporariamente. A explicação é devido a restrição informacional dos empresários devido a utilização do elemento surpresa por

²⁵ Ibid., Ibidem.

²⁶ Cf., Ibid., pg., 128.

²⁷ A explicação da eficácia da política monetária para os novo-clássicos está baseada em: Ibid. Ibidem.

²⁸ Ibid., pg., 129.

²⁹ Sobre a Curva de Phillips versão Lucas, consultar: Ibid., pg., 130.

parte do governo, ainda que, inspirados por expectativas racionais, entenderiam incorretamente o movimento de preços decorrente de uma variação positiva do estoque monetário e expandiriam a sua produção contratando mais trabalhadores. Entenderiam que o aumento de preços estaria sendo provocado por um aumento de oferta monetária, mas sim por um real aumento da demanda por seus produtos. Contudo, transcorrido o tempo necessário ao entendimento do verdadeiro movimento das variáveis de estoque de moeda e preços por parte do conjunto de agentes da economia, parte dos trabalhadores empregados retornaria à condição de desempregados e a produção se reduziria para o patamar correspondente à taxa natural de desemprego³⁰.

Na década de 1980, uma nova vertente dentro da corrente novo-clássica surgiu, tendo na *teoria dos ciclos reais* e na hipótese da *superneutralidade da moeda* as suas principais âncoras. O maior expoente dessa nova vertente é o economista norte-americano Charles Plosser³¹.

De acordo com a *teoria dos ciclos reais*, a capacidade dos governantes de implementar políticas de surpresa desaparece. Isso ocorre porque existe um modelo para orientar a tomada de decisão dos governantes que se torna conhecido por todos. Se os agentes formam expectativas racionais, incorporam também o modelo decisório dos dirigentes do Banco central. Assim, as flutuações do produto não podem ser explicadas pela falta de informações.

A explicação dada pela *teoria dos ciclos reais* é que variáveis do produto e do emprego são decorrentes de choques tecnológicos e não de choques monetários. Para os teóricos dos *ciclos reais*, os choques estão do lado da oferta e não do lado da demanda.

Contudo, gerou-se um consenso na economia novo-clássica, qual seja, o governo deve abster-se de implementar qualquer política monetária que não pautada por regras plenamente conhecidas e que, portanto, causam efeitos sobre as variáveis reais da economia. Essa possibilidade de afetar variáveis reais através do uso da política monetária é um incentivo à realização de políticas de surpresa, que criam um ambiente de incertezas e desconfianças em relação ao comportamento do governo.

Se os agentes estão convictos de que o governo vai realizar uma política monetária expansionista, os preços da economia são reajustados. Neste caso, resta ao governo corroborar as expectativas para evitar a escassez de liquidez e,

³⁰ Ibid. Ibidem.

³¹ Sobre o modelo de teste de Plosser, consultar: ROMER, D. *Advanced Macroeconomic*. 3 ed., New York: McGraw-Hill, 2006. Cap. 4., pp., 203-205.

consequentemente, provocar uma recessão. Essas convicções altistas dependem diretamente do comportamento pregresso dos governantes. Se estes tenderam a surpreender os agentes no passado, terão que pagar pela desconfiança do público no futuro, tendo que administrar uma economia com a taxa corrente de desemprego igual à taxa natural e com inflação³².

Conclui-se, então, que para os novo-clássicos, é melhor não tentar enganar os agentes para não criar um ambiente de expectativas inflacionárias nervosas, que têm como consequência a própria inflação. É dentro desse contexto que muitos adeptos dessa escola passaram a se dedicar à elaboração de propostas de organização de Bancos Centrais independentes e utilização de metas inflacionárias como objetivos de política monetária.

2.4 O novo consenso macroeconômico

Na verdade, a corrente novo-clássica falhou em liderar sozinha na tentativa de construção e condução das políticas macroeconômicas, em especial, a política monetária dos países centrais do capitalismo – leia-se EUA e Reino Unido – e passaram, junto com outras correntes como a Novo-Keynesiana, a monetarista e a sua segunda geração *Real Business Cycle*, a partir de meados da década de 1990, a combinar elementos e desenvolver uma nova moldura teórica e prática com ênfase na condução do instrumento monetário. Essa combinação passou a ser denominado de “novo” consenso macroeconômico.

Esse “novo” consenso macroeconômico passou a ser defendido por economistas como Blinder³³, Blanchard³⁴ entre outros. Segundo Blanchard, o que deve ser destacado nesse “novo” consenso é a convergência entre a teoria e a prática da política monetária, bem como a interação entre os *policymakers* e os economistas acadêmicos³⁵.

³² Ver: CARVALHO, F. C.. op. cit., pg., 131.

³³ Ver: BLINDER, A. S.. Is there a core of practical macroeconomics that we should all believe? In: *The American Economic Review*, vol., 87, n. 2, pp., 240-243, May, 1997.

³⁴ BLANCHARD, O. J.. Is there a core of usable macroeconomics? In: *The American Economic Review*, vol., 87, n. 2, pp., 244-246, May, 1997.

³⁵ Cf., Ibidem. Há controvérsias sobre tal afirmação. Sobre essa questão, consultar: TEIXEIRA, A. M. & MISSIO, F. J.. O “novo” consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa. In: *Economia & Sociedade*, Campinas, vol., 20, n., 2 (42), pp., 273-297, Agosto, 2011. Ver também a crítica heterodoxa sobre a condução da política monetária exposta no capítulo 2 desta publicação.

Tal consenso estaria baseado num conjunto de princípios chave de como deveria ser interpretado o processo de crescimento econômico das economias capitalistas, em especial, as desenvolvidas. Tais princípios foram elencados por Taylor³⁶.

O primeiro princípio destaca a análise das flutuações do produto real de longo prazo da economia, na qual é entendida a partir da *teoria clássica do crescimento*, isto é, via deslocamento da função de produção.

O segundo princípio enfatiza que não há um *trade off* entre inflação e desemprego no longo prazo. O consenso é de que uma política monetária expansionista resulta em uma maior taxa de inflação de longo prazo, ao passo que se deve manter a taxa de desemprego inalterada. Dessa forma, a autoridade monetária deve adotar uma meta de inflação e manter-se a ela.

O terceiro princípio enfoca a existência de um *trade off* entre inflação e desemprego no curto prazo. Este princípio é derivado da hipótese das expectativas racionais, como foi visto, com rigidez de preços e salários. Apesar dessa possibilidade, Taylor sustenta que *a política monetária deve manter o crescimento da demanda agregada estável, a fim de evitar a flutuações do produto real e inflação*³⁷.

O quarto princípio alerta que as expectativas dos agentes são altamente sensíveis às ações de política econômica. Isto posto, defende o desenvolvimento e a divulgação de estimativas e relatórios do comportamento dos agregados macroeconômicos (relatórios sobre a política fiscal, previsão de inflação, PIB, mercado de trabalho, etc.) e sobre a tomada de decisões dos *policymakers*. Dessa forma, o conjunto de tais informações constituem essenciais para complementar a tomada de decisões dos agentes privados.

Por fim, o quinto princípio, enfatiza que a demanda agregada é sensível à taxa de juros, respondendo, portanto, a variações na política monetária. Dentro desse contexto, os *policymakers* devem realizar mudanças graduais na política monetária, via regra de conduta ou função de reação, sendo a taxa de juros de curto prazo o seu principal instrumento, o qual deve ser ajustado em resposta aos choques econômicos.

Em resumo, nesse contexto de destaque para a política monetária dado pelo “novo” consenso, o *Regime de Metas de Inflação* surge como seu principal mecanismo,

³⁶ Consultar as seguintes publicações: TAYLOR, J. B.. *A core of practical macroeconomics*. In: *The American Economic Review*, vol., 87, n. 2, pp., 233-235, May, 1997. TAYLOR, J. B.. *Teaching modern macroeconomics at the principles level*. In: *The American Economic Review*, vol., 90, n. 2, pp., 90-94, May 2000.

³⁷ Cf., TAYLOR, J. B.. *A core of practical macroeconomics*. Op. cit., pg., 234.

uma vez que cumpre com os objetivos de manter o nível de preços estáveis. Do ponto de vista prático, tal regime se destaca pela credibilidade, pela transparência em seus objetivos e pela simplicidade no manejo de um instrumento importante de política econômica, a taxa de juros, cujo objetivo, entre outros, é servir como guia capaz de coordenar as expectativas inflacionárias dos agentes³⁸.

2.5 O conceito de ortodoxia

Uma vez passado em revista as principais teorias monetárias entendidas como sendo aquelas que formam a base de sustentação do pensamento de cunho ortodoxo (bem como as suas respectivas sugestões de políticas), fica agora a evidente a necessidade de uma definição, ainda que abrangente, do significado de ortodoxia, pelo menos para efeito dos propósitos deste trabalho.

Considerando que a teoria quantitativa da moeda sofreu um conjunto de transformações importantes ao longo do tempo, desde a visão simplificada dos economistas clássicos até o formato mais elaborado dos economistas chamados novos quantitativistas, as adaptações impostas à equação original têm a finalidade maior de reforçar a ideia de que a inflação é um fenômeno monetário.

Da mesma forma, mesmo se considerarmos as divergências entre os novos clássicos e os monetaristas sobre a forma como os agentes econômicos formam as suas expectativas sobre a inflação futura, a relação essencial entre moeda e preços permanece. A primeira corrente (novos clássicos) consegue explicar tal relação em um contexto mais sofisticado e elaborado, em comparação com o arcabouço sobre o qual se assentava a segunda corrente (monetaristas), eliminando assim a influência da política monetária sobre as variáveis reais (produto, emprego, etc.), ainda que no curto prazo (a não ser em situações específicas, mas que não podem perdurar).

Em síntese, para qualquer uma das correntes mencionadas até aqui não pode haver inflação se não houver um Banco Central disposto a referendá-la através da provisão de um maior nível de liquidez ao sistema. Ou seja, a política monetária tem o poder de influir apenas sobre a renda nominal, através do nível de preços. Com isto, pode-se dizer que tal política não pode ter como objetivo algo que ultrapasse o rol das variáveis nominais, quais seja: câmbio, preços, meios de pagamento.

³⁸ TEIXEIRA, A. M. & MISSIO, F. J.. Op. cit., pg., 277.

Portanto, embora possam divergir sobre o tempo e a forma como se dá a relação entre moeda e inflação, as teorias expostas possuem em comum o fato de estabelecerem uma ligação entre liquidez e renda nominal. Fica então entendido que, para efeito dos propósitos aqui pretendidos, a ortodoxia brasileira seria o conjunto formado pelos economistas que, inspirados por qualquer uma dessas teorias, conferem à política monetária o papel de determinante do nível nominal da renda.

Será enfatizado, então, no tópico seguinte, o posicionamento dos economistas ortodoxos brasileiros quanto ao papel da política monetária, bem como os mecanismos práticos de ação que viabilizariam o alcance definitivo da estabilidade no País.

3. A Posição da Ortodoxia Brasileira em um Ambiente Indexado

Primeiramente, vale ressaltar que a proposta deste trabalho não envolve a elaboração de um levantamento completo da literatura produzida no Brasil (*survey*) sobre política monetária. Ou seja, a proposta é apresentar a ideia geral vigente no Brasil sobre política monetária que pode receber a menção de *ortodoxa*, conforme os termos apresentados no final da seção anterior.

3.1. A fase inicial

O início da década de 1960 ficou marcado por aquilo que talvez tenha sido o primeiro surto significativo da inflação brasileira (caracterizada por taxas bastante elevadas), não se pode identificar ali um momento de grandes debates sobre o tema no Brasil. Mesmo diante de algumas propostas alternativas de interpretação do processo de elevação dos preços, como é o caso daquelas de cunho estruturalista, o que prevalece naquele instante é a implantação de um plano bem orquestrado de combate à inflação no longo prazo, a partir de um conjunto de medidas emanadas essencialmente da cartilha ortodoxa.

Começando com um cenário em que as taxas de inflação anual insistiam em superar o patamar de 90% em 1964, as medidas implantadas àquela época conseguiram trazer a inflação brasileira para algo abaixo de 20% anual durante o ano de 1973. Contudo, o fato de não se mostrar um período interessante para discussão, nos termos propostos por este trabalho, se deve ao fato de que a o pensamento ortodoxo então prevalecente não havia que se esforçar em convencer a sociedade (em termos de proposição de medidas), mas, apenas os governantes de plantão, dada as características

autoritárias do regime então vigente no País. Da mesma forma, tanto a estrutura acadêmica quanto o próprio grau de desenvolvimento do mercado financeiro no Brasil, na primeira década de vigência do regime militar, eram ainda de proporções muito limitadas.

Com o segundo choque do petróleo, no final dos anos 70, e a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento, no início dos anos 80; isto é, uma década após os fatos relatados no final do parágrafo anterior, a retomada da inflação no Brasil tem um novo desfecho. O maior nível de abertura política, combinado com uma maior presença (e dimensão) da academia, somada ainda com um mercado financeiro bem mais desenvolvido, ganha força no País o debate e a sugestão de propostas visando conter a velocidade de elevação dos preços na economia brasileira.

A partir de 1979 a inflação brasileira iniciou uma escalada (em torno de 54% pelo IGP-DI), que, em 1984 já superava a faixa dos 200% anuais (220,7% pelo mesmo indicador). Ou seja, chegava-se a patamares sem precedentes na história do País. A implantação de um plano de cunho ortodoxo, como aquele que havia se mostrado eficiente na primeira década de vigência do regime militar já não se mostrava como algo tão simples e óbvio, devido a algumas razões importantes.

A primeira razão diz respeito ao fato de que, com o maior nível de abertura política, medidas de natureza mais restritiva, de ordem monetária ou de ordem fiscal, teriam que ser negociadas com a sociedade, que precisaria ser convencida em aceitá-las, mesmo que temporariamente. Neste caso, não é que esta característica afastasse a possibilidade de que a sociedade viesse a aceitar medidas de contenção. Ao contrário, enfatiza-se aqui apenas para o fato de que, naquele instante, este processo se mostrava como algo novo para aqueles que estavam encarregados de propor sugestões, e que, portanto, demandaria mais tempo que o usual até se criar as condições propícias.

A segunda razão é que a sociedade referida no parágrafo anterior era agora bem mais complexa que aquela que estava presente quando foi posto em prática o plano de combate gradual à inflação em 1964. Maior acesso a informação por parte dos cidadãos; trabalhadores amparados por centrais sindicais mais livres, atuantes e fortalecidas; mercado financeiro mais diversificado (em produtos, formas de negociação e instituições), etc. Este contexto mostra um cenário com atores mais propensos a avaliar ganhos e perdas oriundos de medidas de contenção típicas de períodos de combate à inflação e, conseqüentemente, a reivindicar compensações por possíveis danos que porventura lhes fossem impostos.

Mas existe ainda uma terceira razão, que, talvez, seja uma das mais importantes, conforme se tentará demonstrar ao longo dos próximos parágrafos. No caso, trata-se da disseminação de um instrumento que terminou por contribuir não apenas para alimentar as taxas de inflação no Brasil por muito tempo, mas, também, para criar grandes empecilhos para que fosse possível voltar a impor uma trajetória de redução à velocidade de aumento dos preços no País. Este instrumento, característico da inflação brasileira da década de 1980, e da primeira metade da década de 1990, se chama indexação.

Uma das primeiras e maiores dificuldades criadas pela inflação elevada é a perda da capacidade dos agentes econômicos em fazer previsões sobre horizontes de tempo mais extensos. Com isto, um dos indicadores mais prejudicados em períodos dessa natureza termina sendo o investimento. Por se tratar de uma decisão essencialmente de longo prazo, a possibilidade de que os cálculos não se confirmem se torna bem mais provável, ensejando então em maior risco e, conseqüentemente, diminuição no apetite dos investidores em levar adiante os seus projetos.

Já no início dos governos militares, em 1964, quando a taxa de inflação se aproximava de 100% ao ano, com o propósito de dar maior segurança aos investidores, proporcionando-lhes um maior grau de segurança em seus contratos, foi então proposto e criado no Brasil o instrumento da indexação. Seu propósito seria, então, dar suporte às decisões de longo prazo numa economia com taxa de inflação elevada³⁹.

3.2 Propostas para uma economia indexada

Com a rápida escalada das taxas inflacionárias a partir de 1979 (em meio a um ambiente com maior nível de difusão de informação, maior grau de organização social e maior liberdade política), os mecanismos de indexação passam então a ser reivindicados pelos representantes dos trabalhadores, pelas representações empresariais e pelo próprio setor público. Não demorou muito para que os salários, os contratos, e até mesmo os tributos; sofressem reajustes automáticos com base na própria inflação. Ou seja, estava criado um cenário no qual a inflação alimentava a própria inflação, como resultado de uma luta em que todos tentavam não perder as posições que já haviam conquistado.

³⁹ SIMONSEN, M. H. A inflação brasileira: lições e perspectivas. In: *Revista de Economia Política*. V. 5, n. 4, outubro-dezembro/1985. Pg., 18.

Deste modo, alguns dos mecanismos de indexação então adotados se consolidaram até mesmo em forma de lei⁴⁰.

Os prazos em que os reajustes automáticos operam começam a diminuir na medida em que a própria inflação se acelera. Ou seja, os salários, aluguéis, tributos, passam a ter inicialmente reajustes anuais, que depois se tornam semestrais, e posteriormente se transformam em reajustes mensais⁴¹.

Em síntese, com taxas inflação em permanente crescimento (mudando de patamar), chega-se rapidamente a um determinado ponto crítico em que um processo de reajustes não usual, determinados pela própria inflação, começa a prevalecer, passando a ser a principal causa do processo inflacionário. Este é, na verdade, o cenário mais condizente com a economia brasileira da década de 1980, caracterizado pela forte presença, ou talvez até mesmo pelo domínio, da chamada inflação inercial.

Mas, como se portam as propostas ortodoxas diante deste cenário? A ortodoxia tem a peculiaridade de atribuir a inflação aos excessos de demanda, que normalmente são originários de uma das seguintes causas: expansão exagerada da oferta de moeda e/ou gasto público excessivo. Na verdade, quando a mesma é decorrente desta segunda causa (de natureza fiscal), termina por afetar a primeira, pois um déficit público persistente, pela sua própria persistência, se torna cada vez mais difícil de financiar, induzindo assim o setor público a apelar para o chamado imposto inflacionário, que se materializa com a expansão da liquidez.

Mesmo que estas duas causas alimentadoras da demanda pudessem estar presentes na inflação brasileira da década de 1980 (e estavam), não era possível fazer qualquer diagnóstico àquela época, sem que fosse reconhecida a forte presença do componente inercial, que passava a prevalecer na medida em que o próprio cenário inflacionário perdurava. Esta realidade, certamente, se firmava cada vez mais na economia brasileira e, mesmo os economistas mais ortodoxos, passaram a ver este mecanismo como o principal desafio a ser vencido. Para inverter a tendência dos indicadores de evolução dos preços, instrumentos alternativos deveriam ser testados, com alguns deles tendo mais conotação política do que propriamente econômica (rever

⁴⁰ Ver: HORN, C. H.. Negociações coletivas, indexação oficial e inflação: uma análise dos salários negociados na indústria do Rio Grande do Sul. 1978-95. *Ensaio FEE*, V. 26, n. 1, pp. 505-542, junho/2005. Pp., 509-515.

⁴¹ Ver: CAMARGO, J. M.. Salário real e indexação salarial no Brasil: 1969/81. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. 14(1), 137-160, abril/1984. Pp., 149-152.

os mecanismos legais que davam suporte ao uso de gatilhos salariais, reajustes de contratos, etc.).

Propostas no sentido de combater o componente inercial da inflação brasileira já vinham sendo sugeridas desde os meados da década de 1980, quando a inflação começou a ultrapassar a impressionante taxa de 100% anual⁴².

O combate à inflação que deveria ser levado adiante no Brasil, mesmo na concepção da ortodoxia, já não podia se resumir a iniciativas de política monetária e de política fiscal, pois também seria necessário afastar o componente inercial. As políticas supracitadas teriam então que aparecer como suporte, e não mais exatamente como foco central da questão. O componente de inércia na inflação resultava na necessidade de um plano que extrapolasse a receita básica tradicional⁴³.

Alguns dos economistas que elaboraram propostas para combater a inflação inercial no Brasil ficaram conhecidos como heterodoxos não exatamente por discordarem que o Banco Central, e conseqüentemente a política monetária, se colocassem a serviço de uma meta nominal, mas, pelos métodos e medidas que propunham para dar conta do combate ao componente de inércia presente na elevação persistente dos preços.

As sugestões mais difundidas àquela época, e que passaram a ser o foco das discussões passavam, em alguns casos, por medidas mais radicais, como é o caso do congelamento temporário dos preços; ou a extinção dos instrumentos legais de indexação, como é o caso da lei da correção monetária e a suspensão das disposições legais de reajustes de salários e aluguéis, por exemplo. A substituição da moeda em cursos no País por uma moeda totalmente indexada, além de ser uma das alternativas apresentadas, se mostrava ainda como uma das mais elaboradas e com maiores possibilidades de evitar uma recessão em uma economia cujo desempenho já estava bem distante de ser satisfatório⁴⁴.

Assim, vencer o problema da inércia da inflação brasileira não seria apenas uma questão de combater à inflação propriamente. Seria também o primeiro passo para vencer o processo de estagnação da economia que andava de braços dados com a instabilidade dos preços, ao longo da década de 1980 e do início da década de 1990. As

⁴² Ver: RESENDE, A. L.. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. *Revista de Economia Política*. V. 5, n. 2, abril-junho/1985.

⁴³ Ver: SACHS, J. & ZINI JR., A.. A inflação brasileira e o Plano Real. *Revista de Economia Política*. V. 15, n. 2 (58), abril-junho/1995. Pg., 27.

⁴⁴ Ver: RESENDE, A. L.. op. cit., pp., 130/131.

taxas de crescimento econômico durante este período ficaram muito abaixo da média histórica do País, e até mesmo para a simples manutenção dos padrões que já haviam sido alcançados. Em diversos períodos, o crescimento da economia sequer compensava a taxa de crescimento da população.

Em outros termos, a falta de estabilidade dos preços chegou a tal ponto que, além de apresentar reflexos negativos, e significativos, sobre as decisões de longo prazo, sobretudo no investimento, o nível de indexação havia alcançado um nível de difusão tão elevado que acentuava o próprio nível de estagnação, uma vez que os preços tenderiam a crescer, cada vez mais, na mesma proporção, eliminando as variações de preços relativos que, em última instância terminariam por orientar as decisões dos investidores. Ou seja, os reajustes de preços orientados pela própria inflação retirava do sistema econômico o principal mecanismo de promoção da eficiência na alocação dos recursos⁴⁵.

Mesmo que tenha sido comum atribuir o carimbo de *heterodoxos* a praticamente todos os autores de propostas de combate à inflação inercial, muitos deles defendiam que, no momento em que o referido obstáculo (inércia) fosse removido, o Banco Central retomaria como foco o alcance de uma meta nominal, ligada ao câmbio, à liquidez ou ao nível de preços. Portanto, pelo conceito adotado neste trabalho, em meio aos *heterodoxos* da época, muitos *ortodoxos* (pelo conceito aqui adotado) poderiam ser distinguidos. Este grupo fica representado pelo chamado grupo da PUC do Rio de Janeiro, mais empenhado com a tese da moeda indexada, que acabou se consolidando com o lançamento do Plano Real. Seus integrantes não abriam mão de medidas tradicionais, ligadas ao controle do déficit público, conforme atesta o comentário a seguir, feito por André Lara Resende, em entrevista concedida ao jornal Valor Econômico:

A inflação crônica é fruto do endividamento público excessivo. Só é possível estabilizar a economia se o endividamento for reduzido. No Brasil, o Plano Collor fez, de maneira violenta, agressiva, uma redução drástica no endividamento público, que facilitou o programa de estabilidade posterior (VALOR ECONÔMICO, 26/04/2013).

Mas no seio de outro grupo importante estavam estabelecidos economistas que, estes sim, deveriam ser realmente tratados como *heterodoxos* (excluídos do nosso conceito de ortodoxia). Tal grupo defendia que, após a quebra do componente inercial da inflação, e recuperada a estabilidade, a política monetária deveria se pautar pelo foco

⁴⁵ Ver: LANDAU, E. & PEIXOTO, S.. Inflação, indexação e preços relativos: novas evidências para o Brasil. Pesquisa e Planejamento Econômico. V. 22, n. 1, pp. 125-168, abril/1992. Pp., 126-131.

em variáveis reais, como é o caso do saldo comercial, no nível de produto, ou mesmo do nível de emprego. Os economistas estabelecidos nesta corrente, mais partidários de medidas extremas, como os congelamentos de preços, questionavam a necessidade de políticas tradicionais (verdadeiramente ortodoxas) para criar as *condições antecipadas* visando combater a inflação inercial, como atesta a citação abaixo.

Na verdade, e da mesma forma que a oferta de moeda, o déficit público é em grande parte consequência de altas taxas de inflação, e certamente fator sancionador da mesma inflação. Isto não significa, entretanto, que o déficit público não deva ser combatido. Demonstra apenas que (1) tentar eliminar o déficit público quando a inflação é muito alta tende a ser self-defeating a não ser que combine a política fiscal com um congelamento de preços, e (2) que após o congelamento é essencial eliminar o déficit público para que os agentes econômicos percebam que nenhuma taxa de inflação será em seguida sancionada por déficit público e emissão de moeda⁴⁶.

Sob um maior nível de influência de economistas abrigados neste último grupo de heterodoxos, mas não necessariamente do economista citado acima, se seguiram um conjunto de planos (Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão, etc.), que, por diversas razões; entre as quais a falta das sugeridas *pré-condições* para um ambiente com estabilidade de preços; não lograram êxito.

Mas se havia um grupo naquele instante denominado *heterodoxo*, quem formaria então o grupo ortodoxo àquela época, e o que estaria propondo? Este questionamento será o tema discutido a seguir.

3.3 Propostas para uma economia com institucionalidade inadequada

Como a economia já se encontrava estagnada, sugerir políticas restritivas de cunho tradicional para combater a inflação, em meio a tal cenário, não parecia algo factível, nem mesmo no ângulo de visão da ortodoxia. Medidas restritivas, como no caso de uma política monetária contracionista, talvez não pudessem gerar mais que efeitos marginais, ou até mesmo imperceptíveis, dadas as proporções do problema, arrastando e exacerbando, assim, por um longo período, os danos necessários para a retomada da estabilidade. Para uma noção mais precisa das possibilidades de consequências recessivas para a economia, basta observarmos a curva Phillips expandida pelas expectativas, no seu formato mais simples, e que está na raiz do pensamento mais ortodoxo sobre o tema. Senão vejamos:

$$\pi_t = \pi_{t-1} = \alpha(y_t - \hat{y}_t) \quad (3)$$

⁴⁶ Cf., BRESSER-PEREIRA, L. C.. A teoria da inflação inercial reexaminada. In REGO, J. M.. (org.). *Aceleração Recente da Inflação*. São Paulo: Editora Bernal, 1989. Pg., 2.

Onde:

π_t = taxa de inflação no período t

π_{t-1} = taxa de inflação no período anterior ($t-1$)

y_t = nível de produto efetivo

\hat{y}_t = nível de produto condizente com a taxa natural de desemprego

Ou seja, como a inflação do período t já traz consigo a inflação do período anterior $t-1$, a única maneira de fazer com que a taxa de inflação presente seja inferior à taxa de inflação passada seria através do aumento da taxa de desemprego, fazendo $y_t < \hat{y}_t$, por meio de uma recessão. Com as dimensões alcançadas e as características peculiares do processo inflacionário brasileiro da década de 1980 e do início de década de 1990, este mecanismo, por ser gradual (aplicado período após período), demandaria um longo tempo para conduzir a taxa de elevação dos preços para um nível compatível com a estabilidade.

Os custos sociais desta modalidade de combate à inflação talvez pudessem ter sido suportáveis se propostos no início do processo, ao final dos anos 70, mas muito difícil de ser defendida a partir dos meados da década de 1980. Mas mesmo assim havia propostas que poderiam ser enquadradas nesta concepção. Combater o déficit público, e adotar medidas de restrição à expansão desenfreada da liquidez, constituía o cerne das propostas do grupo de economistas ortodoxos, assim denominados à época.

As propostas de combate à inflação sem prejuízos no âmbito da produção (desinflação sem dor), sugerido pelos economistas denominados *novos clássicos* já eram consideradas como uma possibilidade. Uma iniciativa desta natureza passava pela postura do Banco Central, que, com anúncios críveis em relação à política monetária, conseguiria a adesão dos agentes econômicos a medidas que visassem a redução das taxas inflacionárias, por meio da incorporação imediata, em suas decisões, de cenários futuros anunciados e rigorosamente cumpridos pelo BACEN. Tendo em vista a falta de testes e, portanto, de evidência empírica que comprovasse a eficácia dos modelos baseados na hipótese de expectativas racionais, tais modelos eram ainda vistos como meros exercícios acadêmicos, dignos dos melhores livros-textos, mas distantes da realidade da política a ser seguida pelas autoridades monetárias⁴⁷.

Deste modo (conforme a denominação vigente àquela época), os *heterodoxos* seriam aqueles que defendiam o combate à inflação inercial através de algum mecanismo que evitasse o trauma de uma longa e profunda recessão. Já os *ortodoxos*

⁴⁷ Ver: SIMONSEN, M. H.. Op. cit., pg., 17.

seriam aqueles que defendiam um combate gradual, pelo mecanismo proposto pela equação 3 acima. Daí então o conflito que, vez por outra, era posto para diferenciar as duas correntes, no caso: *gradualismo* ou *tratamento de choque*.

Mas não era exatamente com o manejo dos instrumentos tradicionais de política monetária, e de política fiscal, que esta ortodoxia (mais radical) estava realmente preocupada, pois, antes de utilizar tais instrumentos havia um problema inicial a ser solucionado, que era a criação de um cenário no qual os mesmos pudessem vir a ser utilizados. Nesta perspectiva, esta corrente diagnosticava que o problema da inflação brasileira não se dava, por exemplo, por conta do uso de um determinado instrumento em detrimento de outro, ou mesmo pelo manejo inadequado de algum deles, mas, de outra forma, o problema era resultante do fato da estrutura institucional vigente impossibilitar um processo adequado de formulação e a execução das políticas monetária e fiscal.

Não é que a ortodoxia não se preocupasse com os instrumentos, mas, naquele momento, a abordagem recaía sobre o cenário sobre o qual tais instrumentos seriam manejados. Ou seja, antes de pensar nos instrumentos, e como manejá-los, a ortodoxia brasileira enxergava um problema mais profundo, que era a criação das condições para restabelecer a capacidade do setor público em recorrer a medidas de política monetária e de política fiscal.

Um conjunto de deficiências concernentes ao orçamento público, oriundas dos processos de elaboração e/ou de execução do mesmo, terminava por gerar um total descontrole do gasto público no País. Neste ambiente o governo ficaria impossibilitado de dispor dos instrumentos clássicos de política fiscal que seriam fundamentais para garantir a estabilidade necessária à retomada do processo de desenvolvimento.

A dívida interna em poder do público como proporção do PIB apresentava uma tendência crescente ao longo dos anos da década de 1980, demonstrando assim a existência de um déficit público cada vez mais expressivo. Ao mesmo tempo, havia neste cenário uma dificuldade que se avolumava, que, no caso, seria a impossibilidade cada vez mais evidente de conseguir recursos para financiá-lo, obrigando o governo brasileiro a recorrer ao recurso da senhoriagem⁴⁸.

Ou seja, havia claramente um ambiente propício para taxas crescentes de inflação, segundo a visão da ortodoxia. Portanto, para restabelecer o ambiente,

⁴⁸ Ver: GIAMBIAGI, F. & PEREIRA, P. L. V.. Financiamento do déficit público e inflação: um modelo para o caso brasileiro. *Texto para Discussão n. 169*. Rio de Janeiro: IPEA, agosto/1989. Pp., 4/5.

reconduzindo o mesmo para a estabilidade, também seriam necessárias medidas de cunho ortodoxo que, neste caso, representariam cortes de gastos (e/ou elevação de tributos) visando recriar as condições de uma economia estável.

Mas dificilmente haveria condições para fazê-lo sem que, antes, fossem criados mecanismos que permitissem ao Estado retomar os controles sobre a capacidade de gerenciar com efetividade os instrumentos de política fiscal. O diagnóstico desta corrente ortodoxa, mais radical, estava ligado ao fato do aparato legal que dava sustentação às formas de arrecadação e gasto público se mostrar um tanto quanto inusitado. Lançamentos contábeis que permitiam ampliar gastos, aliados à vigência de três orçamentos paralelos, se encontravam no cerne da questão.

Durante a maior parte do período no qual prevaleceram no Brasil taxas inflacionárias muito elevadas, o País convivia com o Orçamento Fiscal, o Orçamento Monetário e o Orçamento das Estatais. Como apenas o Orçamento Fiscal era submetido à aprovação do Legislativo, os demais não passavam de meras estimativas que, em períodos de alta inflação, se tornavam ainda mais fictícias e sem conotação real, possibilitando assim ao Executivo criar despesas ao sabor das suas *necessidades*⁴⁹.

Além disso, o Orçamento Monetário terminava por criar dificuldades para a condução da própria política monetária, dadas as dificuldades que o mesmo impunha ao Banco Central em relação ao nível de expansão da liquidez, em virtude, principalmente, do caráter fictício dos valores ali contidos⁵⁰.

Portanto, antes de um debate a respeito de aspectos meramente técnicos da política monetária, a ortodoxia sugeria que, antes, mudanças institucionais deveriam ser introduzidas, de modo a criar o cenário ideal para o manejo eficiente dos instrumentos de política monetária e de política fiscal. Diante deste cenário, uma sequência de reformulações nas instituições brasileiras procurava restabelecer a capacidade do setor público em atuar eficazmente para garantir a estabilidade.

Várias inovações foram introduzidas, a partir de meados da década de 1980, buscando atender exatamente as reivindicações da ortodoxia por um ambiente mais propício ao uso dos instrumentos clássicos de política econômica. Alguns exemplos de iniciativas dessa natureza são: a extinção do Orçamento Monetário e a consequente unificação orçamentária (1985), extinção da Conta Movimento do Banco Central no

⁴⁹ Ver: SIMONSEN, M. H.. Op. cit., pp., 18/19.

⁵⁰ Ver: HORTA, M. H.. Atribuições das autoridades monetárias no Brasil e formulação do Orçamento Monetário. *Texto para Discussão Interna*, n. 36. Brasília: IPEA, julho/1981.

Banco do Brasil (1986), a proibição ao Banco Central em financiar o Tesouro Nacional (Constituição de 1988), dentre outras⁵¹.

Ainda na direção do atendimento às reivindicações da ortodoxia brasileira, posteriormente, com a introdução do Plano Collor em 1990, um conjunto adicional de medidas de natureza fiscal foi lançado, dando assim melhores condições para o uso posterior, mais eficaz, dos tradicionais instrumentos de política monetária. Elevação de alíquotas tributárias; cortes de despesas; reforma administrativa; reforma patrimonial; privatização, dentre outras medidas, visavam, sobretudo, proporcionar ao setor público brasileiro, principalmente na esfera federal, um maior controle sobre as suas finanças, estancando o déficit público⁵².

Mas ainda não seria com o Plano Collor que a ortodoxia se daria por satisfeita em termos da construção de um ambiente institucional que fosse condizente com a vigência de um ambiente de estabilidade de preços que pudesse ser assegurado pela condução eficaz dos instrumentos de política monetária, pois havia mais um obstáculo a ser vencido no plano da institucionalidade brasileira, que era a indexação generalizada. Acrescentar um ponto final a este vício brasileiro seria um desafio muito mais de natureza política, do que propriamente de natureza econômica. Mas sem ele não haveria como alcançar e manter a tão vislumbrada estabilidade de preços, tão cara aos brasileiros naquele momento.

Os problemas causados pela difusão da cultura da indexação tornavam os custos sociais de combate à instabilidade de preços bem mais elevados, pois a inflação de um determinado período já começava o período seguinte pelo menos igual à inflação passada. Além disso, a moeda perdia rapidamente as suas funções básicas de unidade de conta e reserva de valor, que eram transferidas a instrumentos de indexação como a ORTN e seus sucedâneos. Mais ainda, tínhamos o agravamento dos problemas resultantes do acúmulo de dívida pública, não exatamente pelo seu montante, mas pela rápida diminuição dos prazos de vencimento na mesma medida em que a inflação crescia⁵³.

⁵¹ Ver: NUNES, S. P., & NUNES, R. C.. *O processo orçamentário na Lei de Responsabilidade Fiscal: instrumento de planejamento*. Disponível em:

http://www.uberaba.mg.gov.br/portal/acervo/orcamento/boletins/O_Processo_orcamentario_na_LRF_inst_rumento_de_planejamento.pdf. Acesso em 15/05/2013. Pp., 15/16.

⁵² Ver: DORNELLES, F.. *Ajuste fiscal do Plano Collor*. *Revista Brasileira de Economia*. V. 45 (espec.), 260-3, janeiro/1991.

⁵³ Ver: BARBOSA, F. H.. *A indexação dos ativos financeiros: a experiência brasileira*. *Ensaio Econômicos*. n. 194. Rio de Janeiro: EPGE/FGV, agosto/1992. Pg., 15.

Em um cenário como este a ortodoxia brasileira continuava a direcionar a sua crítica, também por conta da indexação, à fragilidade do ambiente em meio à necessidade de restabelecer a eficácia do uso dos instrumentos tradicionais de política econômica, sobretudo, da política monetária. Senão vejamos:

Um aspecto importante da moeda indexada a la brasileira é o impacto fiscal praticamente instantâneo de uma política que eleva a taxa de juros, pois os títulos colocados no mercado e que servem de lastro à moeda têm um prazo de vencimento inferior a três meses (...). Logo, como um aumento na taxa de juros r_m afeta todo o estoque de moeda num curto intervalo de tempo, a política monetária contracionista produz uma política fiscal expansionista⁵⁴.

Mais à frente o economista, supracitado, conclui:

A experiência brasileira com moeda indexada tem mostrado que a economia pode conviver longamente com um processo hiperinflacionário, sem que ela atinja o estágio final das hiperinflações, quando ocorre a desorganização do processo produtivo e a economia entra em colapso. Todavia, um programa de estabilização para obter sucesso no combate à inflação terá forçosamente que acabar com a moeda indexada, e criar um padrão monetário estável⁵⁵.

Em outros termos, pôr um fim à indexação generalizada na economia brasileira seria o passo seguinte, e talvez fatal, para o alcance da estabilidade, devolvendo assim ao Banco Central a possibilidade de se dedicar àquilo que, de fato, deveria ser a sua finalidade principal, que era manutenção de uma meta nominal. Este projeto deveria ser levado adiante, mesmo que fosse por meio da adesão definitiva à própria moeda indexada, atribuindo-lhe a função de meio de pagamento.

3.4 O controle da inflação

Uma política bem sucedida de combate à inflação no Brasil somente tomou lugar em 1994, com implantação do Plano Real. Níveis inflacionários que ultrapassavam a cifra de 40% ao mês foram rapidamente reduzidos para patamares que, em seguida, não chegava a atingir nem mesmo a cifra de 1% mensal. Para os padrões que brasileiros retratados nos indicadores das três décadas anteriores, esta nova configuração representava um feito quase que inimaginável.

A utilização do termo *bem sucedida*, acima, significa que, naquilo que representava o foco central do referido plano, que seria a redução das taxas de inflação para níveis mais condizentes com a realidade da economia mundial, sobretudo dos países mais desenvolvidos, as medidas implementadas lograram pleno êxito. Isto não significa questionar, entretanto que não tenham surgido outros desequilíbrios, com

⁵⁴ Cf., *Ibid.*, pp., 15/16.

⁵⁵ Cf., *Ibid.*, p. 17.

alguns deles sendo causados pelas próprias medidas que visavam estabilizar os preços internos.

Convém chamar atenção ainda para o fato de que nem todas as medidas que viabilizaram o sucesso do Plano Real foram criadas e postas em prática exatamente em julho de 1994, quando tal plano foi lançado. Na verdade, uma série de medidas que foram adotadas bem antes daquela data, e que, de qualquer modo, visavam criar as condições necessárias (principalmente de natureza fiscal) para a viabilidade da política de combate à inflação atrelada ao lançamento da nova moeda.

No âmbito das medidas destinadas à criação antecipada de um ambiente propício para o lançamento da nova moeda, as seguintes merecem destaque: criação do Fundo Social de Emergência (que mais tarde passou a ser chamado de Fundo de Estabilização Fiscal); introdução antecipada de uma moeda indexada (URV) e; finalmente, o atrelamento do valor da última a uma moeda forte, no caso, o Dólar americano.

Quanto à primeira, mesmo não garantindo o equilíbrio definitivo das contas públicas, a mesma serviu para viabilizar condições fiscais mais apropriadas (ainda que temporárias). Quanto à segunda, no caso, a *urvizção* da economia, a sua contribuição mais importante para o processo de estabilização dos preços foi a criação de uma referência para os preços relativos, permitindo que os mesmos pudessem se realinhar, antes que passassem a ser denominados na nova moeda, reorganizando assim os sinais fundamentais gerados pelo sistema de preços. Por fim, a terceira, ao atrelar a nova moeda ao Dólar americano retirava um conjunto de incertezas sobre o futuro que pairavam sobre as expectativas dos agentes econômicos, garantindo maior tranquilidade ao processo de substituição da moeda antiga pela nova moeda que entraria em curso⁵⁶.

Ou seja, o novo plano que acabara de ser posto em prática atendia bem às reivindicações da ortodoxia em dois quesitos básicos, quais sejam: continuar aperfeiçoando o modelo institucional para proporcionar ao Banco Central as melhores condições para operar os instrumentos tradicionais de política monetária, e; a inquestionável decisão de atribuir à referida instituição a missão de cuidar do cumprimento de uma meta nominal específica, que, neste caso, seria a taxa de câmbio.

⁵⁶ Consultar os seguintes estudos: BARBOSA, F, H & GIAMBIAGI, F.. Ajuste fiscal de 1990/1993: uma análise retrospectiva. In: *Revista Brasileira de Economia*, v., 49, n., 3, julho/setembro, 1995. SAYAD, J.. Observações sobre o Plano Real. In: *Estudos Econômicos*, vol., 25 (n. esp.), 1995/1996. PASTORE, A, C.. Déficit público, a sustentabilidade do crescimento das dívidas interna e externa, senhoriação e inflação: uma análise do regime monetário brasileiro. In: *Revista de Econometria*. V.14, n. 2, pp. 177-234, março/1995.

Resta então questionar qual seria a principal reivindicação da ortodoxia brasileira, em matéria de política monetária e inflação, em um novo ambiente marcado pela estabilidade de preços, pelo menos se considerarmos os padrões brasileiros. Este será o tema tratado na seção a seguir.

4. A Posição da Ortodoxia Brasileira em um Ambiente Estável

Com o lançamento do Plano Real e o conseqüente atrelamento da nova moeda ao Dólar, através do regime de bandas cambiais, ficava evidente que, a partir de então a meta nominal a ser perseguida pelo Banco Central seria a manutenção da taxa de câmbio dentro dos limites preestabelecidos pelas autoridades monetárias.

O modelo inicial previa a chamada banda assimétrica (sistema semifixo), com limite superior de R\$1,00 por US\$1,00, mas sem limite inferior. Após esta primeira configuração, dada a necessidade de promover ajuste no teto, passou a vigorar o regime de bandas largas, agora com limites de valores para o câmbio tanto na parte superior quanto na parte inferior.

As principais vantagens do regime em vigor podem ser resumidas como segue: ao não deixar a taxa de câmbio totalmente fixa que visava usufruir da principal vantagem de um regime flutuante que é a manutenção da capacidade de utilizar a política monetária para ajustar alguns desequilíbrios que surgem ao longo do tempo. Ao mesmo tempo, ao estabelecer limites para a flutuação do câmbio, tinha-se como objetivo evitar as instabilidades causadas pela volatilidade excessiva, permitida pelo regime flutuante, como também reduzir as incertezas no processo de tomada de decisão por parte dos agentes econômicos.

4.1 Fundamentos fiscais com metas cambiais

Para que um arranjo cambial possa proporcionar aos países os maiores benefícios possíveis, é preciso que prevaleçam três características distintas, a saber, capacidade de ajustar preços relativos, regras robustas de política econômica e, finalmente, capacidade de deter pressões advindas do mercado⁵⁷.

Em outros termos, um determinado arranjo cambial precisa exercer o papel de instrumento de promoção de mudanças nos preços relativos que, no caso, pode entre preços internos e preços externos, ou mesmo entre os próprios preços internos, como

⁵⁷ Ver: EICHENGREEN, B & WYPLOSZ, C.. *The unstable EMS*. April, 1993. Disponível em: http://flora.insead.edu/fichiersti_wp/inseadwp1993/93-38.pdf.

seria o caso de ajustar os preços dos bens transacionáveis em relação aos preços dos bens não transacionáveis. O fato de haver uma margem de variação para a taxa de câmbio (dentro da banda), e as mudanças periódicas nos limites da própria banda indica que o regime, de certo modo, atendia à reivindicação de que o modelo cambial deveria servir como instrumento para a finalidade de ajustar preços relativos.

No quesito das regras robustas de política econômica, isto representaria, naquele instante, cuidar para que a economia brasileira apresentasse um cenário assentado em fundamentos macroeconômicos sólidos. Neste caso, o principal conjunto de fundamentos passa a ser representado por indicadores que denotem a dinâmica das contas públicas. Ou seja, o principal foco dos olhares, em matéria de fundamentos macroeconômicos seria o desempenho fiscal. Para sermos mais exatos, o novo cenário deveria demonstrar a capacidade de manter um déficit público controlado, e uma relação dívida/PIB não explosiva⁵⁸.

Finalmente, em termos da capacidade do governo brasileiro em deter pressões advindas do mercado, esta exigência pode ser traduzida como: *dispor de um volume de reservas suficientemente elevado para garantir a manutenção das variações da taxa de câmbio dentro dos limites estabelecidos*. Embora inicialmente houvesse um cenário favorável neste quesito, possibilitado pelas reservas disponíveis e pela própria conjuntura da liquidez internacional, posteriormente o quadro se reverteu e este foi o principal motivo da substituição da meta nominal a ser perseguida pelo Banco Central, em fevereiro de 1999, quando as metas cambiais foram substituídas pelas metas inflacionárias.

Quando um país adota um regime que prevê alguma forma de controle sobre a taxa de câmbio, o mesmo passa a ser alvo constante de uma doença chamada de *ataques especulativos*. Após uma série de crises dessa natureza, ocorridas em países com sistemas parecidos com aquele adotado no Brasil (México, Argentina, Leste Asiático, Rússia, etc.), o Brasil também sofreu um ataque avassalador no final do ano de 1998, acarretando na flutuação do câmbio a partir do início do ano de 1999⁵⁹.

No entanto, para os propósitos que justificam o presente trabalho convém ressaltar que, quando esta primeira mudança importante aconteceu no período pós-estabilidade, já haviam sido transcorridos quatro anos desde o lançamento da URV.

⁵⁸ Ver: PASTORE, A. C. Por que a política monetária perde eficácia? In: *Revista Brasileira de Economia*. V. 50 (3), pp. 281-311, 1996.

⁵⁹ LOPES, C. M & MOURA, J. G.. Mudanças cambiais na primeira fase do Plano Real. In: *Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política*, Curitiba, 2002.

Resta então questionar o que estava fazendo e reivindicando a ortodoxia brasileira ao longo deste período.

Na verdade, a principal reivindicação da ortodoxia brasileira no período que se segue aos primeiros quatro anos transcorridos desde o lançamento da URV centrava agora o seu foco no segundo quesito acima apresentado, no caso, a melhoria dos fundamentos da economia. Embora o tema da eliminação da indexação estivesse sendo superado, o tema da institucionalidade continuava em primeiro plano, só que, agora, o debate estava centrado na esfera da privatização.

Para que o déficit público fosse definitivamente controlado e a dívida pública tivesse estancada a sua trajetória de crescimento no longo prazo, seria necessário que o Estado abdicasse da posse de empresas estatais deficitárias, que oneravam o Tesouro Nacional. Da mesma forma, o setor público deveria também vender ao setor privado as empresas superavitárias visando obter receitas para abater parte da sua dívida, que já era significativa, e ainda poder se dedicar tão somente às suas funções tradicionais, tornando-se mais específico e, conseqüentemente, mais forte.

Também havia o argumento da ineficiência de alguns serviços prestados no Brasil por empresas estatais, e que emperravam o crescimento econômico do País, como seria o caso dos serviços de telecomunicações, energia, além de outros que se concentravam no setor de infraestrutura. Embora a privatização tenha sido um tema posto em discussão desde o início do período de alta inflação, mais precisamente, em 1981, foi a partir de 1995 que o tema ganhou esta conotação⁶⁰.

O tema central que interessava a ortodoxia no contexto do Plano Real estava centrado nos impactos das privatizações sobre a Dívida Líquida do Setor Público e sobre outros indicadores conexos, como o déficit público e a Necessidade de Financiamento do Setor Público⁶¹.

Mas havia outra frente não menos importante, no campo da institucionalidade, também relacionada com o ambiente fiscal, e que visava proporcionar ao Estado brasileiro um maior grau de transparência, controle e eficiência ao gasto público, principalmente no âmbito das unidades da federação e dos municípios, onde tradicionalmente estas características eram menos observadas. Iniciativas dessa natureza

⁶⁰ CYSNE, R. P.. Aspectos macro e microeconômicos das reformas brasileiras. Série Reformas Econômicas, CEPAL, 2000. Pg., 9/10.

⁶¹ CARVALHO, M. A. de S.. *Privatização: aspectos fiscais e dívida pública*. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro EPGE/FGV, 2001.

culminaram com eventos importantes no País, como a promulgação da Lei Camata, em 1995; e da Lei de Responsabilidade Fiscal no ano 2000.

Em qualquer das vertentes acima apresentadas havia uma preocupação comum, que seria melhorar os fundamentos fiscais da economia brasileira, visando proporcionar ao Banco Central um ambiente mais propício ao cumprimento do seu dever de executar com eficiência a política monetária, fazendo valer a meta nominal preestabelecida. Mesmo quando sabemos que naquele momento não se chegou a um ambiente fiscal ideal no Brasil, vários obstáculos estavam sendo removidos. Considerando as reivindicações da ortodoxia, a dinâmica percebida era de *avanços constantes*.

A substituição da meta nominal, no início de 1999 (da taxa de câmbio para a taxa de inflação) não parece ter acontecido por conta de fundamentos deteriorados, mas, talvez, muito mais, por ser um fenômeno que se alastrava para todos os países que adotavam algum tipo de controle explícito referente ao câmbio. Não havia no Brasil um debate expressivo, naquele momento, sobre a pertinência de substituir o câmbio por outra meta nominal. O foco da discussão era criar as condições fiscais para a aplicação eficiente dos instrumentos de política monetária.

4.2 Taxas de juros com gasto público excessivo

No início do ano de 1999, com a mudança da meta nominal a ser perseguida pelo Banco Central, quando a mesma deixou de ser o câmbio e passou a ser a inflação, um novo debate toma conta do País, atingindo os participantes do mercado, a academia e a política, tendo em vista que o centro das atenções se volta agora para a taxa de juros de curto prazo.

O cerne da discussão passa a ser o nível da taxa de juros que o Banco Central deve impor para alcançar a meta de inflação definida pelo Conselho Monetário Nacional. Considerando que o processo de privatização se deu com atraso, quando as contas públicas já haviam se deteriorado, a ponto do mesmo não lograr o efeito esperado; e considerando ainda que as despesas do setor público entraram na primeira década do Século XXI em uma trajetória crescente, havia agora a necessidade de um ajuste fiscal por parte do setor público brasileiro.

Deste modo, a ortodoxia brasileira passara a defender que o Banco Central não se abstraísse da decisão de colocar a taxa de juros no nível adequado para cumprir a meta de inflacionária que lhe fosse apresentada. Da mesma forma, em outra frente, a ortodoxia sustentava a necessidade de que a meta de inflação a ser definida para o País

se assemelhasse à média vigente nos países mais desenvolvidos. Isto requereria, obviamente, uma taxa de inflação cada vez mais baixa, além de uma postura cada vez mais implacável do BACEN na fixação do nível da taxa de juros.

Portanto, havia a adoção de uma postura, por parte da ortodoxia brasileira, que tendia a ser cada vez mais conflitiva com aquela adotada pelos defensores da ideia de que o Banco Central deveria estar voltado para uma meta real, tendo em vista que, para este grupo, a taxa de juros é uma variável determinante da dinâmica de outras variáveis importantes para o desempenho econômico do País, como é o caso do investimento, do nível de emprego e do nível de renda.

Ou seja, em primeiro lugar, a ortodoxia desejava metas para a inflação que tornasse o ambiente interno semelhante àquele que caracteriza os países mais avançados. Em segundo lugar, em um cenário com despesas públicas elevadas e em crescimento, como seria o caso brasileiro na primeira década do Século XXI, o Banco Central não deveria ter a responsabilidade de estabelecer a taxa de juros de curto prazo no nível condizente com a meta estabelecida para a inflação, qualquer que fosse o mesmo. O nível adequado da taxa de juros seria calculado à luz de Regra de Taylor⁶².

Este debate não era algo novo para os economistas brasileiros, pois a ortodoxia sempre reconheceu e defendeu que, em um ambiente no qual a política fiscal não colabora com a política monetária, prevalecendo o descontrole das contas públicas, o preço do combate à inflação é dado pelas elevadas taxas de juros que será imposta à sociedade. Senão vejamos:

Em princípio é possível praticar a austeridade monetária em meio a grandes déficits fiscais, o caso atual dos Estados Unidos. Apenas, o preço pode ser uma elevação insuportável das taxas de juros, capaz de destruir a sustentabilidade do controle da moeda⁶³.

Também, em um texto mais recente, esta ideia da necessidade de cooperação entre a política fiscal e a política monetária se apresenta mais uma vez como ponto de partida da reivindicação da ortodoxia brasileira, como forma de viabilizar a função do Banco Central em defender a sua meta nominal. A citação abaixo deixa ainda mais clara esta relação:

Jogos não cooperativos entre a autoridade fiscal e a monetária são frequentes. Quando a autoridade fiscal se dispõe a realizar déficits públicos elevados, impõe uma forte pressão à autoridade monetária. Esta pode reagir

⁶² MODENESI, A. M. Conservadorismo e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007). In: *Revista de Economia Política*. V. 31, n. 3 (123), pp. 415-434, julho-setembro/2011. Pp., 417-420.

⁶³ Cf., SIMONSEN, M. H.. Op. cit., pg., 16.

simplesmente financiando os déficits, o que leva ao caso clássico de uma "inflação fiscal", que se materializa com a expansão monetária acelerada gerando a coleta do "imposto inflacionário". Ou, alternativamente, pode entrar em um "jogo não cooperativo", no qual se recusa a financiar esses déficits (...). O que assistimos no Brasil, neste momento, não é um quadro agudo como este, embora ele já tenha ocorrido no passado. O que vemos é o Banco Central se submetendo a um "jogo cooperativo", no qual aceita o convite do governo para "cooperar" na tarefa de evitar uma valorização maior do real refreando-se de utilizar a taxa Selic na velocidade e na intensidade necessárias. Ao aderir a este "jogo", fatalmente conduzirá o Brasil a inflações persistentemente mais elevadas⁶⁴.

Algumas sugestões nesta mesma direção, ao longo do período de estabilidade vivida pelo País no período Pós-Real, são ainda mais específicas, conforme se observa no texto a seguir.

A sugestão – despojada de qualquer originalidade – de, em vez de continuar trabalhando com o conceito de “superávit primário”, escolhido a cada ano, deveríamos trabalhar com “superávits progressivos” que, no horizonte quatro ou cinco anos, produzam um déficit nominal zero, antecipariam uma forte redução na estrutura a termo nas taxas de juros e reduzia fortemente a relação Dívida Líquida/PIB, como sugerem muitos trabalhos empíricos⁶⁵.

Ou seja, o ajuste definitivo da situação fiscal da economia brasileira se torna fundamental, pois, na visão da ortodoxia, possibilita ao Banco Central manter a taxa de inflação em níveis adequados sem a necessidade de adotar taxas de juros extremamente elevadas, o que termina por gerar ônus apreciável para os diferentes setores da sociedade.

Mas surgem, neste período, outras frentes de reivindicação de reformas que possibilitem ao BACEN defender sua meta nominal sem maiores custos para a sociedade. Remover obstáculos que tornam a política monetária pouco efetiva no Brasil representa dessas frentes de maior prestígio. Exemplos de elementos que tornam a economia brasileira um caso especial, neste sentido, são: o fato de praticamente um terço dos preços que compõem o índice oficial de inflação ser formado por preços administrados (comunicação, energia, etc.); a baixa participação do crédito no PIB; a alta participação do volume de crédito direcionado no total do crédito, dentre outros fatores⁶⁶.

⁶⁴ Cf., PASTORE, A. C.. Um passo adiante outro atrás. Artigo publicado em O Estado de São Paulo em 24/04/2011.

⁶⁵ Cf., NETTO, A. D.. Déficit nominal zero. In: *Revista Economia & Tecnologia*. Ano 1, v. 2, julho-agosto, 2005. Pp., 8/9.

⁶⁶ Ver: MODENESI, A. M & MODENESI, R. L.. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. In: *Revista de Economia Política*. V. 32, n. 3 (128), pp. 389-411, julho-setembro/2012. Pp., 9/10.

A inflação brasileira no período que se segue ao ano de 1995, apesar de baixa para os nossos padrões históricos, ainda requer um grande esforço por parte do Banco Central (juros elevados) para ser mantida em tais padrões. Em parte, isto resulta de resquícios da indexação, como atesta a citação abaixo.

Deve-se ressaltar que cada variável que compõe os preços administrados tem diferentes políticas de reajustes, o que, por conseguinte, influencia outros preços livres ou administrados. Um atributo dos itens que compõem os preços administrados é que eles possuem baixa sensibilidade à oferta e à demanda, como, por exemplo, tarifas de energia e telefone fixo. Ademais, há a presença de um caráter inercial nos preços administrados, uma vez que os reajustes são feitos a partir de contratos atrelados à variação passada dos índices de preços⁶⁷.

Outra posição defendida pelos economistas que vislumbram um ambiente mais propício para a execução da política monetária parte do ponto de vista que, devido ao ambiente que não afasta a possibilidade de quebra de contratos, os agentes tendem a operar sempre numa perspectiva de curto prazo. Para reverter este quadro, mudanças institucionais seriam requeridas, de modo a facilitar a aplicação de poupanças no longo prazo, de forma que os riscos, e conseqüentemente os juros, pudessem ser reduzidos no País⁶⁸.

A defesa da tese de que a insegurança jurisdicional, característica de países como o Brasil, pode ser em grande medida responsabilizada pelas elevadas taxas de juros adotadas no País parte do argumento de que, a mesma, ao restringir a oferta de poupança de longo prazo, reduz, conseqüentemente, o volume de crédito disponível na economia. Tal crédito se resume àquele que é disponibilizado por instituições estatais. Tem-se assim uma economia com um número muito reduzido de instituições de crédito de longo prazo, além de elevados custos de intermediação financeira, criando um ambiente totalmente desfavorável para a política monetária e para o próprio investimento⁶⁹.

Ainda no campo da institucionalidade, com base no chamado novo consenso macroeconômico, também passa a ter forte relevância no pensamento brasileiro, principalmente a partir da década de 1990, o grupo que defendia a ideia de independência do Banco Central.

⁶⁷ Cf., MENDONÇA, H. F.. Metas para a inflação e taxas de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. Revista de Economia Política. V. 27, n. 3 (107), pp. 431-451, julho-setembro/2007, p. 437.

⁶⁸ MODENESI, A. M & MODENESI, R. L.. Op., cit., pp., 393-397.

⁶⁹ Ver: ARIDA, P; BACHA, E. & LARA-RESENDE, A., Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, F., GOLDFAJN, I., HERRERA, S. (orgs.). *Inflation targeting, debt and the Brazilian experience*. 1999 a 2003. Cambridge, MA: MIT Press, may, 2005.

Quanto mais o Banco Central for alvo de interesses políticos, mais difícil será fazer com que o mesmo se dedique inteiramente ao cumprimento de suas metas. Manter como foco o alcance de uma meta nominal, como é o caso de uma determinada taxa de inflação anual, fica mais difícil quanto maior for a deterioração de algumas variáveis reais, como emprego e renda. Em casos em que o desemprego se torna mais elevado, naturalmente, a política pressiona o Banco Central para que deixe de lado a inflação e se comprometa com a redução do desemprego.

Embora seja uma postura aparentemente louvável, para os economistas de inclinação ortodoxa isto contraria o sentido da própria existência de tal instituição, pois, no longo prazo, segundo os adeptos desta corrente, os danos superariam os ganhos resultantes de uma possível mudança de postura por parte do BACEN. Para evitar mudanças danosas como neste exemplo, o Banco Central deve ser preservado de influências dessa natureza.

O texto abaixo expressa bem o sentido de tornar o Banco Central independente, segundo os seus defensores.

...a preferência do banco central pela estabilidade dos preços é constante ao longo do tempo, ao passo que a do Tesouro é sujeita a choques políticos, aleatórios mas persistentes. Adicionalmente, a preferência média do Tesouro pela estabilidade dos preços é estritamente menor do que a do Banco Central⁷⁰.

Enfim, seja pelo fato de que o Banco Central possui, naturalmente, um nível de aversão à inflação maior que a média da sociedade, ou mesmo pelo fato de tal instituição possuir uma vocação natural para viabilizar um ambiente caracterizado pela estabilidade, a concepção de que esta instituição tem que ficar preservada de influências políticas ocasionais também tem sido uma das reivindicações da ortodoxia brasileira⁷¹.

Este grupo abre assim mais uma frente na batalha pelo objetivo de retirar as decisões do BACEN do seio das decisões políticas, de modo que o mesmo possa defender a sua meta nominal com maior ênfase, mesmo quando tal iniciativa venha a contrastar com interesses imediatistas, de natureza política, que nem sempre estariam comprometidos com a manutenção da estabilidade.

Existe uma série de outros posicionamentos de economistas brasileiros que podem ser perfeitamente atribuídos a grupos que demandam uma postura ortodoxa por

⁷⁰ Cf., RIGOLON, F.. *Independência do banco central: teoria e aplicações para o Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, abril de 1997. Pg., 22.

⁷¹ Ver: MENDONÇA, H. F.. *Teoria da independência do Banco Central: uma interpretação crítica*. In: *Revista de Estudos Econômicos*. V. 30, n. 1, pp. 101-127, janeiro-março/2000.

parte do Banco Central. Ou seja, posicionamentos que visam tornar o ambiente no qual se elabore a política monetária no Brasil, mais propício à defesa de uma meta nominal (e não de uma meta real) por parte da autoridade monetária. No entanto, estes argumentos e frentes de luta que foram expostos acima resumem bem as visões e reivindicações da ortodoxia brasileira nos diferentes contextos abordados neste ensaio.

5. Considerações finais

Os desenvolvimentos propostos ao longo do tempo para teoria quantitativa da moeda surgiram da necessidade de adaptá-la ao cenário econômico em constante mutação, além de servir como alicerce para a compreensão de alguns fenômenos econômicos, como é o caso da inflação.

Mesmo não sendo seguida na íntegra pelos economistas ortodoxos, como a sua recomendação de uma política focada em metas monetárias, a versão monetarista da TQM foi aquela que mais contribuiu para a formação do pensamento do grupo de economistas que neste trabalho foi denominado de ortodoxos, isto é, aqueles que defendem um Banco Central envolvido com uma meta nominal. Ideias como a neutralidade da moeda no longo prazo e a associação direta entre moeda e preços, que tanto influencia os economistas, são provenientes dos ensinamentos desta corrente.

No Brasil, em meio a um período tão conturbado, em termos de estabilidade de preços, pudemos observar que os economistas ortodoxos (embora não identificados neste trabalho, pois apenas nos ativemos a identificar a presença da ideia) estiveram mais envolvidos com a reivindicação de medidas que criassem os meios necessários para o bom funcionamento da política monetária, do que propriamente com a discussão de aspectos técnicos relacionados à política adotada.

Ou seja, na visão ortodoxa do cenário econômico brasileiro, a construção da estabilidade sempre foi mais dependente de ajustes institucionais, do que propriamente do modelo de política monetária adotada pelo Banco Central. Ficou evidente, neste trabalho, que a referida corrente atribui a inflação elevada e persistente da década 1980 e início da década de 1990 à presença de um ambiente institucional que dificultava a ação do Banco Central para viabilizar a estabilidade de preços. Leis de indexação, múltiplos orçamentos, etc. estavam no rol do arcabouço das institucionalidades que deveriam ser removidos.

No período mais recente, marcado por relativa estabilidade, a garantia de que a inflação não retornaria estava também centrada na possibilidade de novas mudanças institucionais, voltadas agora para novos eventos como Lei de Responsabilidade Fiscal, independência do Banco Central, dentre outras iniciativas.

Convém ressaltar que a ortodoxia brasileira não contesta a passagem de um regime de metas cambiais para um regime de metas inflacionárias. Não há grandes discordâncias quanto ao regime atualmente em vigor. Ao contrário, o posicionamento da ortodoxia converge na direção de sugerir mudanças que viabilizem um ambiente propício para que o Banco Central cumpra a meta de inflação (meta nominal) determinada pelo Conselho Monetário Nacional. Algumas discussões de natureza mais tecnicista, a respeito do sistema de metas de inflação se resumem a debates que rivalizam ortodoxos e heterodoxos, no qual os primeiros defendem ardentemente o regime em vigor no País⁷².

Embora não seja formada por um grupo que seja coeso e articulado, a ortodoxia brasileira propõe uma postura para o Banco Central que o vincula com metas nominais e, ao mesmo tempo, o afasta de manter seu foco em indicadores reais. De forma acertada, ou errônea, esta tem sido claramente, ao longo dos últimos anos, a posição da ortodoxia brasileira.

⁷² Sobre esses debates, consultar: CARVALHO, F. C.. Teorias e políticas monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil. In: *Revista Econômica*. Dossiê. Rio de Janeiro: V. 6, n. 2, dezembro, 2004.

REFERÊNCIAS

ARIDA, P; BACHA, E. & LARA-RESENDE, A.. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, F., GOLDFAJN, I., HERRERA, S. (orgs.). *Inflation targeting, debt and the Brazilian experience*. 1999 a 2003. Cambridge, MA: MIT Press, may, 2005.

ARNON, A. *Monetary Theory and Policy from Hume and Smith to Wicksell. Money, Credit, and the Economy*. New York: Cambridge University Press, 2011.

BARBOSA, F. H.. A indexação dos ativos financeiros: a experiência brasileira. *Ensaio Econômicos*. n. 194. Rio de Janeiro: EPGE/FGV, agosto/1992.

BARBOSA, F. H & GIAMBIAGI, F.. Ajuste fiscal de 1990/1993: uma análise retrospectiva. In: *Revista Brasileira de Economia*, v., 49, n., 3, julho/setembro, 1995.

BLANCHARD, O. J.. Is there a core of usable macroeconomics? In: *The American Economic Review*, vol., 87, n. 2, pp., 244-246, May, 1997.

BLINDER, A. S.. Is there a core of practical macroeconomics that we should all believe? In: *The American Economic Review*, vol., 87, n. 2, pp., 240-243, May, 1997.

BRESSER-PEREIRA, L. C.. A teoria da inflação inercial reexaminada. In REGO, J. M.. (org.). *Aceleração Recente da Inflação*. São Paulo: Editora Bernal, 1989.

CAMARGO, J. M.. Salário real e indexação salarial no Brasil: 1969/81. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. 14(1), 137-160, abril/1984.

CARVALHO, F. C.. Teorias e políticas monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil. In: *Revista Econômica*. Dossiê. Rio de Janeiro: V. 6, n. 2, dezembro, 2004.

CARVALHO, F. C & et alli. *Economia monetária e financeira. Teoria e política*. 2 ed., Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007.

CARVALHO, M. A. de S.. *Privatização: aspectos fiscais e dívida pública*. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro EPGE/FGV, 2001.

CYSNE, R. P.. Aspectos macro e microeconômicos das reformas brasileiras. Série Reformas Econômicas, CEPAL, 2000.

DORNELLES, F.. Ajuste fiscal do Plano Collor. *Revista Brasileira de Economia*. V. 45 (espec.), 260-3, janeiro/1991.

EICHENGREEN, B & WYPLOSZ, C.. *The unstable EMS*. April, 1993. Disponível em: http://flora.insead.edu/fichiersti_wp/inseadwp1993/93-38.pdf.

FISHER, I. *The purchasing Power of Money, its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. Cap. 3, pp., 29-39. The Online Library of Liberty. A Project of Liberty Fund Inc.. <http://oll.libertyfund.org/tittle/1165>.

FRIEDMAN, M. A Teoria Quantitativa da Moeda – uma reafirmação. In: CARNEIRO, R. (Org.). *Os clássicos da Economia*. Vol., 2. São Paulo: Ed., Ática, 1997.

FRIEDMAN, M. O papel da política monetária. In: CARNEIRO, R. (Org.). *Os clássicos da Economia*. Vol., 2. São Paulo: Ed., Ática, 1997.

FROYEN, R. T. *Macroeconomia*. 5 ed., São Paulo: Saraiva, 2006.

GIAMBIAGI, F. & PEREIRA, P. L. V.. Financiamento do déficit público e inflação: um modelo para o caso brasileiro. *Texto para Discussão n. 169*. Rio de Janeiro: IPEA, agosto/1989.

HORN, C. H. Negociações coletivas, indexação oficial e inflação: uma análise dos salários negociados na indústria do Rio Grande do Sul. 1978-95. *Ensaio FEE*, V. 26, n. 1, pp. 505-542, junho/2005.

HORTA, M, H.. Atribuições das autoridades monetárias no Brasil e formulação do Orçamento Monetário. *Texto para Discussão Interna*, n. 36. Brasília: IPEA, julho/1981.

LANDAU, E. & PEIXOTO, S.. Inflação, indexação e preços relativos: novas evidências para o Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**. V. 22, n. 1, pp. 125-168, abril/1992.

LOPES, C, M & MOURA, J. G.. Mudanças cambiais na primeira fase do Plano Real. In: *Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política*, Curitiba, 2002.

MENDONÇA, H. F.. Teoria da independência do Banco Central: uma interpretação crítica. In: *Revista de Estudos Econômicos*. V. 30, n. 1, pp. 101-127, janeiro-março/2000.

MENDONÇA, H. F.. Metas para a inflação e taxas de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. **Revista de Economia Política**. V. 27, n. 3 (107), pp. 431-451, julho-setembro/2007.

MODENESI, A. M.. Conservadorismo e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007). In: *Revista de Economia Política*. V. 31, n. 3 (123), pp. 415-434, julho-setembro/2011.

MODENESI, A. M & MODENESI, R. L.. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. In: *Revista de Economia Política*. V. 32, n. 3 (128), pp. 389-411, julho-setembro/2012.

NETTO, A. D.. Déficit nominal zero. In: *Revista Economia & Tecnologia*. Ano 1, v. 2, julho-agosto, 2005.

NUNES, S, P, & NUNES, R. C.. O processo orçamentário na Lei de Responsabilidade Fiscal: instrumento de planejamento. Disponível em: http://www.uberaba.mg.gov.br/portal/acervo/orcamento/boletins/O_Processo_orcamentario_na_LRF_instrumento_de_planejamento.pdf. Acesso em 15/05/2013.

PASTORE, A. C.. Déficit público, a sustentabilidade do crescimento das dívidas interna e externa, senhoriação e inflação: uma análise do regime monetário brasileiro. In: *Revista de Econometria*. V.14, n. 2, pp. 177-234, março/1995.

PASTORE, A. C.. Por que a política monetária perde eficácia? In: *Revista Brasileira de Economia*. V. 50 (3), pp. 281-311, 1996.

PASTORE, A. C.. Um passo adiante outro atrás. Artigo publicado em O Estado de São Paulo em 24/04/2011.

RESENDE, A. L.. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. *Revista de Economia Política*. V. 5, n. 2, abril-junho/1985.

RIGOLON, F.. *Independência do Banco Central: teoria e aplicações para o Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, abril de 1997.

ROMER, D. *Advanced Macroeconomic*. 3 ed., New York: McGraw-Hill, 2006.

SACHS, J. & ZINI JR., A.. A inflação brasileira e o Plano Real. *Revista de Economia Política*. V. 15, n. 2 (58), abril-junho/1995.

SAYAD, J.. Observações sobre o Plano Real. In: *Estudos Econômicos*, vol., 25 (n. esp.), 1995/1996.

SIMONSEN, M. H. A inflação brasileira: lições e perspectivas. In: *Revista de Economia Política*. V. 5, n. 4, outubro-dezembro/1985.

TEIXEIRA, A. M. & MISSIO, F. J.. O “novo” consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa. In: *Economia & Sociedade*, Campinas, vol., 20, n., 2 (42), pp., 273-297, Agosto, 2011.

TAYLOR, J. B.. A core of practical macroeconomics. In: *The American Economic Review*, vol., 87, n. 2, pp., 233-235, May, 1997.

TAYLOR, J. B.. Teaching modern macroeconomics at the principles level. In: *The American Economic Review*, vol., 90, n. 2, pp., 90-94, May 2000.

VALOR ECONÔMICO, Entrevista André Lara Resende, 26/04/2013.