



1290000753



TCC/UNICAMP M348i



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA

# TEMA : INDEXAÇÃO E INFLAÇÃO NO BRASIL NOS PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO : O PAPEL DOS AGENTES PRIVADOS.

EDUARDO CÉSAR VAQUERO MARQUES

Monografia realizada sob  
orientação da Prof. Dra. Maria  
Alejandra Caporale Madi, tendo  
como banca a Prof. Dra. Mônica  
Baer.

Campinas, junho de 1995. ✓

TCC/UNICAMP  
M348i  
IE/753

**CEDOC/IE**

"A massa de pobreza e de desigualdade é tão grande e as exigências constrangedoras da acumulação capitalista tão imperiosas, que seria uma loucura esperar do capitalismo a solução dos nossos problemas e dilemas humanos. A reforma capitalista do capitalismo está fora do nosso alcance, digam o que disserem os donos da ordem e os seus mais fiéis servidores da *intelligentsia* e da tecnocracia."

(Florestan Fernandes)

## AGRADECIMENTOS

A realização deste trabalho não seria possível sem a paciência e a orientação da Prof.<sup>a</sup> Alejandra, que confiou no projeto e tornou possível sua conclusão, apesar dos percalços que a vida nos reserva - pautada por momentos de dúvida, angústia e ansiedade.

Agradeço também à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo, que oferecendo uma bolsa-pesquisa por este trabalho, injetou mais estímulo para que pudesse superar os obstáculos.

À Prof.<sup>a</sup> Mônica Baer, também, não poderia deixar de agradecer, por suas sugestões e por aceitar participar da banca qualificadora.

Finalmente, agradeço a todos aqueles que indiretamente auxiliaram na realização deste trabalho - em especial aos funcionários do CEDOC / IE e aos meus colegas, que através de inúmeras conversas, abriram espaço para importantes conclusões.

Aos meus pais e irmãos, o sentimento de carinho é especial, por terem possibilitado que eu seguisse o "caminho" em que agora me encontro.

## ÍNDICE

|                                                              |          |
|--------------------------------------------------------------|----------|
| <b>Os limites epistemológicos da ciência econômica .....</b> | <b>2</b> |
|--------------------------------------------------------------|----------|

|                           |          |
|---------------------------|----------|
| <b>Apresentação .....</b> | <b>4</b> |
|---------------------------|----------|

## **CAP.1 - O DEBATE ACERCA DA INDEXAÇÃO NO BRASIL NOS ANOS 80.**

|                                                                                                                                              |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1.1 - Introdução .....</b>                                                                                                                | <b>6</b>  |
| <b>1.2 - Antecedentes do debate .....</b>                                                                                                    | <b>10</b> |
| <b>1.3 - Três visões a respeito do papel da indexação no Brasil</b>                                                                          |           |
| 1.3.1. A visão monetarista : o papel do Estado no sistema de<br>indexação brasileiro.....                                                    | 15        |
| 1.3.2. A visão inercialista : a relação entre a indexação e a<br>manutenção da inflação                                                      |           |
| 1.3.2.1. Introdução .....                                                                                                                    | 18        |
| 1.3.2.2. O combate à rigidez inflacionária : o<br>"choque heterodoxo" de Francisco Lopes e a "moeda indexada" de André Lara Resende<br>..... | 20        |
| 1.3.2.3. A contribuição de Luis C. Bresser<br>Pereira.....                                                                                   | 23        |
| 1.3.3. A visão institucionalista : as alterações dos mecanismos<br>de indexação.....                                                         | 26        |
| <b>1.4. Conclusão.....</b>                                                                                                                   | <b>29</b> |

## **CAP.2 - REGIME DE EXPECTATIVAS E COMPORTAMENTO DOS AGENTES NUM CONTEXTO DE INDEXAÇÃO.**

|                                                                         |           |
|-------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>2.1. Introdução.....</b>                                             | <b>33</b> |
| <b>2.2. Monetaristas, inercialistas e expectativas adaptativas.....</b> | <b>35</b> |
| <b>2.3. Institucionalistas, expectativas racionais e condicionadas</b>  |           |
| 2.3.1. Introdução.....                                                  | 39        |
| 2.3.2. O regime de expectativas racionais.....                          | 40        |
| 2.3.3. Incerteza e expectativas condicionadas.....                      | 42        |
| <b>2.4. Conclusão.....</b>                                              | <b>47</b> |

## **CAP.3 - AS EXPERIÊNCIAS DE DESINDEXAÇÃO NO BRASIL NOS ANOS 80.**

|                                                                               |           |
|-------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>3.1 Introdução.....</b>                                                    | <b>51</b> |
| <b>3.2. A primeira tentativa de desindexação : o Plano Cruzado</b>            |           |
| 3.2.1. Introdução.....                                                        | 52        |
| 3.2.2. Os problemas na conversão e no congelamento de preços e contratos..... | 53        |
| 3.2.3. A condução da desindexação e o surgimento de uma nova indexação.....   | 55        |
| <b>3.3. A segunda tentativa de desindexação : o Plano Verão</b>               |           |

|                                                                          |    |
|--------------------------------------------------------------------------|----|
| 3.3.1. Introdução.....                                                   | 60 |
| 3.3.2. Os problemas da heterodoxia e da ortodoxia do Plano<br>Verão..... | 62 |
| 3.3.3. Desindexação e aperfeiçoamento da nova indexação<br>.....         | 64 |
| 3.4. Conclusão.....                                                      | 67 |
| CAP.4 - CONCLUSÕES FINAIS.....                                           | 68 |

## TABELAS

## BIBLIOGRAFIA

## • Os limites epistemológicos da ciência econômica

Adam Smith, ao comentar seu encontro com o primeiro-ministro britânico, William Pitt (que teceu grandes elogios sobre "A Riqueza das Nações"), observou: "*Mas que homem extraordinário este Pitt, ele me fez entender as minhas próprias idéias melhor do que eu as entendia antes.*"<sup>1</sup>

Muito mais do que a simples observação dos fatos, são as convicções internas que têm provocado o debate entre as diversas correntes da teoria econômica ao longo do tempo.

Devemos reconhecer que a maneira mais corriqueira de expressarmos as convicções pessoais, por meio da teoria econômica, está na seleção dos fatos que comprovem adequadamente a tese inicial.

O reconhecimento das variáveis principais (responsáveis pelas causas de qualquer fenômeno econômico observado) e secundárias (que responderiam às primeiras), apresenta-se como ponto central de discordância e, portanto, cerne das diferentes interpretações teóricas.

Na medida em que as distintas teorias econômicas são depuradas de diversas maneiras pelos *policy makers*, outra dificuldade se impõe à esfera econômica.

Resumindo, nenhum programa de pesquisa em Economia conseguiu ligar de maneira definitiva e incontestável a teoria pura à teoria aplicada, derivando políticas econômicas de completa eficácia.

A existência do tempo e do espaço, com certeza, sempre apareceram como grande limitadores do raio de ação de qualquer intervenção científica ou política.

---

<sup>1</sup> FONSECA, Eduardo Gianetti da. Liberalismo e a entropia das informações. (FOLHA DE SÃO PAULO - 17/04/94).

Descartamos, desde já, a ambição em superar tais limites epistemológicos, compreendendo que a ciência econômica encontra-se extremamente distante do seu "juízo-final".

## APRESENTAÇÃO

O principal objetivo deste trabalho resume-se a uma análise detida sobre os mecanismos de indexação no Brasil a partir dos anos 80.

Ressaltaremos, primeiramente, uma mudança no papel desempenhado pelos mecanismos de indexação, mudança esta marcada por uma alteração na relação entre a indexação e o processo inflacionário brasileiro a partir da segunda metade dos anos 80.

Partindo de uma inflação crônica<sup>2</sup> para uma inflação acelerada, os anos 80 assistiram à permanência e generalização de mecanismos indexadores. Este cenário nos permite atribuir um caráter central aos agentes econômicos privados.

Tendo como referencial teórico a corrente pós-keynesiana, procuraremos demonstrar de que maneira os agentes privados se manifestaram e influíram na generalização, transformação e manutenção dos mecanismos de indexação ao longo dos anos 80.

Salientaremos, portanto, a participação dos agentes privados na imposição de entraves às tentativas de desindexação implementadas na última década.

A partir destas intenções mais gerais, o primeiro capítulo busca reconstituir e organizar logicamente o debate teórico que se desenvolveu a respeito da indexação na economia brasileira<sup>3</sup>, apontando para uma análise crítica das posições mais relevantes.

---

<sup>2</sup> inflação crônica: elemento intermediário entre os processos de inflação moderada e hiperinflação - processo de alta generalizada dos preços em ritmo mais acelerado e por um período de tempo suficientemente longo para que sejam desenvolvidos mecanismos generalizados de indexação retroativa dos contratos. (ver LARA RESENDE, André. (1989). Da inflação crônica à hiperinflação: observações sobre o quadro recente.)

<sup>3</sup> debate este que torna-se mais consistente a partir dos anos 80.

Para tanto, elaboraremos uma classificação baseada nos autores que se detiveram mais claramente na análise da indexação brasileira ao longo dos anos 80.

Esta classificação reconhecerá três visões distintas (a respeito dos mecanismos de indexação) a partir de dois pontos básicos : a relação dos mecanismos de indexação com o processo inflacionário brasileiro e os agentes relevantes (principais) atuantes neste meio.

Diante destas diferentes visões, constataremos a existência de alterações importantes no papel desempenhado pelos mecanismos de indexação, bem como a participação relevante dos agentes econômicos privados neste processo.

Considerando as distintas posições relacionadas de forma crítica no primeiro capítulo, analisaremos os diversos processos de formação de expectativas contidos na tomada de decisão dos agentes econômicos em indexar preços e contratos. Através da fundamentação microeconômica, o segundo capítulo pretende construir uma hipótese para o regime de expectativas inerente aos agentes privados, capaz de proporcionar a estes últimos uma atuação decisiva - interagindo com os mecanismos de indexação.

No terceiro capítulo, examinaremos duas experiências heterodoxas - Plano Cruzado e Verão - vividas a partir da segunda metade dos anos 80, identificando o fracasso das tentativas de desindexação com a atuação dos agentes privados neste meio.

A conclusão relacionará o fracasso das políticas heterodoxas de estabilização com a incapacidade de perceber o "novo" papel que os mecanismos de indexação passam a cumprir ; apontando para as limitações dos planos que visam romper com a indexação simplesmente para acabar com a "memória inflacionária".

## **CAPÍTULO 1 : O DEBATE ACERCA DA INDEXAÇÃO NO BRASIL NOS ANOS 80.**

"indexação" qualquer regra de reajuste periódico de um valor nominal que pretenda impedir a erosão inflacionária de um valor real correspondente"<sup>4</sup>. (Definição inercialista)

### **1.1. INTRODUÇÃO.**

Tendo como características básicas da economia brasileira, na segunda metade dos anos 80, a "inflação cronicamente acelerada" e a generalização dos mecanismos de indexação, este capítulo pretende reconstituir o debate sobre a indexação - que se realiza, sempre, de maneira subjacente às explicações sobre as características do processo inflacionário brasileiro.

Tal reconstituição faz-se necessária quando nos deparamos com a visão, muito freqüente, de que os mecanismos de indexação atenuariam e, ao mesmo tempo, perpetuariam o processo inflacionário brasileiro.

Diante deste duplo efeito, a desindexação assume posição central na elaboração e aplicação dos "planos heterodoxos" nos anos 80.

O fracasso destas tentativas em eliminar, de maneira sustentável, o processo inflacionário brasileiro e os mecanismos de indexação nos remete à necessidade de reavaliar as explicações que embasaram tais intervenções heterodoxas.

Para tanto, o exame da **teoria inercialista** - que se manteve hegemônica ao longo dos anos 80 e inspirou os planos heterodoxos brasileiros - representa o primeiro passo para a reconstituição do papel da indexação na economia brasileira.

---

<sup>4</sup> LOFES, Francisco. (1986). O choque-heterodoxo.

Sua originalidade está em estabelecer como característica principal do processo inflacionário brasileiro um componente inercial. A inflação brasileira, logo, se propagaria ao longo do tempo através da indexação, decorrente de um rígido comportamento dos agentes econômicos: na presença de altas taxas de inflação, estes buscariam "apenas recompor o pico prévio de renda real"<sup>5</sup>, indexando seus valores à inflação passada.

O debate inercialista que se desenvolve no início dos anos 80 - liderado por Francisco Lopes, André Lara Resende, Pêrsio Arida e Luís Carlos Bresser Pereira - reconhece papel principal aos mecanismos de indexação na **manutenção da inflação brasileira**.

Na **abordagem monetarista** desenvolvida por Fernando de Holanda Barbosa, observa-se o **papel secundário que é atribuído aos mecanismos de indexação em relação ao processo inflacionário brasileiro**. Nesta visão, o componente inercial não é tão importante para explicar o processo inflacionário brasileiro, mas sim os choques de demanda e as políticas monetárias e fiscais implementadas pelo Estado - causadores da aceleração inflacionária.

Quanto aos mecanismos de indexação, sua participação na aceleração da inflação está ligada extritamente à capacidade do Estado em empreender alterações discricionárias nas regras de indexação.

Em outra abordagem, através da reconstituição do processo brasileiro de indexação, **Luís Carlos Mendonça de Barros** analisa como as políticas econômicas (sobretudo a monetária) perdem sua eficácia em uma economia que, para se defender da aceleração inflacionária, desenvolve a instituição da "moeda indexada". As **transformações vividas pelos mecanismos de indexação**

---

<sup>5</sup> LARA RESENDE, A. (1984). A moeda-indexada : uma proposta para eliminar a inflação inercial. (Texto para discussão - PUC/RJ).

explicitadas pelo autor diferencia seu posicionamento dos anteriores, possibilitando que tomemos esta visão como **institucionalista**.

Partindo-se de uma análise crítica destes três diferentes enfoques a respeito da indexação - monetarista, inercialista e institucionalista - procuramos formular um novo papel desempenhado pelos mecanismos de indexação, marcado pela atuação contundente dos agentes econômicos privados.

Faz-se necessário esclarecer que, buscando apreender o papel desempenhado pelos mecanismos de indexação, não nos deteremos nas diversas explicações sobre as causas do processo inflacionário brasileiro<sup>6</sup> (tema este exaustivamente explorado pela literatura econômica).

Apesar das dificuldades contidas nesta tarefa, pretendemos inverter a ordem dos temas, isto é, através de uma análise crítica dos autores que mais se manifestaram sobre a indexação no Brasil nos anos 80, tentaremos compreender sua dinâmica. Desta maneira, estaremos enfatizando a indexação no Brasil sem os "filtros" das diversas posições ideológicas existentes na análise das causas da inflação.

Resumindo, esta foi a maneira encontrada para analisarmos os mecanismos de indexação como eles são e como se desenvolveram, e não como eles deveriam ser ou não ser - problema frequente dos debates em teoria econômica.

Compreendendo melhor o papel desempenhado pelos mecanismos de indexação - que ao se generalizar rapidamente, ocupou o centro do debate econômico mas permaneceu carente de fundamentações teóricas - saberemos quais as inconscistências desta ou daquela explicação sobre a inflação brasileira nos anos 80.

---

<sup>6</sup> Os autores contidos na classificação que se segue, terão suas visões acerca das causas da inflação brasileira resumidas ao longo do texto. Lembramos que a escolha destes autores se deu por possuírem uma abordagem mais consistente a respeito da indexação brasileira, e não por serem, necessariamente, representantes centrais desta ou daquela corrente sobre as causas da inflação brasileira.

Cumpra, agora, expormos o primeiro debate que se formou a respeito da indexação no Brasil, para depois, enumerarmos as três visões que se consolidaram nos anos 80.

## 1.2. ANTECEDENTES DO DEBATE.

Apesar de a indexação formal ser introduzida no Brasil através da Reforma Financeira de 1964<sup>7</sup> - implementada pelos então ministros Roberto Campos (da Fazenda) e Otávio Gouveia de Bulhões (do Planejamento) -, algum tempo se levaria até que este instrumento despertasse a atenção dos economistas brasileiros enquanto objeto de estudo.

Podemos explicar tal defasagem, fundamentalmente, devido às baixas taxas de inflação que a economia brasileira ostentou ao longo dos anos sessenta e início da década de setenta.<sup>8</sup> Faz-se necessário acrescentar, porém, que além do controle da inflação, os instrumentos de indexação mantiveram-se restritos aos contratos financeiros de longo prazo, impostos e salários. Não se colocavam para os agentes, portanto, condições para um estímulo contundente à indexação.

Durante o período do "milagre brasileiro" (1967-1973), o mercado financeiro interno permaneceu otimista, sobretudo devido às altas taxas de crescimento da economia e às baixas taxas de inflação<sup>9</sup>. Neste cenário, sob o comando do ministro da Economia Delfim Netto, os agentes dirigiram-se para o cruzeiro - que firmou-se como moeda confiável. A prática da indexação não se colocava para os agentes como uma decisão racional<sup>10</sup> nem mesmo nos contratos financeiros, já que a

<sup>7</sup> que criou "uma moeda de referência legal, a ORTN (Obrigação Reajustável do tesouro Nacional), que tinha seu valor corrigido mensalmente em função de um índice de preços internos, o IGP (FGV)", também criou um título público da mesma forma denominado de "Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional, único contrato durante algum tempo que permaneceu indexado à variação da ORTN". ver MENDONÇA DE BARROS, L.C. (1993). A moeda indexada: uma experiência brasileira. (Revista Economia e Sociedade - UNICAMP).

<sup>8</sup> ver MENDONÇA DE BARROS, L.C. (1993). *Op.cit.*

<sup>9</sup> o governo havia instituído o sistema de minidesvalorizações cambiais.

<sup>10</sup> como exemplo, os poupadores preferiam os títulos financeiros denominados na moeda oficial, ficando a ORTN (títulos públicos indexados à correção monetária - "moeda financeira indexada") restrita a alguns Fundos de Poupança Compulsória (FGTS, FIS, PASEP).

tendência da inflação era de queda e o "juro real embutido nos contratos era quase sempre positivo e maior *ex post* do que *ex ante*"<sup>11</sup>.

Com o primeiro "Choque do Petróleo" (1973) e o salto das taxas de inflação, as incertezas quanto ao futuro se exacerbaram, fazendo com que os agentes econômicos (investidores) "descobrissem" as vantagens da indexação de contratos (especialmente os financeiros) e preços<sup>12</sup>.

No início dos anos setenta, surgem as primeiras controvérsias sobre os mecanismos de indexação no Brasil. O foco do debate teórico e político que se trava consiste na relação causal entre a indexação (ou correção monetária) e a realimentação do processo inflacionário brasileiro.<sup>13</sup>

Enquanto Fernando Holanda Barbosa, José Senna e Cláudio Contador, via estimativas econométricas, destacavam que a indexação não contribuía para a manutenção da inflação - com a concordância de Roberto Campos, um dos criadores da correção monetária - uma outra vertente, liderada por Mário Henrique Simonsen, procurava analisar de que maneira a indexação influa na realimentação inflacionária.

Para Simonsen (1970)<sup>14</sup>, a inflação brasileira teria um **componente autônomo** - independente da inflação do período anterior, relativo aos reajustes arbitrários ou de natureza acidental -, um **componente de realimentação** - decorrente da necessidade dos agentes manterem sua participação no produto nacional apesar da inflação passada - e um **componente de regulação pela demanda** - "quando o ritmo de crescimento da demanda fosse maior que o crescimento da capacidade produtiva é possível que a taxa de inflação seja

<sup>11</sup> "Havia, inclusive, uma decisão do Superior Tribunal Federal que convalidava a exclusão da correção monetária no cálculo dos juros". Ver MENDONÇA DE BARROS, L.C. (1993). *Op.cit.*

<sup>12</sup> no mercado financeiro isto se deu através da procura por contratos com correção monetária - indexados à ORTN, já que esta havia ganhado credibilidade diante da perfeita aderência à inflação registrada até 1973.

<sup>13</sup> VIANNA, Pedro Jorge R. (1984). Inflação x Indexação: uma contribuição ao tema. (FIBO).

<sup>14</sup> SIMONSEN, M.H. (1970). Inflação: gradualismo versus tratamento de choque.

impelida além daquilo que seria justificado pela superposição dos componentes autônomos e de realimentação”.

Os modelos econométricos elaborados por Contador, Barbosa e Senna, apresentando inconsistências internas - decorrentes de seu caráter demasiadamente restritivo ou simplificado - fizeram com que as “evidências de que a indexação não realimentava a inflação” perdessem espaço ao longo dos anos 70.

Mário Henrique Simonsen, ao contrário, procurava ressaltar (através da constatação histórica) que a indexação consistia em uma perigosa solução: durante o período do “milagre econômico” enquanto a indexação “apenas engatinhava”, a inflação brasileira conhecia uma de suas quedas mais acentuadas (de 90% a.a. para 25% a.a.) .

Esta controvérsia se definiria em favor da vertente instaurada por Simonsen, que imputando à indexação a realimentação inflacionária brasileira, inauguraria o marco inicial das explicações inercialistas.

Em 1976, Mário Henrique Simonsen, ocupando o ministério da Fazenda e seguindo suas convicções teóricas, alteraria pela primeira vez a fórmula de cálculo da correção monetária, e portanto, da indexação de contratos, preços e ativos. “Segundo o ministro, a projeção para o futuro próximo da inflação passada, que estava implícita na forma de calcular a correção monetária, levava os agentes econômicos a considerar este número como o piso da inflação. Sua sugestão era utilizar a mesma sistemática que já havia sido incorporada aos reajustes salariais, isto é, calcular o valor futuro da ORTN parte em relação ao passado e parte em função de uma taxa projetada de inflação”.<sup>16</sup>

Tal episódio, entretanto, provocou uma quebra de confiança por parte dos agentes econômicos quanto à eficácia da correção na defesa dos valores perante a

<sup>16</sup> MENDONÇA DE BARROS, L.C. (1984). Indexação e desindexação : debate a ser retomado. (Fundação SEADE).

inflação. O mito da correção monetária plena estava, agora, completamente abalado; levando os investidores para o dólar (como única moeda confiável) e para outros ativos disponíveis indexados ao dólar.<sup>16</sup>

Este período, que se convencionou chamar de "dolarização da economia", acabou por gerar fortes pressões sobre o câmbio - que não acompanhava a inflação interna (sobrevalorizando o cruzeiro).

Desgastado, Mário Henrique Simonsen foi substituído pelo ex-ministro Delfim Netto (agora na pasta do Planejamento) em 1979. Suas primeiras medidas alteraram completamente o sistema de indexação formal, tabelando os juros, maxidesvalorizando o câmbio em 30% e pré-fixando as correções monetária e cambial.

O estado de confiança dos agentes econômicos, que já havia sido abalado, sofreu outro impacto negativo. Os recursos disponíveis, mais uma vez, desviaram-se da caderneta de poupança para os ativos de risco e para o consumo de bens duráveis. Diante deste quadro, as taxas de inflação não recuaram, atingindo o patamar de 100% a.a.

Coube ao governo abandonar os aspectos "heterodoxos" (pré-fixação da correção monetária, da correção cambial e tabelamento dos juros) e reindexar novamente a economia segundo a inflação passada.

Ironicamente, enquanto a tese da realimentação inflacionária através da indexação ganhava espaço no debate teórico, todas as iniciativas políticas em "quebrar" este mecanismo de propagação da inflação no tempo haviam malogrado (com Simonsen e Delfim); aumentando a incerteza dos agentes econômicos e aumentando as taxas de inflação. O grau de influência das alterações dos

<sup>16</sup> MENDONÇA DE BARROS, L.C. (1984). *Op.cit.*

A CRTN com cláusula cambial, título que se encontrava "esquecido" durante muitos anos devido ao otimismo que reinou em grande parte das décadas de 60 e 70 na economia brasileira, permitia que seu resgate incorporasse a correção de seu valor pela variação do dólar em relação ao cruzeiro.

mecanismos de indexação e da reação dos agentes econômicos no processo inflacionário permanecia razoavelmente difuso diante da existência dos inúmeros “choque externos” - notadamente do preço das matérias primas (petróleo) e dos juros internacionais ocorridos na passagem da década de 70 para os anos 80.

A “síndrome da profecia autocumprida” baseada na persistência da indexação, porém, alimentava as explicações heterodoxas (inercialistas) sobre a inflação brasileira; que ganhariam forças nos anos oitenta e orientariam os planos de estabilização vindouros.

### 1.3. TRÊS VISÕES A RESPEITO DO PAPEL DA INDEXAÇÃO NO BRASIL.

#### 1.3.1. A visão monetarista : o papel do Estado no sistema de indexação brasileiro.<sup>17</sup>

Admitindo que a inflação brasileira tem como principais causas as políticas monetária - provenientes de um aumento exógeno da oferta monetária -, fiscal - decorrentes da falta de controle do orçamento público, com aumentos do gasto público sem cobertura de imposto, aumentando o déficit público - e os "choques de oferta" dos preços agrícolas e dos produtos derivados do petróleo, Fernando Holanda Barbosa pode ser destacado como autor principal no "tratamento monetarista" da indexação brasileira nos anos 80.

Esta corrente teria as explicações para a inflação brasileira fundamentadas nos "choques de oferta" e nas ações correlatas empreendidas pelo governo, responsáveis pelas variações dos preços relativos. Mais especificamente, o segundo "choque do petróleo"(1979), a "quebra" das safras agrícolas e as desvalorizações reais da taxa de câmbio - marcadas pelas alterações da política cambial através de duas maxidesvalorizações (1979 e 1983) e uma pré-fixação (1980) - seriam as raízes da inflação no Brasil.

Resumindo, mesmo imputando à inflação brasileira do início dos anos 80 algum componente de realimentação, a condução das políticas monetária, fiscal e os "choques de oferta" seriam mais importantes para se entender a inflação no longo prazo<sup>18</sup>, preocupação recorrente dos monetaristas.

---

<sup>17</sup> HOLANDA BARBOSA, F. de. (1993). A indexação dos ativos financeiros : a experiência brasileira. (Revista brasileira de economia).

<sup>18</sup> isto porque a realimentação de hoje refletiria as políticas monetária e fiscal do passado remoto até o presente.

Contrapondo-se aos conceitos de realimentação inflacionária propostos originariamente por Simonsen e endossadas pelos inercialistas<sup>19</sup>, Holanda Barbosa, mesmo analisando exaustivamente os diversos mecanismos de indexação presentes na economia brasileira, atribuirá a estes um papel apenas secundário.

Procurando fazer distinções entre os mecanismos de indexação por meio dos quais o governo controla a fixação de preços e salários - realizando políticas de renda - e a **indexação** propriamente dita, enquanto negociação dos contratos em termos reais por parte dos agentes econômicos privados, o autor acaba se detendo no primeiro tipo de instrumentos.

Enfatizando as alterações discricionárias nas regras dos instrumentos de indexação salarial, cambial e monetária sob controle do governo<sup>20</sup>, os "expurgos" de índices, pré-fixação e alteração das cláusulas de indexação observadas colocam o Estado, mais uma vez, como o principal responsável pelo processo inflacionário.

Enquanto instrumentos de política de renda, os mecanismos de indexação, a medida que tivessem suas regras alteradas pelo governo, aumentariam as incertezas quanto às taxas de inflação esperadas, gerando expectativas aceleracionistas da inflação.

A indexação enquanto instrumento utilizado na negociação de contratos por parte dos agentes privados ficaria circunscrita a um componente realimentador ou inercial da inflação; onde apenas a inflação passada efetiva guiaria o comportamento dos agentes.

Resumindo, ao enfatizar a responsabilidade do Estado na relação entre os mecanismos de indexação e a aceleração da inflação, os agentes privados

---

<sup>19</sup> economistas da FUC-RJ, que ganhavam cada vez mais espaço no debate

<sup>20</sup> utilizados como instrumento adicional de políticas econômicas de curto prazo.

assumem uma posição passiva através da indexação - mecanismo pelo qual apenas repassariam os impulsos inflacionários passados.

Em outras palavras, os agentes privados não teriam qualquer interferência sobre os mecanismos de indexação, ao passo em que estes só causariam a aceleração da inflação por culpa do Estado - promotor de alterações discricionárias em suas regras. O papel realimentador da inflação seria intrínseco aos mecanismos de indexação, porém pouco relevante para explicar a inflação brasileira.

O papel secundário que os mecanismos de indexação assumem no tocante ao processo inflacionário brasileiro - condizente com as convicções monetaristas a respeito das causas primárias da inflação - acaba por considerar desnecessário medidas heterodoxas de desindexação econômica e/ou congelamento de preços.

Apesar de reconhecer que "... a sociedade brasileira (...) foi incompetente em construir um sistema saudável de indexação", a solução estaria no estabelecimento de regras de correção (monetária) que não fossem modificadas ao longo do tempo de maneira unilateral, proporcionando aos agentes econômicos a confiança necessária; elemento fundamental na construção de um regime monetário-fiscal sólido para lastrear sua moeda e fortalecê-la.

Somente desta maneira indireta a indexação brasileira poderia ser conduzida ao seu fim, sem sustos ou medidas de impacto.

### 1.3.2. A visão Inercialista : a relação entre a indexação e a manutenção da inflação.

#### 1.3.2.1. Introdução.

No início dos anos 80, segundo corrente principal dos economistas que não se encontravam no governo, a inflação brasileira apresentava duas características principais : extrema sensibilidade a choques de oferta e insensibilidade às políticas de demanda restritivas.

Buscava-se, logo, respostas para a persistência de altas taxas de inflação (inflação crônica) diante de políticas monetária e fiscal restritivas.<sup>21</sup>

O "modelo da realimentação" inflacionária, desenvolvido por Mário Henrique Simonsen nos anos 70<sup>22</sup> - onde a inflação presente é parcialmente determinada pela inflação passada por meio dos custos e expectativas - , representa a primeira abordagem de cunho inercial .

Nos anos 80 o inercialismo ganharia espaço, sobretudo através dos trabalhos de André Lara Resende(1984), Francisco Lopes(1984), Pêrsio Arida(1986), Luis Carlos Bresser Pereira e Yoshiaki Nakano(1984) e outros<sup>23</sup>.

Este fato decorre da sua aderência empírica, que apontava para a existência de três patamares inflacionários na economia brasileira durante o período de 1976

<sup>21</sup> A aceitação do receituário ortodoxo imposto pelo FMI, no começo dos anos 80, se deu após os desequilíbrios observados nas contas externas (provocados pelo segundo Choque do Petróleo e pela alta das taxas de juros internacionais - 1979) e pelo fracasso das medidas "heterodoxas" de combate à inflação implementadas por Delfim Netto (pré-fixação da correção monetária e cambial, tabelamento dos preços e medidas de desvalorização).

<sup>22</sup> SIMONSEN, M.H. (1970). *Op.cit.*

<sup>23</sup> LARA RESENDE, A. (1984). *Op.cit.*

LOPES, Francisco. (1984). Inflação inercial, hiperinflação e desinflação : notas e conjecturas. (Texto para discussão - PUC/RJ).

ARIDA, Pêrsio. (1986). Inflação inercial e reforma monetária. Brasil. (In: Inflação zero).

BRESSER PEREIRA, L.C. e NAKANO, Y. (1984). Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. (Revista de Economia Política).

a 1985<sup>24</sup>. Isto comprovaria a existência de elementos de inércia (realimentação ou manutenção) mais importantes do que elementos de aceleração na inflação brasileira.

Dividindo o processo inflacionário em dois componentes - os CHOQUES e a TENDÊNCIA<sup>25</sup> -, os inercialistas atribuem ao segundo a causa básica ou variável principal da inflação brasileira. Esta representaria o cerne da inflação, sendo obtida através do resíduo inflacionário não explicado pelos choques ("componente de inflação pura") - possuidores de um papel secundário na análise inercialista por serem encontrados em quaisquer economias; fossem elas generalizadamente indexadas como a brasileira ou não.

Os inercialistas, porém, estabelecem uma hipótese alternativa para os motivos que levariam à manutenção (tendência) da inflação - que era convencionalmente explicada através das expectativas inflacionárias.

**Eles acreditam ser a indexação a causadora da resistência Inflacionária.**

Segundo esta matriz teórica, "a indexação decorreria de uma regra de comportamento extremamente rígida na presença de altas taxas de inflação : os agentes econômicos buscando apenas recompor o pico prévio de renda real"<sup>26</sup>. Tal atitude se desenvolveria formalmente ou informalmente, já que a "armadilha da inflação com indexação independeria da existência de mecanismos legais"<sup>27</sup>.

**Resumindo, os inercialistas observam que a tendência Inflacionária, no Brasil, está baseada em um rígido padrão de comportamento dos agentes econômicos, marcado pela constante busca de recomposição dos rendimentos reais. Deriva-se daí a conclusão de que os mecanismos de**

<sup>24</sup> um patamar ao redor de 40% a.a. de 1976 a 1978, 100% a.a. de 1980 a 1982 e outro de 220% a.a. de 1983 a 1985.

<sup>25</sup> LOPES, Francisco. (1984). *Op.cit.*

<sup>26</sup> LARA RESENDE, A. (1984). *Op.cit.*

<sup>27</sup> LARA RESENDE, A. *idem ibidem.*

**indexação tendem a perpetuar o processo inflacionário, fazendo a inflação corrente igual à passada.**

Segundo a visão inercialista, os mecanismos de indexação em geral assumem uma condição principal na determinação da inflação brasileira. Seu papel, entretanto, estaria circunscrito à manutenção da inflação (componente inflacionário mais importante); papel este fundamentado em uma regra de comportamento dos agentes econômicos.

1.3.2.2. O combate à rigidez inflacionária : o "choque heterodoxo" de Francisco Lopes.<sup>28</sup> e a "moeda indexada" de André Lara Resende.<sup>29</sup>

As propostas de combate à inflação de natureza heterodoxa que se disseminaram possuíam um diagnóstico comum : **a natureza predominantemente inercial da inflação brasileira**. Logo, a maioria delas exigiam a **supressão total dos mecanismos de indexação, que realimentavam o processo inflacionário**.

Uma vez que a indexação passa a ser considerada realimentadora do processo inflacionário brasileiro, o debate inercialista (hegemônico) se dirige para o campo das propostas de desindexação.

Analisaremos, sucintamente, o debate entre André Lara Resende e Francisco Lopes durante a primeira metade dos anos 80; sendo a partir deste que os inercialistas heterodoxos ganharam projeção.

Considerando que toda inflação crônica é predominantemente inercial, Francisco Lopes questionará a eficiência de um "choque ortodoxo" baseado no corte rispido e total da expansão monetária e do déficit público,

<sup>28</sup> LOPES, Francisco. (1984). *op.cit.*

<sup>29</sup> LARA RESENDE, A. (1984). *op. cit.*

acompanhado da liberalização do sistema de preços e da extinção dos mecanismos formais de indexação.

A proposta de "choque heterodoxo"<sup>30</sup> consistia no congelamento temporário dos preços, seguido de uma "fase de descompressão com controle", a fim de que a estrutura de preços relativos pudesse se reajustar.

Denota-se a preocupação dos inercialistas quanto à necessidade de se desindexar a economia diante de uma indexação imperfeita, onde a cada ponto no tempo, a estrutura de preços relativos está distorcida pela assincronia dos reajustes.

A proposta de Lara Resende baseava-se em duas premissas:

- \_ o controle dos "fatores primários da inflação", como o déficit operacional do setor público e a política monetária expansionista;
- \_ o caráter essencialmente inercial da inflação : "os preços sobem hoje porque subiram ontem".

Diante da necessidade de se apagar a "memória inflacionária", Lara Resende propõe a introdução de uma nova moeda que circularia paralelamente ao cruzeiro. Esta moeda teria uma cotação estável em relação à ORTN, estando portanto defendida do imposto inflacionário.

Uma consequência imediata desta medida seria a redução da velocidade de circulação da nova moeda, já que o "custo relativo de reter moeda em relação às aplicações financeiras de curto prazo ("overnight") seria substancialmente reduzido"<sup>31</sup>. Em outras palavras, a demanda por ativos financeiros substitutos próximos da moeda se reduziria, enquanto a demanda pela nova moeda

<sup>30</sup> apresentada, originalmente, antes da "moeda indexada" de Lara Resende

<sup>31</sup> LARA RESENDE, A. (1984) *op.cit.*

aumentaria. Possíveis crises de liquidez poderiam ser evitadas através de operações de mercado aberto, injetando-se a nova moeda.

Para Lara Resende, devolver ao público a credibilidade na moeda enquanto reserva de valor e unidade de conta seria fundamental para conter rapidamente o processo inflacionário - já que as indexações perderiam gradativamente sua função e, com isso, a inércia inflacionária seria contida.

Paradoxalmente, a "moeda indexada" diariamente equivaleria à indexação total e instantânea da economia - não fazendo mais sentido o cruzeiro e a inflação medida em cruzeiros à medida que os "preços relevantes" fossem sendo convertidos para a nova moeda.

Quanto à conversão dos preços, é preciso destacar que esta não seria compulsória, uma vez que a proposta significaria, inicialmente, apenas a introdução de um ativo monetário "superior à moeda contaminada" pela inflação - ao contrário de uma desindexação com controle de preços ("choque heterodoxo").

Ao mesmo tempo, a conversão de preços básicos da economia - tais como salários e preços públicos - se daria apenas ao preço real médio vigente no período de reajustes. A intenção seria evitar a conversão pelos picos, o que provocaria alterações distributivas - criadas pelo aumento de renda real destes agentes (assalariados e governo) -, reintrodutoras de fortes pressões inflacionárias.

Outro mérito da introdução da "moeda indexada" seria a não redução da liquidez na economia, nem tampouco o aumento da taxa de juros; viabilizando o investimento.

Concordando, posteriormente, com a essência da proposta de Lara Resende, Francisco Lopes questiona apenas a hipótese de que a compatibilidade

distributiva do sistema pós-estabilização possa ser obtida de maneira espontânea : sem hiper inflação e sem a intervenção do governo.

A reforma monetária e a coexistência de duas moedas de curso legal, portanto, deveria se manter por um pequeno espaço de tempo; onde seria necessário a implementação simultânea de um controle de preços, com a finalidade de evitar uma explosão inflacionária em termos da moeda velha.

A livre negociação das fórmulas de conversão de preços e rendimentos no setor privado seria mantida apenas durante o período de transição. Após o seu término, qualquer cláusula contratual de indexação deveria ser proibida.

#### 1.3.2.3. A contribuição de Luis Carlos Bresser Pereira : a relação entre a indexação e a aceleração da inflação.<sup>32</sup>

Sem abandonar o inercialismo, Luis C. Bresser Pereira ressalta a existência de três fatores que atuam sobre os preços: **os fatores aceleradores(desaceleradores), os mantenedores e os sancionadores.**<sup>33</sup>

Os fatores aceleradores poderiam ser de várias naturezas, cabendo destacar o aumento das margens de lucro sobre as vendas das empresas, o aumento dos salários reais médios acima do aumento da produtividade e as desvalorizações reais da moeda.

Ignorando se tais fatores aceleradores apareceriam devido a uma inflação do tipo keynesiana (excesso da demanda agregada em relação à oferta ), estrutural (estrangulamentos setoriais na oferta), administrativa (aumento autônomo de preços ou salários devido ao poder de monopólio das empresas e dos

<sup>32</sup> BRESSER PEREIRA, L.C. (1992). A lógica perversa da estagnação : dívida, déficit e inflação no Brasil. in: A luta pela sobrevivência da moeda nacional.

<sup>33</sup> BRESSER PEREIRA, L.C.; NAKANO, Y. (1984). *Op.cit.*

sindicatos) ou de custos (redução na produtividade do trabalho), Bresser Pereira terá sua preocupação voltada para os fatores mantenedores da inflação.

Tal ênfase relaciona-se à observação de que o processo inflacionário brasileiro havia mudado de forma nos anos 80, constituindo-se, agora, em uma "estagflação".

A persistência de altas taxas inflacionárias diante de políticas econômicas recessivas indicavam que as indexações (formais ou informais) mantinham os patamares inflacionários anteriores.

Criticando a abordagem monetarista, o aumento da quantidade de moeda e o déficit público seriam apenas fatores sancionadores da inflação.

**A contribuição de Bresser Pereira quanto ao papel dos mecanismos indexadores no Brasil, porém, reside na percepção de que estes poderiam acelerar (ou desacelerar) a inflação. "Bastaria que a correção dos preços, salários ou taxa de câmbio fosse maior (ou menor) do que a taxa de inflação relativa ao patamar vigente"<sup>34</sup> ou, então, se as correções tivessem sua periodicidade aumentadas (ou diminuídas) - fenômeno este devido a um erro quanto às expectativas de inflação futura.**

Posteriormente, o autor destaca a existência de diferentes mecanismos de indexação em economias altamente instáveis (como o caso brasileiro) - uma vez que os agentes econômicos privados desejam constantemente medir a inflação passada a fim de reajustar o valor real de seus ativos.

Reconhecendo, anteriormente, a indexação formal e informal da economia como um fator mantenedor da inflação, o autor constrói uma teoria em que **a aceleração da inflação passada pode ser explicada por uma "mudança endógena de indexadores usados pelos agentes econômicos".<sup>35</sup>**

<sup>34</sup>BRESSER PEREIRA, L.C., NAKANO, Y. (1984). *Op.cit.*

<sup>35</sup> "Num primeiro momento, enquanto a inflação é ainda considerada relativamente baixa, os agentes econômicos definem a "inflação passada" como sendo seu aumento de custo; num segundo momento, ao

Isto se daria a partir do momento em que estes percebessem que a taxa de inflação vigente seria alta demais e que o indexador utilizado não conseguiria corrigir sua "riqueza" defensivamente.

A manutenção e constante aceleração da inflação brasileira nos anos 80, portanto, passava a ter outra explicação, além dos tradicionais "choques de oferta e demanda exógenas".

**A aceleração inflacionária decorreria de uma ação combinada entre os fatores aceleradores (anteriormente descritos) e, principalmente, um mecanismo endógeno<sup>36</sup> baseado na constante troca de indexadores por parte dos agentes privados<sup>37</sup>.**

O caráter endógeno, entretanto, tenta preservar a noção comportamental, difundida pela teoria inercial da inflação, que guiaria os agentes econômicos a busca constante pela recomposição do valor real de sua riqueza tomando a inflação passada como "elemento-chave" da inflação presente - e utilizando-se, para tanto, dos mecanismos de indexação que melhor pudessem fazê-lo.

A visão inercialista de Bresser Pereira, além de incorporar a importância atribuída aos mecanismos de indexação na inércia inflacionária (realimentação ou manutenção), introduz um novo papel a estes instrumentos: o de acelerador da inflação. Admite, para isso, uma participação essencial dos agentes econômicos privados.

---

perceberem uma taxa de inflação maior - estando de fato maior devido a algum choque exógeno -, a "inflação passada", definida como indexador pelos agentes econômicos, e a própria taxa de inflação, num terceiro momento, quando a taxa de inflação novamente se acelerou devido a choques exógenos. Os agentes econômicos tendem a definir como seus indexadores os aumentos de preços acima da taxa de inflação de algum setor importante. Cada mudança de indexador representa, portanto, uma aceleração endógena da inflação autônoma." BRESSER PEREIRA, L.C. (1992). *op.cit.*

<sup>36</sup> endógeno porque baseado apenas na inflação passada.

<sup>37</sup> ver COSTA, Fernando N. (1993). Fixação dos preços e inflação. (Cadernos da Faculdade de Ciências Econômicas da PUC-Campinas). Este autor também destaca um processo de substituição de indexadores, porém constrói uma classificação levando em consideração distinções quanto à natureza dos indexadores que representam um passo além, úteis em um momento posterior.

### 1.3.3. A visão Institucionalista : as alterações dos mecanismos de Indexação<sup>38</sup>.

A avaliação crítica de Luís Carlos Mendonça de Barros a respeito da indexação no Brasil possui um objetivo maior : analisar a operacionalidade da Política Monetária no contexto de uma economia amplamente indexada.

A virtude deste objetivo reside, significativamente, no **caráter central que a indexação financeira assume.**

Apesar de reprovar, de maneira geral , os diversos sistemas de correção automática dos principais preços da economia impostos por um Estado arbitrário e tecnocrático , Mendonça de Barros ressalta que "nem todos os agentes privados encontram-se no mesmo grau de submissão aos desígnios da tecnocracia, principalmente a medida que se agrava a crise de nossa economia."

Esta proposição, claramente, diferencia a análise institucionalista em relação à monetarista, imputando aos agentes econômicos um papel autônomo: que, por vezes, escapam ao controle do Estado.

Sendo a política monetária a principal preocupação do autor, a organização do mercado financeiro, suas instituições e o papel da indexação neste espaço comporão os passos da análise de Mendonça de Barros.

As relações existentes entre o Estado tecnocrático brasileiro e os agentes privados ( instituições financeiras e não financeiras) seriam responsáveis pela formação do quadro institucional recente.

De 1964 até os dias atuais, os mecanismos de indexação (correção monetária, principalmente) haviam se desenvolvido, resultando na formação da chamada Moeda Indexada.

<sup>38</sup> MENDONÇA DE BARROS, L.C. (1985). Indexação e desindexação... debate a ser retomado. (Fundação SEADE)

(1993). *op.cit.*

Na conceitualização de Mendonça de Barros, a Moeda Indexada corresponde à moeda bancária indexada ou “depósitos à vista remunerados” - com alto grau de liquidez.

A constituição do quadro institucional da Moeda Indexada deve ser entendida a partir da existência - desde 1964 - de um contrato financeiro indexado ( a ORTN , moeda de referência legal indexada a um índice de preços internos, que servia para corrigir os valores do título público também chamado de ORTN - Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional). Estes títulos, porém, só eram demandados inicialmente pelos agentes econômicos para atender compromissos de natureza compulsória (depósitos obrigatórios dos Bancos Comerciais junto ao BACEN, por exemplo).

O primeiro “choque do petróleo” muda o quadro do Sistema Financeiro no Brasil, ao passo que os agentes superavitários passam a procurar contratos indexados às ORTNs.

O segundo “choque do petróleo”, em 1979, colocará, frente a frente, os agentes superavitários demandando ativos financeiros com correção monetária (títulos públicos federais, estaduais e caderneta de poupança) e a necessidade de recursos por parte do governo para cobrir os déficits públicos ( resultantes, neste momento, dos desequilíbrios na Balança Comercial - devido à alta do petróleo - e na conta capital - devido à subida da taxa de juros internacional, gerando a saída de capitais e uma elevação dos serviços da dívida externa brasileira.).

A expansão da dívida pública - através da emissão de títulos públicos (ORTNs) para a captação de recursos (emissão de títulos para política fiscal) - impulsionará o crescimento das operações de Open Market com lastro em títulos públicos.

Os intermediários financeiros foram os primeiros a se dirigir para as aplicações de curtíssimo prazo em títulos públicos federais da carteira do Banco Central.

Posteriormente, com a aceleração da inflação, o “aumento do custo de oportunidade dos recursos ociosos de caixa” e as inovações financeiras, as empresas não-financeiras e as pessoas físicas também passaram a aplicar no Open.

Forma-se, assim, a Moeda Indexada ou “Quase Moeda” brasileira, de liquidez praticamente plena e remuneração garantida.

A análise das transformações vividas pelos instrumentos indexadores financeiros - culminando com o surgimento da Moeda Indexada - expressão máxima desta instituição - permite que Mendonça de Barros exponha (mesmo que sem dar a devida ênfase) um momento crucial dos mecanismos de indexação na economia brasileira: **a medida que os contratos financeiros deixam de estar atrelados a um índice de preços e passam a ser corrigidos por uma taxa de juros do mercado financeiro (“overnight”)**, mais do que uma transformação formal do indexador, temos consubstanciada uma alteração relevante no papel desempenhado pelos mecanismos de indexação com relação ao processo inflacionário.

Nota-se, agora, a incorporação de elementos expectacionais aos mecanismos de indexação. Mais ainda, **a formação das expectativas por parte dos agentes econômicos não levaria em conta apenas a inflação passada, mas sobretudo, a inflação futura esperada.**

A visão institucionalista permite que observemos, através das transformações vividas pelos mecanismos indexadores, a emergência de seu papel acelerador da inflação. Outra vez os agentes econômicos privados atuam de maneira fundamental, incorporando elementos expectacionais aos indexadores.

## 1.4. CONCLUSÃO.

A abordagem monetarista a respeito da indexação brasileira volta-se, quase que estritamente, para a análise dos mecanismos de indexação instituídos e controlados pelo governo (indexação de salários, tarifas, impostos, contratos do SFH e câmbio).

A partir das constantes modificações nas regras de indexação implementadas por Simonsen e Delfim no final dos anos 70 e começo dos 80, a visão monetarista conclui que os mecanismos de indexação tornam-se relevantes para o processo inflacionário brasileiro a medida que são alterados discricionariamente pelo governo, gerando instabilidades nas expectativas inflacionárias por parte dos agentes econômicos privados.

As regras de negociação dos contratos em termos reais por parte dos agentes econômicos privados (indexação, propriamente dita), teria como única responsabilidade a manutenção da inflação. Este, porém, não seria um componente importante da inflação brasileira.

Coube aos inercialistas introduzir a indexação, de forma consistente e crucial, às análises a respeito da inflação brasileira.

Para tanto, esta corrente ligou os mecanismos de indexação - formais ou informais (controlados pelo governo ou não) a um componente inercial da inflação; resultado de uma regra comportamental dos agentes, que recomporiam constantemente a inflação passada.

A manutenção da inflação, portanto, seria fruto deste comportamento expresso por meio dos mecanismos de indexação.

Recuperando o mecanismo de aceleração endógena da inflação proposto por Bresser Pereira e a ênfase à indexação dos contratos financeiros e suas transformações ao longo do tempo, anunciados por Mendonça de Barros, é

possível tomarmos os agentes econômicos privados, mais do que nunca, como "personagens-chave" dos mecanismos de indexação.

Promovendo constantes trocas de indexadores ou incluindo elementos expectacionais às próprias regras de indexação vigentes, os agentes privados imputam aos mecanismos de indexação um outro papel em relação ao processo inflacionário. Neste momento, os mecanismos passam a desempenhar um papel não apenas de manutenção da inflação, mas sobretudo, de aceleração desta.

O capítulo seguinte pretende esclarecer esta alteração do papel dos mecanismos de indexação através de uma análise de elementos microeconômicos relativos à formação de expectativas por parte dos agentes privados.

Considerando de fundamental importância a decisão de indexar contratos e preços em uma economia cronicamente inflacionária, as alterações no regime das expectativas dos agentes privados podem explicar como a indexação assume um papel acelerador da inflação.

**QUADRO COMPARATIVO**  
**VISÕES SOBRE A INDEXAÇÃO BRASILEIRA A PARTIR DOS ANOS 80**

| tipologia               | autores                                                                                                 | papel dos mecanismos de indexação         | agente principal                             | mecanismos de indexação relevantes                                                                                                                                       |
|-------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| visão monetarista       | - Fernando de Holanda Barbosa                                                                           | secundário e de realimentação             | Estado (governo)                             | regras de indexação formal através das quais o Estado intervém no sistema de preços (indexação salarial, das tarifas públicas, dos impostos, do SFH, do câmbio).         |
| visão inercialista      | - Mário Henrique Simonsen<br>- André Lara Resende<br>- Francisco Lopes<br>- Luis Carlos Bresser Pereira | principal e de realimentação (aceleração) | agentes econômicos (privados e não privados) | regras de indexação formal e informal mantidas pelo Estado e pelos diversos agentes econômicos privados.                                                                 |
| visão institucionalista | - Luis Carlos Mendonça de Barros                                                                        | principal e de aceleração                 | agentes econômicos privados                  | regras de indexação formal e informal, sobretudo aquelas envolvidas na negociação de contratos financeiros em termos reais pelos agentes privados (indexação financeira) |

## **CAPÍTULO 2 : REGIME DE EXPECTATIVAS E COMPORTAMENTO DOS AGENTES NUM CONTEXTO DE INDEXAÇÃO.**

### **2.1. INTRODUÇÃO**

Em geral, o estudo detalhado do regime das expectativas deriva da necessidade em explicarmos melhor as motivações microeconômicas e, portanto, os efeitos das decisões individuais sobre a macroeconomia.

Em uma economia com inflação crônica e mecanismos de indexação generalizados, a análise do processo pelo qual os agentes formam suas expectativas quanto ao comportamento dos preços assume grande importância. Tal análise nos permite detectar quais os elementos que norteariam os agentes na fixação dos preços<sup>39</sup> e, principalmente, qual o regime expectacional que estaria por trás desta "corrida" dos agentes econômicos privados em busca de instrumentos indexadores.

Ao longo das diferentes visões a respeito da indexação brasileira expostas no capítulo anterior, pudemos observar diferentes interpretações na relação entre os mecanismos de indexação e o processo inflacionário brasileiro; pautada, sobretudo, por uma mudança no agente relevante, capaz de intervir neste meio (nos mecanismos de indexação) com grande grau de autonomia.

Conforme a análise crítica anterior os mecanismos de indexação passariam a responder, juntamente com outros elementos, pela aceleração da inflação no Brasil ao longo dos anos 80, tendo os agentes privados participação efetiva neste processo.

---

<sup>39</sup> deve-se ter em conta que a capacidade de fixar preços está restrita a alguns agentes ("price makers"), enquanto a indexação de preços e contratos, enquanto decisão relevante em uma economia com altas taxas de inflação, pode ser estendida a um universo muito maior de agentes privados.

Cumpra aqui destacar que, apesar de inercialistas, monetaristas e institucionalistas selecionarem distintamente os mecanismos de indexação relevantes em suas abordagens - uns enfatizando os mecanismos formais de indexação, outros incluindo os mecanismos informais na análise; uns voltando suas atenções para a indexação salarial e cambial, enquanto outro para a indexação financeira (correção monetária) -, esta disparidade de análises nos permite identificar constantes alterações nas regras de indexação, na escolha de indexadores por parte dos agentes econômicos privados e, em última instância, no papel desempenhado pelos mecanismos de indexação quanto à inflação brasileira.

Este capítulo pretende dar um passo adiante no estudo da indexação brasileira, ressaltando, outra vez, quais os mecanismos de indexação relevantes segundo as três visões anteriores e, a partir daí, entender quais os regimes expectacionais dos agentes econômicos privados (contidos em cada visão) que orientariam suas atitudes em indexar contratos, preços e ativos.

Uma alteração no papel dos mecanismos de indexação, deste modo, só seria consistente a partir da constatação de uma mudança nos regimes expectacionais dos agentes privados.

Considerando o regime de expectativas adaptativas, racionais e condicionadas, aliadas às três visões distintas do primeiro capítulo, procederemos ao exame das motivações que levariam os agentes econômicos privados a imputar mudanças no papel da indexação brasileira ao longo dos anos 80.

## 2.2. MONETARISTAS, INERCIALISTAS E EXPECTATIVAS ADAPTATIVAS.

A visão monetarista sobre a indexação brasileira, conforme já descrito no capítulo anterior, centra sua análise sobre os mecanismos de indexação formal, cujas regras estariam sob controle do Estado.

O exercício discricionário deste controle - pautado pelas constantes alterações nas políticas salariais, cambiais e no cálculo ou utilização de índices de preços - seriam os causadores de grande instabilidade sobre as expectativas dos agentes privados.

As expectativas dos agentes econômicos privados seria regida por um comportamento adaptativo (seguindo a teoria monetarista). O objetivo, dentro deste marco comportamental, seria de corrigir os valores nominais dos contratos pela inflação passada, mantendo o valor real.

A visão monetarista, claramente, atribui um comportamento predominantemente defensivo aos agentes econômicos privados no ato de formar expectativas quanto à evolução dos preços. Podemos compreender que este comportamento torna-se plenamente satisfeito através dos indexadores existentes, que trazendo a inflação passada para o presente, norteiam a tomada de decisão dos agentes garantindo a preservação dos valores reais de preços e contratos.

O argumento monetarista, porém, imputa ao Estado, também através da indexação, a responsabilidade pelos impulsos inflacionários - causados por alterações discricionárias nas regras ou na utilização de indexadores.

O comportamento dos agentes privados não seria importante para entendermos o processo de aceleração da inflação brasileira no final dos anos 80. A atitude destes, portanto, seria fundamentalmente passiva, utilizando-se de

indexadores com a finalidade de se defender da aceleração inflacionária corroedora dos valores reais.

A visão inercialista, curiosamente, também reconhece um comportamento defensivo dos agentes econômicos em economias com altas taxas de inflação. Sua atitude em projetar a inflação passada para o presente responderia ao desejo de manter a renda real, sendo satisfeita pelos mecanismos de indexação.

Diferentemente dos monetaristas, porém, os inercialistas reconhecem como relevante os mecanismos de indexação formal e informal. Desta maneira, estendem o arcabouço da análise para os termos de negociação dos contratos em valores reais por parte dos agentes privados. Claramente, estes assumem posição de destaque no processo inflacionário.

As diferenças de ênfase no tratamento dos agentes privados e da indexação entre monetaristas e inercialistas, porém, não consegue superar certas semelhanças.

Fundamentalmente, as divergências estão em outro campo, notadamente na concepção da natureza e das causas básicas (primária) da inflação brasileira.

Em ambas as visões, os agentes privados não responderiam pela aceleração inflacionária indexando seus preços e contratos.

O comportamento defensivo dos agentes privados, portanto, podem ser encontrados tanto na visão monetarista como na inercialista. Nestas duas visões, os agentes econômicos privados seriam regidos pelas expectativas adaptativas, comportamento este plenamente contemplado pelos mecanismos de indexação existentes.

Este regime de expectativas<sup>40</sup> pode ser representado através de um simples modelo que iguale a inflação passada à inflação esperada<sup>41</sup>, ou então através de

<sup>40</sup> DORNBUSH, R.; FISHER, S. *Op.cit.*

<sup>41</sup> comportamento dos agentes privados regido pelo modelo de expectativas adaptativas mais simples, onde a inflação passada e a esperada são iguais.

um modelo de expectativas adaptativas mais complexo, introduzindo um elemento de ajuste das expectativas correntes para corrigir erros de previsão cometidos em períodos precedentes<sup>42</sup>.

Nestes dois modelos, porém, os agentes baseariam-se no comportamento passado dos preços para formarem suas expectativas e indexar preços e contratos.

Este regime comportamental seria contemplado e, mais do que isso, ganharia grande "automatismo", através dos mecanismos de indexação existentes, cujas regras expressariam exatamente o modelo de expectativas adaptativas<sup>43</sup>.

Cumprir lembrar que a visão monetarista acredita na possibilidade de que as expectativas aceleracionistas da inflação ganham espaço diante da grande instabilidade propiciada pelo governo através de inúmeras mudanças nas regras de indexação e nos mecanismos utilizados.

Este quadro resultaria em uma quebra de confiança na eficiência dos mecanismos de indexação em trazer a inflação passada para o presente.

Torna-se interessante notar que a inclusão de um elemento de correção quanto aos erros de previsão nas regras de indexação - contido no modelo de expectativas adaptativas mais complexo - representaria a consubstanciação da "quebra de confiança" instabilizadora. Quanto maior este elemento de ajuste,

$$\pi_t = \pi_{t-1}$$

<sup>42</sup> compreendido pelo modelo que incluiria um elemento de ajuste do erro de previsão.

$$\pi_t^* = \pi_{t-1} + \lambda[\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*]$$

<sup>43</sup> O modelo de expectativas simplificado pode ser contemplado através da regra para a correção monetária estipulada a partir de 1981. Com o fracasso da pré-fixação da correção monetária em 45% a.a. em 1979, o governo achou melhor, a partir de 1981, adotar a inflação passada efetiva (medida pelo INPC) como único critério de correção.

O modelo de expectativas adaptativas mais complexo pode ser visto através das diversas alterações nas regras de reajuste do salário mínimo (indexador salarial), desde sua criação, em 1966. A mais importante, para nossas pretensões, se deu em 1968, com a introdução de um coletor de erros de previsão do residuo inflacionário - ratificando os erros sistemáticos quanto à percepção da inflação passada segundo o modelo de expectativas adaptativas. (Ver ENDO, S.K. (1988). Contribuição ao estudo da correção monetária.)

maiores seriam as desconfianças quanto à capacidade do indexador em "reduzir os efeitos da inflação não-antecipada sobre o lado real da economia"<sup>44</sup>.

A visão inercialista, apegada às suas próprias convicções quanto à natureza da inflação no início dos oitenta, bem como à participação da indexação neste processo inflacionário brasileiro, não se propõe a atribuir ou enfatizar qualquer movimento de aceleração da inflação por meio da atitude dos agentes privados em indexar seus contratos e preços.

O comportamento defensivo dos agentes econômicos se expressaria através dos mecanismos de indexação, sendo este procedimento responsável pela tendência inflacionária (manutenção ou realimentação da inflação), que poderiam ser verificados através da existência de patamares inflacionários de 1976 a 1985.

Sua aderência à realidade, explicando logicamente a predominância dos patamares inflacionários existentes até meados dos anos 80<sup>45</sup>, foi fundamental para que viesse a se tornar visão hegemônica.

A aceleração inflacionária que se manifestou a partir da segunda metade dos anos 80, com a manutenção generalizada de mecanismos indexadores, nos remete para a busca de uma análise distinta daquela realizada pela visão monetarista ou inercialista.

Atribuir um papel acelerador da inflação aos mecanismos de indexação necessita do abandono do regime das expectativas adaptativas, imputado ao comportamento dos agentes econômicos privados.

---

<sup>44</sup> HOLANDA BARBOSA, F. (1993). *Op.cit.*

<sup>45</sup> onde elementos de aceleração não seriam componentes primordiais da inflação brasileira.

## 2.3. INSTITUCIONALISTAS, EXPECTATIVAS RACIONAIS E CONDICIONADAS.

### 2.3.1. Introdução.

As transformações dos mecanismos de indexação (sobretudo a partir da segunda metade dos anos 80) - enfatizado pela visão institucionalista -, sem dúvida nenhuma, nos remete para uma alteração de seu papel, condizente com uma atuação dos agentes privados muito mais contundente.

Convém lembrar que a análise institucionalista centra suas atenções sobre a indexação dos contratos financeiros, deixando outros mecanismos de indexação em segundo plano (como a indexação salarial, por exemplo).

A ênfase dada à indexação financeira decorre da seguinte observação: sobretudo a partir de meados dos anos 80, grande parte da riqueza havia se transferido da esfera real para a esfera financeira em razão do ambiente altamente instável e da "proteção" encontrada no mercado financeiro<sup>46</sup>.

Entendendo, portanto, que os mecanismos de indexação relevantes (indexação financeira) não são apenas mantenedores do processo inflacionário mas, sobretudo, aceleradores deste processo, o regime de expectativas adaptativas e seus erros sistemáticos tornam-se incompatíveis com a hipótese que coloca os agentes privados - indexando preços, contratos e ativos financeiros - como personagens principais na aceleração inflacionária.

É preciso compreender que a visão institucionalista nos sugere um caráter menos passivo aos agentes privados, interagindo com os mecanismos de indexação (financeira).

<sup>46</sup> um maior detalhamento dos motivos desta transferência e dos processos pelos quais elas se efetivaram não serão aqui analisados.

O caráter ativo dos agentes privados e a mudança na relação entre os mecanismos de indexação e o processo inflacionário brasileiro coloca uma questão subjacente: a partir de meados dos anos 80, os mecanismos de indexação (financeira), mais do que responderem pela manutenção da renda relativa - através da manutenção dos valores reais ao longo do tempo - , tornam-se instrumentos de valorização da riqueza e concentradores de renda.<sup>47</sup>

O processo em que os mecanismos de indexação passam a responder pela valorização da riqueza só pode ser compreendido se notarmos que os agentes privados não se voltam apenas para o passado na formação de suas expectativas. Suas atenções, agora, estão voltadas para o futuro, comportamento este que será incorporado às regras de indexação dos ativos financeiros.

Rejeitando o regime de expectativas adaptativas como padrão de comportamento dos agentes privados, dois outros regimes se colocam : as expectativas racionais e as expectativas condicionadas (pós-keynesiana). Resta saber qual modelo melhor explica o comportamento dos agentes privados diante dos mecanismos de indexação a partir de meados dos anos 80.

### 2.3.2. O regime de expectativas racionais.

O regime de expectativas racionais pode ser atribuído ao comportamento dos agentes privados no momento em que resolvem indexar seus contratos.

Neste ambiente econômico, os agentes detentores de contratos (ativos ou preços) indexados buscariam, constantemente, se "antecipar à trajetória das principais variáveis econômicas", neste caso, a variação dos preços ou taxa de inflação<sup>48</sup>.

<sup>47</sup> riqueza esta, como vimos, que passou para a esfera financeira.

<sup>48</sup> os agentes econômicos conhecem as distribuições de probabilidade das variáveis econômicas (inclusive as variáveis de comportamento do governo). Mais ainda, a distribuição de probabilidades subjetivas das

Antecipando-se à variação ascendente dos preços, os agentes privados não mais do que responderiam pela "síndrome da profecia autocumprida". A inflação subiria porque os agentes privados - conhecendo a distribuição das variáveis econômicas que indicariam uma aceleração inflacionária e fazendo o melhor uso das informações disponíveis - buscariam indexadores que melhor antecipassem esta trajetória ascendente da inflação.

Este comportamento pode explicar as constantes trocas de indexadores promovidas pelos agentes privados<sup>49</sup>, mas, para isso, deve ter como hipótese que haja algum indexador, em cada momento, que satisfaça esta racionalidade dos agentes. Além disso, devemos supor que todos se movam na mesma direção (adotando um mesmo indexador) - resultado de um comportamento racional com pleno acesso e homogeneidade das informações relevantes.

O regime de expectativas racionais consegue fundamentar microeconomicamente de que maneira os mecanismos de indexação passam a responder pela aceleração inflacionária através da atuação dos agentes privados, porém não incorpora o conceito de incerteza, esvaziando o componente especulativo do posicionamento dos agentes em meio à indexação.

O impacto real desta mudança de indexadores através do regime das expectativas racionais, porém, produz uma "aceleração inflacionária anunciada".

---

variáveis econômicas futuras coincide com a distribuição de probabilidade objetiva real (condicionada à informação disponível). Este modelo expectacional pode ser assim representado:

$$\pi^*(t) = E(t-1) [\pi / I(t-1)]$$

onde  $\pi^*(t)$  representa a expectativa ótima de inflação no momento anterior (t-1) dada todas as informações disponíveis em (t-1).

Este modelo de expectativas racionais só pode ser afetado por choques aleatórios (não antecipáveis), representado pela variável randômica dos modelos novo-clássicos. (Ver BARBOSA, Eraldo s. (1992). Uma exposição introdutória na macroeconomia novo-clássica. In: *Moeda e produção: teorias comparadas*.)

<sup>49</sup> conforme destacado por Bresser Pereira no capítulo anterior.

### 2.3.3. Incertezas e expectativas condicionadas.

As expectativas racionais não parecem explicar de maneira completa o processo de tomada de decisão dos agentes na indexação dos seus contratos.

Os constantes "choques econômicos" que marcaram a economia brasileira ao longo da segunda metade dos anos 80 (e seus efeitos "não antecipados") reforçam a inexistência das distribuições de probabilidades definidoras do mundo real. Neste ambiente, toda e qualquer decisão presente modifica o comportamento das variáveis no futuro<sup>50</sup>, tornando a **incerteza** um elemento indispensável na análise das motivações microeconômicas.

Mais ainda, condições de caráter geral como a ruptura do padrão monetário internacional e os movimentos anárquicos dos preços (sobretudo dos juros e do câmbio), colaboraram com esta nova dinâmica das expectativas, a medida que interferiram nas relações contratuais de oferta e de dívida entre os agentes ao longo do período de produção. Dentro deste ambiente vemos a flexibilização dos mark-ups como forma básica dos agentes privados formadores de preços anteciparem uma eventual desvalorização do seu capital líquido, iniciando assim um processo de aceleração inflacionária.

Os preços, portanto, deixam de ser "normais" a partir do momento que "o cálculo dos preços de produção de longo prazo envolvem, agora, custos de uso (oportunidade) do dinheiro e das matérias-primas estratégicas"<sup>51</sup>, medidas pela taxa de juros nominal e pela taxa de câmbio, de comportamento inteiramente instável e anormal.

<sup>50</sup> ver AMADO, A.M. (1992). O real e o monetário em economia: traços ortodoxos e heterodoxos do pensamento econômico. In: *Moeda e produção: teorias comparadas*.

<sup>51</sup> TAVARES, M. Da C. E BELLUZZO, L.G. de M. (1986). Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. (In: *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o plano Cruzado*).

Este cenário permite entender como a inflação passada e a esperada estão no cálculo prospectivo capitalista, tanto no que consiste à formação de preços por parte dos agentes econômicos que detem este poder como na indexação de contratos e preços diversos por parte dos agentes privados em geral.

Reduzindo-se a extensão do período de reajuste dos contratos indexados e, principalmente, adotando indexadores capazes de expressar a expectativa futura da inflação, todos os agentes econômicos privados - com poder de formação de preço ou não - tornam-se responsáveis em potencial pela aceleração inflacionária.

Este comportamento pressupõe um posicionamento dos agentes privados diante da indexação distinto daquele expresso por monetaristas e inercialistas sob o regime das expectativas adaptativas.

Em ambientes de alta instabilidade inflacionária, os agentes mantêm uma postura marcadamente especulativa em todos os seus atos, inclusive ao indexar ativos financeiros, preços ou qualquer outro tipo de contrato.

Reconhecendo, segundo a corrente pós-keynesiana, que a incerteza é "derivada do futuro desconhecido e das decisões descentralizadas dos agentes", podemos entender melhor quais as expectativas que regem os agentes privados em suas decisões de indexar preços e contratos e os motivos do comportamento especulativo.

A incerteza, enquanto elemento condicionante das expectativas, responde pela adoção da indexação de contratos<sup>52</sup> e pela busca de ativos indexados cada vez mais líquidos por parte dos agentes privados<sup>53</sup>.

<sup>52</sup> criação de novas unidades de conta que consideram automaticamente a desvalorização da moeda legal. (Ver CARVALHO, Fernando J. Cardim. (1990). "Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana". REP).

<sup>53</sup> "Na presença da incerteza, o comportamento dos agentes é subjetivo (...) quando (bancos e empresas), antecipando que o risco de emprestar tornou-se grande, restringem as condições de financiamento, e quando o público não se decide a comprar ativos financeiros menos líquidos..." (ver MOLLÓ, Maria De Lourdes R. (1988). Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. REP).

O comportamento especulativo dos agentes - explicado pelo constante intuito em "antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral"<sup>54</sup> - podem ser refletidos nas constantes trocas de indexadores. Desta maneira, os agentes buscam encontrar aqueles indexadores que melhor antecipem a variação ascendente dos preços, levando vantagens em relação aos demais.

A percepção da aceleração inflacionária - sem no entanto conhecer plenamente sua trajetória - remete os agentes privados a escolherem indexadores que apontem taxas mais altas de inflação<sup>55</sup>. Neste processo, os índices de medição da inflação passada (índices de preços) são desprestigiados, ganhando espaço mecanismos de indexação que incorporem elementos expectacionais - capazes de dar conta antecipadamente da aceleração inflacionária.

Em outras palavras, quando "a aceleração dos aumentos de preços deprime a renda real, entre os ajustes, (...) além das expectativas"<sup>56</sup>, os agentes privados podem reagir de duas formas : mudando de indexadores em busca daqueles que melhor incorporem as expectativas inflacionárias e/ou mudando o período de correção dos reajustes, encurtando os prazos a fim de obter um indexador perfeito.

A seleção dos mecanismos de indexação capazes de satisfazer as expectativas dos agentes privados, em última instância, pode ser definida em torno do processo da **sobreindexação** - onde busca-se incluir a inflação esperada à inflação passada.

Os mecanismos de indexação financeira, a partir de meados dos anos 80, respondem de maneira positiva a este comportamento especulativo dos agentes

<sup>54</sup> Ver MOLLO, Maria de Lourdes R. (1988). *Op.cit.*

<sup>55</sup> este comportamento é tomado porque o "erro de subestimação da inflação futura implica em penalidades mais graves que sua superestimação (...) o comportamento racional (portanto) é o do ajuste da taxa esperada de inflação para cima" (ver CARVALHO, Fernando J. Cardim. (1989). *op.cit.*)

<sup>56</sup> Ver CARVALHO, Fernando J. Cardim. (1989). *Op.cit.*

privados<sup>57</sup>, introduzindo elementos que buscam reduzir a incerteza. Assegurando liquidez, prazos curtos de correção (um dia) e indexadores (taxa de juros) que exprimem a expectativa inflacionária, a “moeda indexada” reúne um mecanismo de indexação completamente distinto daqueles que corrigem valores segundo a inflação passada (indexação salarial, por exemplo)<sup>58</sup>.

Esta mudança dos mecanismos de indexação consubstanciada na “moeda indexada” reforça a idéia de que a inflação futura, a partir de meados dos anos 80, torna-se mais importante do que a inflação passada para compreendermos a inflação presente<sup>59</sup>.

Compreendendo a formação de novos mecanismos de indexação que refletem o comportamento especulativo dos agentes privados, torna-se mais transparente o processo de “endogenização” da aceleração inflacionária a partir de meados dos anos 80.

É importante notar que neste sistema de múltiplos mecanismos indexadores, com papéis distintos<sup>60</sup> e disponíveis aos agentes de maneira desigual, o comportamento especulativo de alguns implica no surgimento de “perdedores” e “ganhadores”. Dito de outro modo, vemos a existência de agentes que utilizam-se

<sup>57</sup> “(a incerteza)...pode ser deslocada pelas condições de financiamento, mas os meios de financiamento criados endogenamente incorporam a subjetividade dos agentes responsáveis por sua criação e podem implicar na especulação” (ver MOLLO, Maria de Lourdes R. (1988). *Op.cit.*)

<sup>58</sup> Em outubro de 1986 “...foi criado o mercado interbancário, (...) com transações a partir de um dia. O objetivo deste novo mercado (...) era o de permitir o aparecimento de uma taxa de juros que refletisse as expectativas do mercado e que pudessem ser usada como indexador financeiro para os contratos de prazo mais longo. (...) A idéia central foi a de substituir a indexação baseada na inflação passada por juros que incorporavam a expectativa futura de aumento de preços.” (Ver MENDONÇA DE BARROS, L.C. (1993). *Op.cit.*)

<sup>59</sup> “Não é a memória do passado, mas o medo do futuro que move a inflação brasileira.” (Ver TAVARES, M. Da C. (1984). boletim do CRE-SP).

<sup>60</sup> Fernando Nogueira da Costa (1993) identifica a existência de inúmeros indexadores com distintas funções e, portanto, usos específicos para a correção dos preços, classificando-os da seguinte maneira: “Indexador ex-post, em função do custo, com o intuito de manter a margem de lucro histórica; Indexador inercial, em função do índice geral de preços, para reposição das perdas passadas; Indexador aceleracionista, em função de um índice de preço guia, para acompanhar a liderança de preços; Indexador ex-ante, em função da expectativa de inflação, para reposição futura dos estoques e formação do preço a prazo; indexador instantâneo, em função do dólar no paralelo, para evitar defasagens”. (grifo meu).

de indexadores que os deixam em uma posição vantajosa em relação a outros, antecipando a "inflação esperada" com maior precisão.

Resumindo, este ato de constantemente antecipar a "inflação acelerada esperada" por meio da sobreindexação é que garante um novo papel aos mecanismos de indexação. Permanecem, porém, outros mecanismos tradicionais, responsáveis pela correção dos valores segundo a inflação passada. A multiplicidade de índices de preços com grande dispersão de valores entre si<sup>61</sup> - dificultando a adoção de mecanismos indexadores tradicionais - e a existência de "mecanismos indexadores expectacionais" - que passam a desempenhar a função de valorizar a riqueza, incorporando o papel acelerador da inflação - são elementos fundamentais para explicar as dificuldades encontradas pelas tentativas de desindexação.

---

<sup>61</sup> frequente em economias com inflação acelerada.

## 2.4. CONCLUSÃO

Realçando ou não a atuação dos agentes econômicos privados, tanto a visão monetarista como a inercialista atribui aos mecanismos de indexação o papel de realimentação (manutenção ou inércia) da inflação brasileira. Suas atribuições, portanto, se restringem à reposição da inflação passada para o presente.

Estas duas visões incorporam a noção de que os agentes privados possuem seu comportamento regido pelas expectativas adaptativas.

Guiando-se por esta regra comportamental, os agentes privados estariam satisfeitos em indexar seus preços e contratos.

Considerando a aceleração inflacionária observada a partir de meados da década de 80 e a transformação dos mecanismos de indexação (salientada pela visão institucionalista) - com a indexação financeira constituindo-se no instrumento de indexação mais importante -, podemos incorporar aos agentes privados um outro regime expectacional.

Os mecanismos de indexação, neste momento, não responderiam apenas pela "memória inflacionária"; permitiriam, cada vez mais, a antecipação da "inflação esperada". Este papel seria condizente com a atuação especulativa dos agentes privados - trocando de indexadores e incluindo elementos expectacionais às regras de indexação.

O regime de expectativas racionais pode explicar a aceleração inflacionária através da antecipação da inflação esperada pelos agentes privados por meio dos mecanismos indexadores. Sua lacuna, entretanto, está em desconsiderar as incertezas existentes em qualquer economia capitalista; incertezas maiores ainda em economia com altas taxas de inflação.

O comportamento especulativo dos agentes privados indexando contratos e priorizando ativos financeiros indexados, portanto, pode ser explicado melhor através das expectativas condicionadas e da possibilidade em converter os mecanismos de indexação em instrumentos de valorização do capital.

O papel principal de acelerador da inflação emprestado aos mecanismos de indexação a partir de meados da década de 80, aliado ao tradicional papel de mantenedor da inflação<sup>62</sup>, cria as dificuldades encontradas em desindexar a economia ao longo dos anos 80.

Enquanto os mecanismos de indexação respondem pela manutenção dos valores reais dos ativos e, sobretudo, pela valorização destes, os agentes econômicos privados permanecem impondo grandes entraves à desindexação.

O capítulo seguinte pretende demonstrar como se gestou estes entraves observando quais as reais dificuldades encontradas pelos planos Cruzado e Verão em desindexar a economia; analisando os instrumentos de indexação existentes e a atitude dos agentes privados face às medidas do governo.

Desta forma, podemos esclarecer porque a partir de um processo de aceleração inflacionária e perda de confiança gradativa na moeda nacional como reserva de valor, os mecanismos de indexação financeira e a consolidação da chamada "moeda indexada" evitam a fuga generalizada de recursos para a moeda estrangeira (dólar) - evitando-se, assim, a instituição de uma situação de hiperinflação aberta.

As condições pelas quais a sociedade admite conviver com uma economia de "hiperinflação indexada" - ao contrário da "hiperinflação aberta" - podem ser encontradas, justamente, na mudança do papel dos mecanismos de indexação vigentes, expressa na relevância que a indexação financeira (por meio da "moeda

---

<sup>62</sup> esclarecido pelos inercialistas.

indexada”) assume e na atuação preponderante dos agentes privados, indexando preços e contratos seguindo um comportamento especulativo.

**QUADRO COMPARATIVO  
A ATUAÇÃO DOS AGENTES PRIVADOS EM MEIO À INDEXAÇÃO**

| <b>tipologia</b>        | <b>regime das expectativas dos agentes privados</b>    | <b>comportamento dos agentes privados</b> |
|-------------------------|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| visão monetarista       | expectativas adaptativas                               | defensivo                                 |
| visão inercialista      | expectativas adaptativas                               | defensivo                                 |
| visão institucionalista | (expectativas racionais)<br>expectativas condicionadas | (defensivo)<br>especulativo               |

## **CAPÍTULO 3 : AS EXPERIÊNCIAS DE DESINDEXAÇÃO NO BRASIL NOS ANOS 80.**

### **3.1. INTRODUÇÃO.**

Este capítulo analisará os Planos Cruzado e Verão centrando-se na desindexação por eles promovida.

Resumindo alguns problemas condizentes às fórmulas de conversão e ao congelamento de preços e contratos - presentes em ambos - e, também, aos aspectos ortodoxos do Plano Verão, enfatizaremos a condução da desindexação como elemento de fundamental importância para se entender a aceleração da inflação e o fracasso destas intervenções.

A dificuldade em eliminar completamente a indexação da economia brasileira estará expressa nos problemas enfrentados pelo Plano Cruzado e Verão. Os dois planos, apesar de modificarem e eliminarem amplamente os mecanismos de indexação baseados na inflação passada, deixam de atentar para a criação e manutenção de uma indexação distinta no mercado financeiro, que logo se espalharia por todos os contratos e preços da economia.

A disseminação da indexação com base na taxa de juros, a partir da criação da moeda-indexada e dos respectivos títulos públicos lastreadores destas aplicações, respondem às pressões especulativas dos agentes privados, fazendo com que estas aí se instalem comodamente.

## 3.2. A PRIMEIRA TENTATIVA DE DESINDEXAÇÃO : O PLANO CRUZADO.

### 3.2.1. Introdução.

Em 28 de fevereiro de 1986, institui-se, no Brasil, a primeira intervenção de cunho "heterodoxo inercialista" na economia : o Plano Cruzado<sup>83</sup>.

Admitindo um caráter predominantemente inercial ao processo inflacionário brasileiro, o Plano Cruzado atingiu preços e contratos através da reforma monetária - cortando três zeros e trocando o cruzeiro pelo cruzado -, da desindexação ou fim da correção monetária e do controle de preços por meio do congelamento.

Obviamente, a existência de preços à vista e preços à prazo, bem como as diferenças nos períodos de duração dos diferentes contratos firmados e dos indexadores utilizados levaram o governo a adotar várias fórmulas de conversão dos contratos expressos em cruzeiro para a nova moeda.

Os problemas que se sucederam posteriormente, entretanto, podem ser melhor explicados pela combinação de erros na **implementação** da conversão dos preços e na condução do congelamento e **da desindexação de preços e contratos**, resultando em pressões especulativas marcadas por alterações substanciais dos portfólios dos agentes econômicos, que levaram à retomada do processo inflacionário brasileiro em ritmo acelerado.

---

<sup>83</sup> Decreto-lei número 2283 e 2284

### 3.2.2. Os problemas na conversão e no congelamento de preços e contratos.

Enquanto os preços à vista, as tarifas públicas e o câmbio foram convertidos e congelados conforme seus valores em 27/02/86, os aluguéis e as prestações do sistema Financeiro de Habitação (SFH) foram congelados a partir de seus valores reais médios dos últimos doze meses. Os contratos em cruzeiro que embutiam uma expectativa de inflação - através de taxas de juros pré-fixadas - foram convertidos em cruzado com base em uma tabela ("tablita") que passou a desvalorizar o cruzeiro à taxa diária de 0,45%, correspondente à expectativa inflacionária de 14,4% a.m.

A conversão dos salários na nova moeda, sem dúvida, continha um caráter "redistributivista", incorporando-se um abono de 8% (15% para o salário mínimo) ao valor real médio dos salários dos últimos seis meses.

A composição deste novo sistema de preços e contratos, sem dúvida, não se realizou de maneira neutra. Através das conversões em cruzado, os trabalhadores - sobretudo os "trabalhadores por conta própria" e os "assalariados sem carteira" - obtiveram aumentos reais em seus rendimentos<sup>64</sup>. Os rendimentos provenientes de aluguéis sofreram perdas relativas, afetando negativamente os rentistas. Os preços em geral, congelados e controlados por toda a população, conservavam inúmeras distorções, provenientes dos diferentes períodos em que eram corrigidos (além dos distintos indexadores utilizados). A conversão e o congelamento de preços que se encontravam no "pico" - corrigidos às vésperas do Plano Cruzado - e outros que estavam no "vale" introduziu um elemento importante de não-neutralidade ao plano.

---

<sup>64</sup> ver SILVEIRA, Caio C.L. Prates da. (1987). Plano Cruzado: a dramática reversão de expectativas. (Texto para discussão - IUPERJ).

Por outro lado, a conversão do câmbio, que se encontrava desvalorizado, não resultou em perda imediata para o setor exportador, assim como a conversão das tarifas e preços públicos, vindos de relativa recuperação, não implicaram em perdas de receita por parte do governo.

Criando distorções que não tardariam em se exacerbar quando as expectativas inflacionária retornassem, a conversão de preços e contratos foi um dos elementos determinantes no aparecimento de problemas futuros na condução do Plano Cruzado.

Simultaneamente, a administração do congelamento de preços também se revelou, gradativamente, um forte elemento complicador.

As distorções dos preços relativos e os ganhos obtidos pelos assalariados, somados à redução do Imposto de Renda retido na fonte e à "ilusão monetária" - sobretudo dos pequenos aplicadores, que ao se depararem com taxas de juros nominais muito baixas (condizentes com taxas baixas de inflação) tiveram a sensação de que as aplicações financeiras não estariam proporcionando bons rendimentos - formaram os componentes-chave para o aumento do consumo e a formação de estoques especulativos que se estabeleceram nos meses posteriores à decretação do Cruzado.

A manutenção prolongada de preços congelados em meio às distorções criadas pelas fórmulas de conversão dos preços e contratos, agravadas pelas pressões da demanda sem resposta da oferta na mesma magnitude, determinou o aparecimento do ágio, elemento acelerador da inflação.

### **3.2.3. A condução da desindexação e o surgimento de uma nova indexação.**

Observando a condução da desindexação da economia imposta pelo Plano Cruzado, também devemos entendê-la como um elemento fundamental para o fracasso do plano.

A proibição de mecanismos de indexação nos contratos em geral com prazo de validade menor que um ano, nas tarifas, preços públicos e no câmbio, respondiam ao desejo de se eliminar a "memória inflacionária".

Extinguindo a correção monetária<sup>65</sup> (do valor de face) e congelando por um ano as ORTN's<sup>66</sup> - que cumpriam papel de indexador de inúmeros contratos, enquanto "moeda de referência", por possuir um valor corrigido -, convertidas agora em OTN's, completaram-se as medidas de desindexação da economia.

Criando-se o IPC<sup>67</sup> e tomando-o como índice oficial da inflação, entretanto, o governo pôde manter alguns mecanismos de indexação.

Enquanto as OTN's seriam reajustadas em 01/03/87 de acordo com a variação do IPC no período correspondente aos doze meses anteriores, mantinha-se a permissão para que contratos de prazo superior a um ano possuissem cláusulas de indexação vinculadas à OTN.

Ao mesmo tempo, a correção monetária (pelo IPC) dos saldos do PIS/PASEP, do FGTS e das cadernetas de poupança (que passaram a ser reajustadas trimestralmente) foram mantidas.

Neste primeiro momento, porém, a maior modificação foi observada nos mecanismos de indexação salarial. A partir de então, os salários seriam reajustados automaticamente em 60% da taxa de inflação medida pelo IPC em

<sup>65</sup> indexação baseada em um índice de preços - medidor da inflação passada.

<sup>66</sup> Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional. Principal título público federal.

<sup>67</sup> Índice de Preços ao Consumidor, calculado pelo IBGE.

suas respectivas datas-base, podendo ser o restante negociado livremente. Adotou-se, também, um sistema de "escala móvel", onde os salários passaram a ser reajustados automaticamente sempre que a taxa de inflação acumulada ultrapassasse os 20%, a partir da vigência do Plano Cruzado ou da primeira negociação salarial (dissídio ou data-base).

Cumprir lembrar que com a disseminação da cobrança do ágio por toda a economia a partir de junho, os índices de preços deixam de captar a inflação de maneira realista (sobretudo o IPC, índice oficial), gerando inúmeras desconfiças por parte dos agentes. Diante deste quadro, os juros tornam-se, paulatinamente, potenciais indexadores com novas características, uma vez que embutem uma **estimativa da inflação futura**. A política de juros praticada pelo governo, portanto, assume importantes contornos, a medida que influem na capacidade ou estímulo a uma nova indexação.

Inicialmente, os juros não foram congelados, com a finalidade de utilizá-los para controlar processos especulativos com ativos reais e dolarizados.

O Banco Central, entretanto, praticou durante os meses de março, abril e maio uma política de juros baixos (ver tabela 1), mantendo a taxa diária do *overnight* muito próxima dos 1,8% ao mês (cerca de 16,3% ao ano, com 252 dias úteis). "O parâmetro para essa definição do over era a rentabilidade média das antigas ORTN's em poder do mercado, em torno de 16,5% a 17% ao ano além da correção monetária, agora zerada."<sup>68</sup>

Com esta taxa as instituições financeiras que "carregavam" suas carteiras com títulos públicos - diariamente no mercado - não tiveram prejuízo, porém o

<sup>68</sup> CARVALHO, C. Eduardo. (1992) Lequidez e choques antiinflacionários (in: *A luta pela sobrevivência da moeda nacional*).

rendimento real para o aplicador ficou muito próximo de zero, ou mesmo negativo, principalmente se considerarmos o desconto do imposto de renda na fonte.

A remonetização da economia (ver tabela 3), causada em um primeiro momento pelo clima de confiança na moeda estabelecido pela inflação baixa e pelo aumento da propensão ao consumo, foi sendo sancionada pelo governo.

Posteriormente, com as pressões de demanda, a formação de estoques e a prática da cobrança de ágio, as expectativas dos agentes quanto à inflação se aceleraram. Esta monetização, agora, permite forte especulação com ativos reais e dolarizados (ver tabela 5), levando o Banco Central a elevar pela primeira vez, em junho, os juros do over para 2% ao mês.

A elevação dos juros, a criação das LBC's (Letras do Banco Central) com remuneração equivalente à própria taxa média diária do overnight - na substituição das OTN's (em 01/07/86) - e as tentativas em desestimular o mercado financeiro de curtíssimo prazo ao portador - com as novas regras de tributação sobre as operações de curto prazo com lastro em títulos privados (ADM's), estabelecidas em 04/09/86 -, não conseguem desaquecer os mercados de risco.

Em 10/10/86 temos um passo definitivo na direção de um novo mecanismo de indexação financeira, com a criação dos Fundos de Curto Prazo, ao portador ou nominativo, dos quais deveriam destinar pelo menos 40% de suas carteiras para aplicações em LBC's.

A criação destes fundos, além de representar uma derrota definitiva nas tentativas de alongamento dos prazos das operações financeiras, abriu a possibilidade de que uma parcela significativa do público, que não tinha até então acesso ao *overnight*, realizasse aplicações com liquidez diária.

O recuo definitivo e a consolidação de uma nova indexação dá-se em novembro de 1986, com o pacote de medidas conhecido como Cruzado II

As expectativas de volta da inflação acelerada forçam a reintrodução da indexação como forma de estabilizar o mercado financeiro. O papel de indexador oficial, porém, passa para a LBC.

Desta vez, os rendimentos acumulados da LBC tornam-se indexadores para os empréstimos imobiliários do SFH, para as contas do FGTS e para reajustes dos valores nominais de diversos ativos financeiros e contratos em geral.

Complica-se, de maneira geral, o manejo da taxa de juros por parte do Banco Central, uma vez que sua fixação, no começo do mês, deve corresponder às expectativas dos agentes econômicos privados, a fim de evitar "corridas especulativas" para ativos reais e de risco, ou mesmo para o consumo. Em um ambiente de expectativas aceleracionistas da inflação, porém, o governo permanece extremamente imobilizado, tendo que sinalizar com taxas de juros altas para indicar ganhos reais aos aplicadores, exacerbando ainda mais as expectativas aceleracionistas da inflação, que agora podem ser transmitidas por toda a economia através dos preços e contratos indexados pelas mesmas taxas de juros.

Conclui-se que a desmontagem dos mecanismos de indexação baseados na inflação passada, durante o Plano Cruzado, não apresenta efeitos positivos, a medida que temos o surgimento gradativo - através das pressões especulativas dos agentes privados - de uma indexação baseada na taxa de juros. Este novo indexador, que surge no mercado financeiro, estende-se a inúmeros preços e contratos, por toda a economia, com o aumento das incertezas devido à inflação acelerada eminente.

Além deste indexador que reúne expectativas sobre a inflação futura, a nova fórmula de indexação salarial propicia uma redução na extensão do intervalo de reajustes (através do "gatilho") quanto maior a taxa de inflação, permitindo também a aceleração desta.

O “ressurgimento” da indexação, a partir deste momento, assume um aspecto muito mais prejudicial para a economia, acelerando a inflação por todos os setores da economia de maneira endógena<sup>49</sup>, uma vez que a taxa de juros encerra um componente especulativo expectacional e responde pela valorização da riqueza financeira. Esta nova “roupagem” das taxas de juros expande este componente especulativo para contratos e preços em geral sob a forma de mecanismos de indexação, tornando a desmontagem deste sistema muito mais complicada.

---

<sup>49</sup> sem que haja a necessidade de “choques” de qualquer tipo.

### **3.3. A SEGUNDA TENTATIVA DE DESINDEXAÇÃO : O PLANO VERÃO.**

#### **3.3.1. Introdução.**

Em 15/01/1989 é lançado o terceiro plano econômico de combate à inflação de cunho "heterodoxo inercialista"; o segundo, porém, a tentar desindexar amplamente a economia como forma de acabar com a "memória inflacionária".

Entretanto, o Plano Verão, como ficou conhecido, apoiava-se mais do que os outros em elementos típicos da ortodoxia econômica.

Utilizando-se de um congelamento de preços e de uma ampla extinção dos mecanismos de indexação pela inflação passada, seus formuladores entendiam que o sucesso do plano dependeria de um manejo adequado das políticas fiscal e monetária, de forma a controlar a demanda e evitar movimentos especulativos.

Esta avaliação se baseava no fracasso do Plano Cruzado, que devido a sua política monetária passiva, com a manutenção de taxas de juros muito baixas, havia permitido um crescimento do consumo e movimentos especulativos em direção aos ativos reais e de risco. Estes teriam sido os componentes centrais para o fracasso da primeira experiência heterodoxa.

Quanto ao Plano Bresser, seu principal defeito havia sido não combater a indexação, instituindo a URP<sup>70</sup> como indexador oficial de preços e salários.

A utilização de elementos ortodoxos e heterodoxos, porém, não resultou no êxito do Plano Verão. Ao contrário, seu fracasso se deu de maneira muito mais rápida, colocando o país na trajetória da hiperinflação.

---

<sup>70</sup> Unidade Referencial dos Preços.

Além dos desajustes causados pela fórmulas de conversão de preços e contratos, pela administração do congelamento de preços e pela desindexação da economia, o Plano Verão também foi fortemente atingido pelo próprio desgaste das “políticas heterodoxas” como instrumento antiinflacionário.

Admitindo que o objetivo fundamental de uma política de estabilização baseada no congelamento de preços e na desindexação está na reversão das expectativas inflacionárias, o Plano Verão - como terceira experiência heterodoxa em três anos - levava consigo enorme possibilidade de fracasso, baseado no aprendizado dos agentes privados diante de experiências semelhantes anteriores.

Os riscos apreendidos nas experiências de estabilização passadas, portanto, levariam os agentes a desenvolverem rapidamente iniciativas de caráter defensivo e/ou especulativo.

Grande parte das diferenças contidas no Plano Verão em relação às experiências anteriores de estabilização, desta maneira, tornaram-se quase que inoperantes na tentativa de reverter o regime das expectativas. Ao invés disso, colaboraram para a formação de expectativas aceleracionistas da inflação.

Utilizando-se de combinações distintas de conversão e congelamento de preços e contratos, somada a uma desindexação muito mais ampla dos mecanismos formais, o Plano Verão não conseguiu evitar que se gestassem movimentos especulativos por parte dos agentes privados.

### **3.3.2. Os problemas da heterodoxia e da ortodoxia do Plano Verão.**

Congelando os preços aos níveis praticados no dia do choque ou autorizados anteriormente, uma infinidade de reajustes foram sendo concedidos posteriormente, tentando evitar o desabastecimento ou o aparecimento do ágio - a partir das experiências do Cruzado.

Já o congelamento de salários e aluguéis foi realizado pela média real do ano de 1988, depois da concessão da última URP referente a janeiro.

O câmbio, para ser congelado, sofreu uma mididesvalorização de 17%, enquanto vários preços públicos, visando reduzir suas defasagens, foram corrigidos antes de serem congelados.

Esta composição distinta de conversão de preços e congelamento, entretanto, não pode ser considerada como elemento central para o fracasso do Plano Verão. Antes corresponderam a condições pré-plano distintas das observadas nos momentos anteriores, buscando, simultaneamente, evitar algumas pressões indesejadas sobre a estabilidade econômica no momento do "choque econômico" - como o crescimento do consumo devido a aumentos reais do salário, defasagens cambiais que afetassem as contas externas ou pressões de alguns setores no sentido de aumentar seus preços a fim de corrigir distorções anteriores, que ao se verem impedidos, reintroduziriam o ágio ou segurariam seus produtos.

Os elementos ortodoxos do Plano Verão, na visão dos seus formuladores, surgem como aspectos complementares fundamentais, que conduziriam-no ao êxito, diferentemente dos planos anteriores.

A prática de uma política de juros reais elevados, a contenção do crédito - através da elevação do compulsório para até 100% sobre os depósitos à vista e para até 60% daqueles sobre os demais títulos das instituições financeiras - e a

disposição em controlar os gastos correntes, impondo na arrecadação os limites para os gastos não-financeiros, sintetizam a disposição em manejar as políticas fiscal e monetária com a finalidade de impedir "explosões" de consumo ou movimentos especulativos na direcção de ativos reais ou dolarizados.

Com o passar dos meses, o ajuste fiscal que deveria ser implementado ao longo do congelamento revela-se precário, restando a manutenção de altas taxas de juros reais como única alternativa ortodoxa na contenção de movimento indesejados e desestabilizadores.

### 3.3.3. Desindexação e aperfeiçoamento da nova indexação.

Quanto à desindexação, o Plano Verão introduz uma mudança parcial na metodologia de cálculo da inflação de janeiro e fevereiro, de modo a contabilizar no IPC de janeiro a variação dos preços ocorrida após o dia 15 deste mês - data da decretação do plano -, que normalmente seria contabilizado no índice de fevereiro (16/01 a 15/02). Pretende-se, com esta medida, obter o índice mais baixo possível no primeiro mês do congelamento, de modo a diminuir a pressão da inércia inflacionária<sup>71</sup>.

A extinção da indexação formal baseada na inflação passada pode ser observada através do fim da URP (indexador de preços e salários) e da OTN plena ou fiscal (principal indexador oficial da economia), substituída pelo BTN (Bônus do Tesouro Nacional), que como títulos públicos de longo prazo, passariam a indexar contratos superiores a 90 dias, e pelas LFT's (Letras Financeiras do Tesouro), que passam a lastrear as operações no *overnight*.

Ficou proibido, no mesmo sentido, a pós-fixação de contratos financeiros inferiores ao prazo de 90 dias.

A caderneta de poupança, da mesma forma que durante o Cruzado, permanece como única aplicação financeira com correção monetária, evitando assim um possível deslocamento da riqueza financeira para o consumo.

O manejo dos juros, enquanto potenciais indexadores de preços e contratos, torna-se novamente muito importante para a análise deste trabalho.

De janeiro a maio pode-se dizer que a "manutenção de elevados juros reais mensais correspondiam apenas à recuperação das perdas passadas"<sup>72</sup> (ver tabela

<sup>71</sup> ver ROMANO, Ricardo. (1990). A hiperinflação hesitante. (in: *A política econômica no limiar da hiperinflação*).

<sup>72</sup> CARVALHO, C. Eduardo. (1992). *Op.cit.*

2) Isto permitiu segurar os aplicadores no over e nas cadernetas (que tiveram rendimentos das LFT).

Já ao final de março, diante do risco de grande fragilização financeira do setor público causada pelo crescimento dos encargos da dívida pública devido às altas taxas de juros praticadas, fica claro para o mercado que os juros altos apenas compensariam as perdas de janeiro, vindo a declinar mês a mês. Concomitantemente, a inflação volta a subir, com o IPC de março registrando inflação de 6,09%. O Plano Verão é colocado em "xeque", já que seu principal instrumento - a manutenção de elevadas taxas de juros reais - não pode ser mantido, resultando em fortes movimentos especulativos por parte dos aplicadores mais ágeis, que buscam se antecipar aos demais buscando sair do over e das cadernetas em direção a ativos com cotações ainda baixas (ver tabela 6). Imediatamente, intensas pressões por alterações no câmbio e pela flexibilização do controle de preços são introduzidas.

Resumindo, a ausência de instrumentos de indexação oficiais (formais) diante da eminência do descongelamento, "ao invés de produzir uma noção de estabilidade, acabou desencadeando, novamente, uma demanda dos agentes por outras formas de aferir a variação dos preços"<sup>73</sup>.

A tentativa em "salvar" o Plano Verão através de uma saída coordenada do congelamento através das câmaras setoriais acaba por introduzir diversos mecanismos de indexação aos preços e contratos<sup>74</sup>.

Combinado ao aparecimento de distintos mecanismos de indexação, decorrentes do descongelamento, a aceleração da inflação conduz a uma grande dispersão na medição da inflação entre os inúmeros índices de preços (ver tabela

<sup>73</sup> ROMANO, Ricardo. (1990). *Op.cit.*

<sup>74</sup> neste sentido, os salários seriam beneficiados por reajustes que reporiam as perdas pós-Plano Verão, enquanto o câmbio seria flexibilizado, passando a ser reajustado periodicamente segundo o IPA e uma cesta de moedas

7), contribuindo, também, para a utilização de indexadores que reúnam as expectativas de inflação futura.

Diferentemente da primeira tentativa de estabilização, a manutenção dos juros em níveis extremamente elevados parecem aos agentes privados insustentáveis<sup>75</sup>, provocando uma desconfiança generalizada marcada por uma "corrida" em direção a ativos reais e dolarizados.

Esta primeira fuga da indexação financeira, que reúne também uma desconfiança na efetividade dos juros como indexador diante da aceleração inflacionária, forçam a reintrodução da indexação diária com a criação do BTN fiscal (15/06/89), referendando-se os mecanismos de indexação financeira voltados para as expectativas inflacionárias e de prazos de incidência extremamente curtos. Adicionalmente, o governo mantém as taxas de juros elevadas no segundo semestre de 1989.

Neste movimento, "a taxa de juros do overnight (ou LFTs) acaba sendo eleita pelos agentes como a inflação real, sendo embutida implícita ou explicitamente nas transações interempresariais"<sup>76</sup>.

Estão garantidas, continuamente, a existência da moeda-indexada e de seu mecanismo de indexação *sui generis* - porque baseado na taxa de juros -, que pode se reproduzir em diversas cláusulas de contratos e aumento de preços.

O Plano Verão, atingindo os mecanismos de indexação dos preços e contratos baseados na inflação passada mas sem desmontar a indexação financeira que havia se gestado no Plano Cruzado - baseada na indexação através das taxas de juros do *overnight* -, mantém a saída aberta para eventuais "perdas" dos agentes econômicos decorrentes de uma nova aceleração inflacionária.

<sup>75</sup> mesmo porque os juros, diante da aceleração da inflação, tiveram dificuldades em se manterem, em termos reais, extremamente positivos (acima da inflação) - conforme observado de janeiro a maio de 1989 e contrariando o senso comum.

<sup>76</sup> ROMANO, Ricardo. (1991). *Op.cit.*

### 3.4. CONCLUSÃO.

Este capítulo procurou desenvolver uma análise sobre as tentativas de desindexação implementadas no Brasil nos anos 80. Desta maneira, podemos comprovar empiricamente que os fracassos destas iniciativas estiveram ligados à uma mudança significativa no papel desempenhado pela indexação e na atuação dos agentes econômicos privados neste ambiente.

Observando-se a instituição da Moeda Indexada, criada no segundo semestre de 1986 - após a derrocada do Plano Cruzado - e o seu desenvolvimento, - sobretudo a partir de 1989, com o fracasso do Plano Verão - a sociedade brasileira buscou, sempre, manter instrumentos de defesa diante da grande instabilidade inflacionária. Quando a instabilidade aumenta, estes instrumentos se aperfeiçoam, tornando muito mais complexas quaisquer tentativas de desindexação.

O Plano Cruzado e o Plano Verão atestam estes limites encontrados pelas políticas de estabilização no Brasil.

## **CAPÍTULO 4 : CONCLUSÃO FINAL.**

Destacando os autores que mais detidamente analisaram os mecanismos de indexação no Brasil ao longo dos anos 80, pudemos observar o surgimento de uma indexação financeira, através da criação da moeda indexada, qualitativamente diferente das demais.

Esta nova indexação, responsável pela aceleração da inflação - por que baseada nas taxas de juros, embutem expectativas futuras da inflação - generaliza-se por toda a economia através das cláusulas de indexação de inúmeros outros contratos, bem como na correção dos preços em geral.

Esta transformação e generalização da nova indexação - com seu papel acelerador da inflação - têm explicação na formação de expectativas condicionadas que vão sendo gestadas pelos agentes econômicos privados em ambientes de grande incerteza, marcados pela aceleração da inflação e os diversos "choques heterodoxos". O comportamento especulativo destes agentes impulsiona as transformações nos mecanismos de indexação, conduzindo-os a servirem à valorização da riqueza, paralelamente à sua conservação.

Os dois planos que privilegiaram a desindexação - Plano Cruzado e Plano Verão - não atentaram para o desenvolvimento desta nova indexação.

Preocupados em debelar a indexação baseada na inflação passada - que segundo a teoria inercialista, seria a grande responsável pela inflação brasileira -, esquecem-se de que a indexação, paulatinamente, atrelava-se à inflação futura.

Os planos subsequentes, inclusive o Plano Real, não parecem escapar a esta "armadilha".

Ao contrário, os mecanismos atuais de indexação diária através da Taxa Referencial de Juros (TR), não sendo combatidos, reforçam este novo papel da indexação.

A reforma monetária do Plano Real, sem dúvida nenhuma, representou uma saída original para a inflação inercial no Brasil. Suas bases teóricas, nitidamente, podem ser encontradas na proposta da "moeda indexada" de André Lara Resende<sup>77</sup>. A superindexação da economia brasileira - através da introdução da Unidade Real de Valor (URV), como indexador único e quase perfeito para todos os preços e contratos - encurtam ao limite os prazos de correção dos valores nominais (que passam a ser corrigidos diariamente). Os efeitos da inflação passada, por isso, tornam-se cada vez mais reduzidos, enquanto, paralelamente, desenvolve-se uma hiperinflação na "moeda nacional antiga". Todos os agentes são impelidos a buscar referência para seus valores no indexador oficial, que reunindo gradativamente as funções de reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamento, pode ser transformada em uma nova moeda nacional - o real.

Curiosamente, o combate à indexação presa ao passado acaba por reforçar os instrumentos de indexação expectacionais - sobretudo a Moeda Indexada do mercado financeiro -, que são mantidos e estimulados por altas taxas de juros visando desaquecer o consumo e, principalmente, impedir uma "corrida" dos agentes privados em direção a outra moeda (dólar) para se resguardar da "hiperinflação controlada" do início do Plano Real - ao invés de procurar a URV.

Até os dias de hoje, permanecemos presos ao dilema da indexação com altas ou baixas taxas de inflação, com a aceleração ou desaceleração da inflação. Pior ainda, fizemos senão confirmar a afirmação de Mário Henrique Simonsen de que a "meia desindexação pode ser pior que nenhuma desindexação"<sup>78</sup>.

<sup>77</sup> exposta no capítulo 1

<sup>78</sup> ver COSTA, Fernando N. da. (1990). *Estado de confiança e hiperinflação: um: Inflação e hiperinflação: interpretações e retórica.*

Em outras palavras, iludir os agentes com meias reformas, que não atingem o âmago da questão, pode cristalizar expectativas que tornem mais difíceis as reformas por inteiro. Romper com mecanismos de indexação baseados na inflação passada, que não possuem mais a importância de outrora, pode dificultar e muito o rompimento da nova indexação.

**tabela 1 :**

Juros brutos do overnight (títulos federais). Taxas acumuladas no mês, nominais e reais (deflacionadas pela inflação oficial, do mês e do mês anterior.

| mês    | over bruto | over sobre<br>inflação do mês | over sobre<br>inflação do mês<br>seguinte |
|--------|------------|-------------------------------|-------------------------------------------|
| dez.85 | 13,96      | 0,53                          | -1,95                                     |
| jan.86 | 16,67      | 0,38                          | 2,02                                      |
| fev.   | 14,54      | 0,16                          | 14,67                                     |
| mar.   | 1,18       | 1,29                          | 0,40                                      |
| abr.   | 1,25       | 0,47                          | -0,15                                     |
| mai.   | 1,22       | -0,18                         | -0,05                                     |
| jun.   | 1,42       | 0,15                          | 0,23                                      |
| jul.   | 1,95       | 0,75                          | 0,26                                      |
| ago.   | 2,57       | 0,87                          | 0,84                                      |
| set.   | 2,94       | 1,20                          | 1,02                                      |
| out.   | 1,89       | -0,01                         | -1,35                                     |
| nov.   | 2,37       | -0,89                         | -4,57                                     |
| dez.   | 5,51       | -1,64                         | -9,68                                     |

FONTE : CARVALHO,C.E. (1992). Op.cit.

Obs.: Índice oficial: de dez.85 a fev.86 - IPCA; em mar.86 a taxa de -0.11% corresponde a variação dos preços entre 28/02 e a base de preços coletada em março; de abr.86 a dez.86. - IPC.

O cálculo dos juros reais a partir da inflação oficial do mês seguinte tenta contornar as distorções provocadas pela defasagem de tempo entre a remuneração corrente das aplicações e a coleta de preços do IPC (entre o dia 15 do mês anterior e o dia 14 do mês a que se refere o índice).

**tabela 2:**

Juros brutos overnight (títulos federais). Taxas acumuladas no mês, nominais e reais (deflacionadas pelo índice oficial, do mês e do mês seguinte).

| mês    | over bruto | over sobre<br>inflação do<br>mês | over sobre<br>inflação do mês<br>seguinte |
|--------|------------|----------------------------------|-------------------------------------------|
| dez.88 | 30,24      | 1,13                             | -23,51                                    |
| jan.89 | 22,97      | -27,78                           | 18,70                                     |
| fev.   | 18,95      | 14,82                            | 12,12                                     |
| mar.   | 20,44      | 13,53                            | 12,24                                     |
| abr.   | 11,52      | 3,92                             | 1,44                                      |
| mai.   | 11,43      | 1,36                             | -10,73                                    |
| jun.   | 27,29      | 1,97                             | -1,14                                     |
| jul.   | 33,16      | 3,42                             | 2,95                                      |
| ago.   | 35,50      | 4,76                             | -0,33                                     |
| set.   | 38,60      | 1,95                             | 0,71                                      |
| out.   | 47,71      | 7,33                             | 4,45                                      |
| nov.   | 48,41      | 4,94                             | -3,35                                     |
| dez.   | 64,22      | 6,95                             | 5,20                                      |

FONTE: CARVALHO, C.E. (1992). *Op.cit.*

**tabela 3:**

Principais haveres financeiros. Participação no total (em %). Saldos em final de período.

| mês    | haveres monetários | haveres não monetários |
|--------|--------------------|------------------------|
| dez.85 | 13,9               | 86,1                   |
| jan.86 | 11,3               | 88,7                   |
| fev.   | 11,1               | 88,9                   |
| mar.   | 18,0               | 82,0                   |
| abr.   | 21,2               | 78,8                   |
| mai.   | 23,7               | 76,3                   |
| jun.   | 26,5               | 73,5                   |
| jul.   | 26,3               | 73,7                   |
| ago.   | 26,9               | 73,1                   |
| set.   | 26,9               | 73,1                   |
| out.   | 27,8               | 72,2                   |
| nov.   | 28,6               | 71,4                   |
| dez.   | 29,5               | 70,5                   |

FONTE : CARVALHO, C.E. (1992). *Op.cit.*

Obs.: haveres monetários : papel moeda em poder do público e depósitos à vista.

haveres não-monetários : depósitos de poupança, depósitos a prazo fixo, letras de câmbio, títulos federais em poder do público, títulos estaduais e municipais.

**tabela 4 :**  
Principais haveres financeiros : Participação no total (em %).  
SalDOS em final de período.

| mês    | haveres monetários | haveres não monetários |
|--------|--------------------|------------------------|
| dez.88 | 8,7                | 91,3                   |
| jan.89 | 9,0                | 91,0                   |
| fev.   | 7,9                | 92,1                   |
| mar.   | 7,2                | 92,8                   |
| abr.   | 9,3                | 90,7                   |
| mai.   | 8,3                | 91,7                   |
| jun.   | 7,8                | 92,2                   |
| jul.   | 6,9                | 93,1                   |
| ago.   | 6,0                | 94,0                   |
| set.   | 6,2                | 93,8                   |
| out.   | 6,1                | 93,9                   |
| nov.   | 6,0                | 94,0                   |
| dez.   | 7,2                | 92,8                   |

FONTE : CARVALHO,C.E. (1992). *Op.cit.*

**tabela 5 :**

Preços de linhas telefônicas e dólar no paralelo. Valores reais (dez. de 1985 =100), fim de período.

| mês    | linhas telefônicas | dólar paralelo |
|--------|--------------------|----------------|
| dez.85 | 100,00             | 100,00         |
| jan.86 | 109,50             | 93,76          |
| fev    | 109,96             | 83,91          |
| mar.   | 118,50             | 92,70          |
| abr.   | 133,26             | 97,73          |
| mai.   | 172,14             | 96,85          |
| jun.   | 251,92             | 103,57         |
| jul.   | 241,41             | 110,65         |
| ago.   | 196,37             | 105,19         |
| set.   | 189,65             | 121,24         |
| out.   | 186,11             | 124,67         |
| nov.   | 173,25             | 112,65         |
| dez.   | 157,20             | 104,62         |

FONTE : CARVALHO, C.E. (1992). *Op.cit.*

**tabela 6:**

Preços de linhas telefônicas e dólar paralelo. Valores reais (dez. de 85 = 100), fim do período.

| mês    | linhas telefônicas | dólar paralelo |
|--------|--------------------|----------------|
| dez.88 | 144,84             | 128,69         |
| jan.89 | 98,21              | 78,95          |
| fev.   | 111,81             | 92,00          |
| mar.   | 122,19             | 115,63         |
| abr.   | 188,36             | 127,34         |
| mai.   | 238,22             | 118,43         |
| jun.   | 285,51             | 111,23         |
| jul.   | 233,83             | 109,48         |
| ago.   | 186,05             | 160,72         |
| set.   | 171,24             | 143,18         |
| out.   | 170,77             | 147,95         |
| nov.   | 167,14             | 92,47          |
| dez.   | 152,96             | 118,68         |

FONTE : CARVALHO,C.E. (1992). *Op.cit.*

**tabela 7 :**  
Dispersão dos Índices de Preços (%) em 1989 :

| mês    | IGP-DI<br>(FGV) | IPA-DI<br>(FGV) | IPC<br>(IBGE) | INPC  | IPCA  |
|--------|-----------------|-----------------|---------------|-------|-------|
| jan.89 | 36,6            | 36,1            | 70,28         | 35,48 | 37,49 |
| fev.   | 11,8            | 10,7            | 3,6           | 10,35 | 16,73 |
| mar.   | 4,2             | 3,1             | 6,09          | 25,9  | 6,82  |
| abr.   | 5,2             | 4,9             | 7,31          | 8,06  | 8,33  |
| mai.   | 12,8            | 11,2            | 9,94          | 16,67 | 17,92 |
| jun.   | 26,8            | 25,4            | 24,33         | 29,40 | 28,65 |
| jul.   | 37,9            | 39,4            | 28,76         | 27,40 | 27,74 |
| ago.   | 36,5            | 37,7            | 29,34         | 33,18 | 33,71 |
| set.   | 38,9            | 41,4            | 35,95         | 36,35 | 37,56 |
| out.   | 39,7            | 40,3            | 37,62         | 33,76 | 39,77 |
| nov.   | 44,3            | 44,3            | 41,42         | 48,47 | 47,82 |
| dez.   | 49,4            | 48,9            | 53,55         | 51,28 | 51,50 |

FONTE : CONJUNTURA ECONÔMICA (1990), ANUÁRIO ESTATÍSTICO  
BRASILEIRO (1990).

## BIBLIOGRAFIA

1. ALVES DA SILVA, José M. (1993). Uma visão pós-keynesiana da inflação brasileira. In: *Inflação Brasileira* p.107-120.
2. AMADO, Adriana M. (1992). O real e o monetário em economia : traços ortodoxos e heterodoxos do pensamento econômico. In: *Moeda e produção : teorias comparadas*. Universidade Nacional de Brasília (UnB).
3. ARIDA, Pérsio. (1986). Inflação inercial e reforma monetária : Brasil. In: *Inflação Zero*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, p.10-35.
4. BAER, Werner. (1987). A retomada da inflação no Brasil : 1974-1986. Revista de Economia Política. São Paulo, vol.7, número 1, jan.-mar.
5. BRESSER PEREIRA, Luís C. (1981). A inflação no capitalismo de Estado (e a experiência brasileira recente). Revista de Economia Política. São Paulo, vol.1, número 2, abr.-jun.
6. \_\_\_\_\_ (1992). A lógica perversa da estagnação : dívida, déficit e inflação no Brasil. In: *A luta pela sobrevivência da moeda nacional*. São Paulo : Paz e Terra, p.91-125.
7. BRESSER PEREIRA, L.C. e NAKANO, Yoshiaki. (1984). Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. Revista de Economia Política. São Paulo, vol.4, número 1, jan.-mar.
8. \_\_\_\_\_ (1984). Política administrativa de controle da inflação. Revista de Economia Política. São Paulo, vol.4, número 3, jul.-set.
9. \_\_\_\_\_ (1986). Inflação inercial e Plano Cruzado. Revista de Economia Política. São Paulo, vol.6, número 3, jul.-set.
10. CARDOSO, Eliana A. (1989). Economia Brasileira ao alcance de todos. São Paulo. Brasiliense.
11. CARNEIRO, Ricardo (1987). A trajetória do Plano Cruzado. folheto. IE/UNICAMP. Campinas.
12. CARVALHO, Carlos Eduardo. (1992). Liquidez e choques antiinflacionários. In: *A luta pela sobrevivência da moeda nacional*. São Paulo : Paz e Terra.
13. CARVALHO, Fernando J. Cardim. (1990). Alta inflação e hiperinflação : uma visão pós-keynesiana. Revista de Economia Política. São Paulo, vol. 10, número 4 (40), out.-dez.

14. COSTA, Fernando Nogueira da. (1990). Estado de confiança e hiperinflação. *in: Inflação e hiperinflação: interpretações e retórica*. São Paulo. Ed. Bional.
15. \_\_\_\_\_ (1992). Fixação dos preços e inflação. Cadernos da FCECA - PUCCAMP, vol.2, número 2.
16. DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. (1993). Macroeconomia. São Paulo : McGraw-Hill.
17. ENDO, Seiti Kaneko. (1988). Contribuição ao estudo da correção monetária. Faculdade de Economia da Universidade de São Paulo. Série FEA - Estudos Acadêmicos.
18. FONSECA, Eduardo G. da. (1994). Liberalismo e a entropia das informações. Folha de São Paulo, 17/04.
19. FRENKEL, Roberto. (1979). Decisões de preços em regime de alta inflação. Estudos CEDES. Argentina.
20. \_\_\_\_\_ (1990). Inflação: o inferno tão temido. *In: Inflação e Hiperinflação: interpretações e retórica*. São Paulo. Ed. Bional.
21. HOLANDA BARBOSA, Fernando de. (1984). Inflação e indexação. Conjuntura Econômica. Rio de Janeiro. número 4, abr.
22. \_\_\_\_\_ (1992). A controvérsia monetarista no hemisfério norte. *In: Moeda e Produção : teorias comparadas*. Universidade Nacional de Brasília (UnB).
23. \_\_\_\_\_ (1993). A indexação dos ativos financeiros : uma experiência brasileira. Revista Brasileira de Economia. Rio de Janeiro, 47 (3), p.373-397, jul.-set.
24. KANDIR, Antônio. (1988). A dinâmica da inflação. São Paulo. Nobel.
25. KLAMER, Arjo. (1988). Um pano de fundo para as entrevistas. *in: Conversa com economistas*. São Paulo : Ed. Pioneira.
26. LARA RESENDE, André. (1984). A moeda indexada : uma proposta para eliminar a inflação inercial. Texto para discussão, número 75, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. set.
27. \_\_\_\_\_ (1984). A moeda indexada : nem mágica, nem panacéia. Texto para discussão, número 81, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. dez.
28. LEITE, Antônio Dias. (1987). Plano Cruzado : esperanças e decepção. Texto para discussão, número 128, UFRJ-IEI.

29. LOPES, Francisco. (1984). Inflação inercial, hiperinflação e desinflação : notas e conjecturas. Texto para discussão, número 77, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. nov.
30. \_\_\_\_\_ (1986). O choque heterodoxo. Rio de Janeiro : Campus.
31. MADL, Maria Alejandra C. (1993). Política monetária no Brasil - uma interpretação pós-keynesiana. tese de doutorado. Instituto de Economia da Unicamp. nov.
32. MARQUES, Maria Silvia Bastos. (1988). O Plano Cruzado : teoria e prática. Revista de Economia Política. vol.8, número 3, jul.-set.
33. MENDONÇA de BARROS, Luis C. (1985). Indexação e desindexação : debate a ser retomado. Fundação SEADE, 1 (3), p.38-45.
34. \_\_\_\_\_ (1993). A moeda indexada : uma experiência brasileira. Revista Economia e Sociedade, número 2, Instituto de Economia da Unicamp.
35. MODIANO, Eduardo M. (1985). A inflação e a moeda indexada. Texto para discussão, número 99, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. jun.
36. MOLLO, Maria de Lourdes R. (1988). Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias : uma leitura de Minsky. Revista de Economia Política. Vol.8, número 1, jan.-mar.
37. MOURA DA SILVA, Adroaldo (1981). Inflação: reflexões à margem da experiência brasileira. Revista de Economia Política. Vol.1. número 3. Jul.-set.
38. NOGUEIRA, Mauro R. (1985). Desindexação : a cura da moeda. Instituto brasileiro de Marketing. São Paulo.
39. REGO, José M.; MAZZEO, Luzia M.; FILHO, Edson de F. (1986). Teorias sobre inflação : uma abordagem introdutória. In: *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o plano Cruzado*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, p. 9-46.
40. ROMANO, Ricardo. (1990). Hiperinflação hesitante. in: *A política econômica no limiar da hiperinflação*. Campinas. Hucitec-Fecamp.
41. SERRANO, Franklin L.P. (1986). Inflação inercial e desindexação neutra. In: *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o plano Cruzado*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, p. 105-121.
42. SILVEIRA, Caio César L. Prates da . (1987). Plano Cruzado : a dramática reversão das expectativas. Texto para discussão, número 110. UFRJ-IEI. jan.

43. SIMONSEN, Mário H. (1970). Inflação : Gradualismo versus Tratamento de choque. Rio de Janeiro : APEC.
44. \_\_\_\_\_ (1985). A inflação brasileira : lições e perspectivas. Revista de Economia Política. vol.5, número 4, out.-dez.
45. TAVARES, Maria da C.; BELLUZZO, Luís Gonzaga de M. (1986). Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. In: *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o plano Cruzado*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, p.47-71.
46. VIANNA, Pedro Jorge R. (1984). Inflação x Indexação : uma contribuição ao tema. Instituto Euvaldo Lodi. Federação das Indústrias do Estado do Ceará. Fortaleza. dez.
47. Documentos e artigos na imprensa sobre o Plano Cruzado. (1986). Revista de Economia Política. vol.6, número 3, jul.-set.
48. Revista Conjuntura Econômica (FGV). vol.43, número 1, jan.89 ; vol.44, números 1-4, jan.-abr.90.
49. Boletim do CRE.
50. Anuário Estatístico Brasileiro (IBGE).