

## UM ESTRANHO CONCEITO\*

*Persio Arida*

Dedicado à memória de Mauro Boianovsky<sup>1</sup>

### INTRODUÇÃO

A republicação do *Conversas com economistas brasileiros* aos trinta anos do Plano Real e quarenta anos do Plano Larida<sup>2</sup> suscitou-me três indagações. Primeira: como as conversas e os trabalhos da escola inercialista da PUC-RJ vieram a gerar propostas de estabilização e, dentre elas, o Plano Larida? Segunda: quais as similitudes e diferenças entre a arquitetura conceitual do Larida e a do Plano Real? Terceira: o Real poderia ter acontecido antes?

Este artigo estrutura-se da seguinte forma: a seção 1 é um *paper* de História do Pensamento Econômico, parte de um trabalho mais longo que deveria ter sido publicado em coletânea organizada por Boianovsky *et al.* (2023), mas que não foi terminado a tempo, permanecendo inédito. Alguns de seus argumentos foram apresentados em dezembro de 2017, em um seminário na Casa das Garças no Rio de Janeiro. Aqui agradeço os comentários dos que lá estiveram.

---

\* Agradeço a revisão e paciência de Luis Felipe Cozac diante do longo período de escrita deste artigo.

<sup>1</sup> Mauro Boianovsky foi meu aluno em um curso de História do Pensamento Econômico no início da década de 1980 ministrado no curso de mestrado da PUC-RJ. Lembro vivamente de uma aula em que mencionei Wicksell e o conceito de taxa natural de juros, no contexto de um percurso que ia de Patinkin (1965) a Friedman (1968). Mauro me procurou pouco depois dizendo que tinha resolvido escrever sua tese sobre Wicksell. E foi de fato com Wicksell que se iniciou sua brilhante carreira acadêmica. Seu conhecimento enciclopédico e rigor de suas análises fizeram com que conseguisse um merecido reconhecimento internacional. Como professor que fui, nada mais gratificante do que receber o elogio que ele me fez em um e-mail em 2023: “como já disse, foi com você que aprendi a importância e relevância de HPE como empreendimento intelectual”.

<sup>2</sup> O apelido “Larida” foi cunhado por Rudi Dornbusch. O texto em inglês está em J. Williamson (1985). Os artigos originais foram publicados anteriormente nos *Textos para Discussão* da PUC-RJ e em alguns periódicos brasileiros.

As seções 2 e 3 são mais curtas e baseadas, com algumas novas ideias, em Arida (2024). Discutem, respectivamente, a segunda e terceira questões acima. A seção 4 apresenta a bibliografia.

## 1. A INFLAÇÃO PURAMENTE INERCIAL

O trabalho encomendado por Mauro Boianovsky tem duas teses principais.

Primeira: a produção intelectual da escola inercialista — basicamente *Textos para Discussão* do Departamento de Economia da PUC-RJ (TDs), artigos em revistas especializadas, jornais e *papers* não publicados — orientou-se pelo desenvolvimento de um conceito. Estou longe aqui de utilizar a historiografia tradicional, centrada no papel de indivíduos e obcecada por descobrir quem falou o quê, em primeiro lugar. Não há nada de errado nesse *approach*, até porque as ideias precisam ser expressas por indivíduos para existir socialmente. É a historiografia apropriada para entender a evolução do instrumental analítico da profissão. Falta-lhe, no entanto, o aspecto social, coletivo, inerente a uma escola de pensamento autorreferida.

Segunda: o surgimento do conceito de uma inflação puramente inercial deu origem a um programa de pesquisas e permitiu estreitar o foco das discussões da escola inercialista em um único problema: como desinflacionar uma economia indexada de uma forma politicamente factível? O Larida surgiu em resposta à essa questão.

Vou percorrer aqui, e de forma muito simplificada, essas duas teses. O que deixo de lado, por limitação de espaço: (a) os desdobramentos pós-1984 da escola inercialista; (b) diferenças e similitudes entre os argumentos aqui apresentados e os da já avantajada literatura sobre a escola inercialista;<sup>3</sup> (c) a retomada de temas da escola inercialista pelo *mainstream*;<sup>4</sup> (d) a leitura e o acompanhamento em detalhe da produção da escola inercialista, a formação de um programa de pesquisas e as propostas de estabilização; (e) questões metodológicas inerentes a estudos dessa natureza.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> Como exemplos de teses acadêmicas dedicadas à escola inercialista, ver Roncaglia (2015) e Barros de Castro (1999).

<sup>4</sup> Como exemplos, ver Calvo (1996) sobre moeda remunerada ou Werning e Lorenzoni (2023) sobre conflitos distributivos.

<sup>5</sup> Há, no mínimo, duas questões metodológicas a considerar. A primeira é a evolução

## 1.1

Importa lembrar que houve uma significativa mudança de estilo da modelagem econômica entre meados dos anos 1960 e o final dos anos 1970. De um estilo baseado em grandes modelos econométricos que buscavam captar a economia como um todo por intermédio de uma modelagem a mais realista possível, como FMP (Fed-MIT-Penn), partiu-se para um estilo minimalista, com poucas equações, não necessariamente com fundamentos microeconômicos, visando iluminar algumas variáveis-chave e problemas de política econômica, os chamados *toy models*.

O *toy model* preferido da escola inercialista era o gráfico em formato de serra que mostrava a evolução do salário real ao longo da duração de um contrato salarial com 100% de indexação à inflação do período anterior. Basicamente, nesse *toy model*, o salário real efetivo (prevalente na média do período) cairia com a inflação, cresceria com uma periodicidade de reajustes mais frequente ou com um salário contratual maior.

Esse *toy model* nada tinha de novo. Contratos salariais indexados já haviam sido analisados no Brasil por Mário Henrique Simonsen e constavam do *mainstream* na forma de quatro proposições:

a) Em pleno emprego, discrepâncias entre o salário real desejado (resultante da barganha salarial com sindicatos) e o salário real factível (que dependeria do nível de produtividade), o chamado *aspirational gap*, seriam resolvidas pela inflação;

b) A indexação poderia surgir endogenamente como uma forma de repartição de riscos diante da possibilidade de mudanças não antecipadas no nível de preços ou falta de credibilidade das políticas econômicas. Mas a indexação poderia também surgir exogenamente, ditada por lei;

c) Em uma economia com indexação *backward looking*, o efeito de determinado desequilíbrio fiscal sobre a inflação seria muito maior do que em uma economia sem indexação;

---

do chamado *group belief*. Ou seja: embora a intuição da realidade seja comum a todos os participantes da escola inercialista, a evolução dessa intuição se faz em um processo desigual em que nem todos pensam o mesmo em um dado momento de tempo. O tema, bastante conhecido na literatura de epistemologia social, está bem descrito em O'Connor (2024). Outra questão advém da minha dupla condição de escriba desse texto e participante da escola inercialista. Há vantagens nisso, mas também desvantagens — o risco das armadilhas seletivas da memória e da falta de distanciamento.

d) Contratos com datas dessincronizadas ou intercaladas de reajustes fariam com que a inflação passasse a ser inercial.<sup>6</sup>

Por que, tendo feito uma robusta reflexão sobre contratos salariais, intercalados e indexados, nunca surgiu do pensamento *mainstream* uma proposta efetiva para eliminar a inflação no Brasil? Embora esteja longe do meu objetivo aqui traçar o surgimento na literatura econômica, nos anos 1970 e no início dos 1980, de contratos indexados e seus desdobramentos, a resposta é relativamente simples: o interesse do *mainstream* estava em outro lugar.<sup>7</sup>

O que inexistia no *mainstream* era o conceito de uma inflação alta e crônica que, na ausência de choques externos, se estabilizaria em patamares muito elevados *sem* que houvesse desequilíbrio fiscal e *sem* que a moeda, uma dívida do governo com juro nominal zero, tivesse papel de relevo. Seria uma inflação predominantemente inercial. O “predominantemente inercial” no caso era apenas uma maneira prudente de designar uma inflação puramente inercial porque, na vida social, raríssimos são os fenômenos puros.

Era um estranho conceito. No pensamento *mainstream* da época, basicamente monetarista, era possível conceber uma inflação de equilíbrio alta e crônica. Supondo, para simplificar, que todo o financiamento do déficit público dependeria da emissão da moeda, a curva de Laffer implicava que haveria um equilíbrio com baixa inflação e outro com alta inflação. Dependendo da velocidade e forma de ajuste das expectativas, o equilíbrio de alta inflação poderia ser estável, configurando uma armadilha e suscitando o pro-

---

<sup>6</sup> Ver, por exemplo, Azariadis (1978), Gray (1976), Rowthorn (1977), Fischer (1977), Taylor (1980) e Blanchard (1982).

<sup>7</sup> A modelagem da indexação em textos em Fischer (1977) visava mostrar que havia espaço para uma política monetária ativa, em contraposição à política monetária passiva preconizada por Milton Friedman. Note-se aqui que por política monetária passiva entendia-se uma quantidade de moeda que seguia uma regra predeterminada; por política monetária ativa entendia-se a quantidade de moeda sendo ajustada de forma ótima a diferentes circunstâncias. Era o debate *rules versus discretion*, com ou sem expectativas racionais. Contratos indexados serviam também para questionar a hipótese de que os preços sempre estão instantaneamente equilibrados (ver Malinvaud, 1977). Outro debate relevante era sobre o efeito da indexação do ponto de vista do socialmente ótimo. Haveria um lado positivo (manter o salário real de equilíbrio constante), mas desencorajaria o Banco Central ao aumentar o custo social de políticas contracionistas como em Barro e Gordon (1983). O fato é que a discussão da economia *mainstream* sobre indexação passava ao largo do problema da estabilização. Calvo (1983) e Taylor (1979) não são exceções.

blema de como transitar de um para outro equilíbrio.<sup>8</sup> Ou seja: equilíbrios de alta inflação não eram estranhos ao pensamento *mainstream*. O estranho, no caso, era o papel da moeda: a inflação, nos dois equilíbrios da curva de Laffer, decorre da emissão de moeda necessária para gerar o ganho de senhoriagem. No pensamento inercialista, mesmo em sua forma mais elementar, a moeda é passiva.

Outra maneira de conceber uma inflação alta e estável, ainda no *framework* monetarista, era imaginar que a economia se encontrava em algum ponto de uma curva de Phillips vertical de longo prazo. Nessa curva, há um *continuum* de inflações tão altas quanto se queira e todas compatíveis com a taxa natural de emprego. Essa curva supõe equilíbrio nas contas públicas, sendo o ganho de senhoriagem exatamente igual à necessidade de financiamento do governo.<sup>9</sup> Aqui também a similaridade com o equilíbrio da inflação inercialista é apenas superficial. A curva de Phillips vertical reflete um hipotético longo prazo, quando no pensamento inercialista, como veremos abaixo, a curva de Phillips é quase horizontal, de curto ou médio prazo, e o patamar de inflação responde assimetricamente a choques.

Retomemos aqui o equilíbrio puramente inercial.

Na tipologia da escola inercialista, a inflação puramente inercial se situava entre uma inflação “normal” e a hiperinflação. Na inflação “normal”, tipicamente de um dígito ou pouco mais, sem prevalência da indexação, importaria apenas que as políticas fiscal e monetária eliminassem o excesso de demanda. Na gênese de uma inflação alta e crônica, o desequilíbrio nos “fundamentos” e a perda de confiança na capacidade ou determinação do governo de brechar o processo inflacionário teriam papel-chave. Mas a partir de um

---

<sup>8</sup> Ver Sargent e Wallace (1987), Evans e Yarrow (1981) e Bruno e Fischer (1987, primeira versão 1984).

<sup>9</sup> Pastore interpreta o Larida nos termos de uma curva de Phillips vertical. Na entrevista a este livro, perguntado sobre o Larida, comenta: “O que tem de interessante é a ideia de que se pode escorregar sobre uma curva de Phillips vertical quando se tem uma inflação muito alta. Quer dizer, se houver esse processo de inflação acumulado com passividade monetária, pode-se fazer exatamente o que foi feito no Plano Real: indexar tudo. Assim eu interpreto a URV”. A mesma formulação aparece em Almonacid e Pastore (1975): se todos os contratos da economia fossem perfeitamente indexados, a taxa de crescimento seria dada pela taxa natural “e toda a análise recairia no limite clássico da perfeita flexibilidade de preços e salários”. Transparece aqui mais uma diferença entre os conceitos: uma coisa é inflação com plena flexibilidade de preços e salários, outra coisa é a mesma inflação com os salários e contratos indexados.

determinado ponto, a inflação poderia prosseguir inercialmente independentemente dos “fundamentos”. Essa inflação se fixaria em patamares que, como veremos abaixo, reagiriam assimetricamente a choques, tendo mais chance de subir do que de cair. A hiperinflação é o caso-limite em que a inflação é tão alta que a memória carregada pela inércia desapareceria, com todos os preços passando a ser reajustados continuamente.

Do ponto de vista da economia política, trata-se mais propriamente de um regime em que os responsáveis pela política econômica consideram possível conviver com inflações altas por meio do desenvolvimento de sofisticados sistemas de indexação nos mercados de trabalho, de capitais e no sistema de arrecadação. A ideia é que era possível crescer e derrubar a inflação, ainda que lentamente, por meio da indexação compulsória. Israel e várias economias na América Latina como Brasil, México, Chile, Argentina e, um pouco mais tarde, Peru funcionaram durante períodos razoavelmente longos nesse regime. Até Milton Friedman se encantou com as supostas virtudes da indexação. Depois de uma visita ao Brasil, chegou a escrever um artigo na revista *Newsweek* propondo indexar a economia dos Estados Unidos para minimizar os efeitos da inflação.<sup>10</sup>

Como se verificou posteriormente, os mecanismos de indexação, que supostamente tinham por objetivo mitigar o efeito da alta inflação, terminaram por ter o efeito oposto. Além da aceleração da inflação, o efeito distributivo foi adverso. Ainda do ponto de vista da economia política, os grupos com rendas eficientemente protegidas da inflação, não por acaso os mais influentes politicamente, constituíam um obstáculo a ser superado nas tentativas de estabilização (Leiderman e Liviatan, 2003).

Foi esse estranho conceito de uma inflação puramente inercial que permitiu aos participantes da escola inercialista focarem no desafio de realizar, de forma politicamente factível, a transição de uma inflação cronicamente elevada para a estabilidade de preços. Dito de outro modo: a inércia deixou

---

<sup>10</sup> Boianovsky (2018) analisa esse episódio. O encanto de Friedman com a indexação como mecanismo para tornar a queda da inflação indolor vinha de uma percepção equivocada: o segredo da desinflação brasileira após o golpe militar de 1964 decorreu não na adoção da indexação, mas sim na compressão coercitiva dos salários reais. É curioso notar que no seu artigo para a *Newsweek* ele propõe indexar as contas de governo e deixar o setor privado optar entre indexar ou não. No Larida, o governo usaria a moeda indexada e o setor privado teria a opção de usá-la ou não. Figurativamente: era como se o Larida fosse o Plano de Friedman uma derivada à frente. Essa reflexão é minha e não me ocorreu nos tempos da PUC-RJ, mas sim quando li o artigo da *Newsweek* estimulado pelo estudo de Boianovsky (2018).

de ser um complicador do processo de estabilização para ser um simplificador. Em uma inflação puramente inercial, não haveria desajuste fiscal nem desequilíbrio de preços relativos e a moeda era passiva. O pensamento se voltava naturalmente para o problema de como eliminar a inércia inflacionária. As soluções, como o choque heterodoxo e o Larida, decorreram desse pensamento concentrado na questão da inércia.

## 1.2

Qual foi o percurso de pensamento da escola inercialista da PUC-RJ? Para entender o caminho percorrido, é importante recapitular alguns fatos estilizados a partir dos quais a escola inercialista se desenvolveu:

Fato 1: A indexação brasileira não era apenas uma resposta endógena de proteção dos agentes econômicos diante da inflação. Tinha também um forte componente exógeno, fixado por lei, para impostos, títulos da dívida, salários e aluguéis.

Fato 2: Na ausência de choques externos, a inflação brasileira tendia a estacionar em patamares mais ou menos estáveis, ainda que muito elevados. Por choques externos entendam-se mudanças no preço internacional do petróleo ou de *commodities*, mudanças na taxa de juros do FED, mudanças na taxa de câmbio ou mudanças nas regras legais de indexação.

Fato 3: A curva de Phillips da economia brasileira era quase horizontal.

Fato 4: A correlação entre o tamanho do déficit público e a taxa de inflação era pequena ou não existente.

O caráter exógeno da indexação propiciou ao pensamento inercialista um experimento natural, digamos assim, na transição do ano de 1979 para 1980. Foi quando, na busca por legitimidade política na “abertura lenta, gradual e segura”, a ditadura militar (1964-1984) tornou semestral a indexação salarial, até então anual. A aceleração da inflação decorrente dessa mudança legal foi a que se poderia prever usando o *toy model* da dinâmica salarial. Nesse experimento natural, o *toy model* parecia fornecer uma aproximação razoável para a inflação brasileira.

O segundo fato estilizado, a saber, a existência de patamares relativamente estáveis com alta inflação na ausência de choques, não era visto como sendo exclusivamente brasileiro. A literatura israelense sobre inflação apontava na mesma direção. Qual a causa da emergência desses patamares? Uma possível resposta decorreria do processo de cláusulas de indexação à inflação passada: na ausência de choques, os preços fixados por contratos ou regras legais reproduziriam a inflação anterior, induzindo os preços livres na

mesma direção. Esse efeito seria particularmente importante no mercado de trabalho.

Há um outro efeito estabilizador vindo do mercado de ativos. Computadores ainda não existiam quando das hiperinflações dos anos 1920. Os cálculos de juros eram feitos com antiquadas máquinas de calcular. Como resultado, ultrapassado um limiar relativamente baixo de inflação, os juros reais ficavam rapidamente negativos porque era limitada tecnologicamente a frequência com que os juros nominais eram creditados nas contas bancárias. Com juros reais negativos, a dificuldade de financiamento não inflacionário precipitava a rápida e desordenada fuga para ativos reais. Com o advento de tecnologias mais avançadas de pagamento e capitalização, os juros reais poderiam ser positivos mesmo em inflações elevadas.<sup>11</sup>

O terceiro fato estilizado, a saber, a curva de Phillips quase horizontal, suscitou algumas reflexões dos inercialistas à luz dos temas de Friedman (1968). Mas no essencial o pensamento se ateve ao básico: tratava-se de uma inflação insensível a políticas de restrição de demanda e extremamente sensível a choques adversos de oferta. Políticas fiscais ou monetárias restritivas teriam de enfrentar aumento expressivo nos índices de desemprego para conseguir gerar um impacto pequeno sobre a inflação. A taxa de sacrifício das políticas convencionais — quanto se perde de emprego para uma dada redução da inflação — era muito desfavorável. Em termos políticos, a estabilidade de preços viria muito depois do que seria socialmente tolerável. Naturalmente isso levou à busca de alternativas.

A curva de Phillips quase horizontal tinha uma outra implicação: o chamado “efeito catraca”. Um dado patamar de inflação seria pouco afetado por um choque favorável, mas muito afetado por um choque desfavorável. A consequência dessa assimetria é que, para um dado patamar estável de inflação, a tendência seria de que o seguinte fosse mais elevado. Em algum momento, a sequência de patamares terminaria em uma hiperinflação.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Infelizmente o impacto macroeconômico das inovações tecnológicas tem sido pouco estudado. Há excelentes estudos sobre o impacto dos computadores na pesquisa econômica (ver, por exemplo, Backhouse e Cherrier, 2016), mas não conheço nenhum estudo que possa validar ou contradizer a conjectura de que, ao tornar viáveis taxas de juros positivas mesmo em alta inflação, computadores tiveram um papel crítico na formação de patamares inflacionários estáveis. Mesmo no interessante estudo de Laidler e Stadler (1998), pouco se fala sobre taxas negativas de juros na hiperinflação da República de Weimar.

<sup>12</sup> Vale a pena reproduzir aqui o final do Larida: “Concluimos alertando contra a posição imobilista que hoje predomina nos debates sobre políticas públicas no Brasil. A inflação

O quarto fato estilizado, a saber, que em inflações crônicas e elevadas a correlação entre o tamanho do déficit público e a taxa de inflação era pequena ou não existente, havia sido observado pioneiramente por Felipe Pazos (1972). Na literatura *mainstream* sobre contratos indexados era concebível que um pequeno déficit pudesse causar uma inflação alta e crônica, mas o *mainstream* não alcançou o limite dessa análise, a saber, quando o déficit é zero. Esse fato estilizado gerou a leitura equivocada de que a escola inercialista desprezava os fundamentos fiscais de uma inflação crônica. Se o déficit era pequeno ou inexistente tratava-se de questão empírica. O Larida, por exemplo, partia do princípio de que o déficit público operacional havia sido eliminado.<sup>13</sup> Como se verificou depois, estavam errados os dados fiscais que constavam de relatório preparado para o FMI. Se existisse desequilíbrio fiscal em termos reais — o chamado déficit operacional — a escola inercialista recomendaria eliminá-lo antes de empreender uma reforma monetária.

### 1.3

Refiro-me aqui propositadamente à “escola inercialista” porque se trata de uma forma de pensar coletivamente amadurecida. O Departamento de Economia da PUC-RJ era pequeno, mas extremamente produtivo. Houve de fato um renascimento — professores novos, chegando mais ou menos ao mes-

---

está aparentemente estável em 230% ao ano. Mas os processos de inflação inercial são muito sensíveis aos choques negativos de oferta adversos, ao passo que muito pouco sensíveis à administração da demanda. Como não se pode desconsiderar eventualidades de choques adversos de oferta, a inflação brasileira, caso persista a postura imobilista, irá fatalmente chegar à hiperinflação. Para passar de 20% a 200% ao ano, a inflação brasileira levou uma década, mas em apenas mais alguns anos pode-se chegar à fase de hiperinflação aberta. Sem desconsiderar a importância do controle do déficit público, fica claro que aqueles que hoje, com a inflação a 200% ao ano, veem com desconfiança a proposta de reforma monetária, serão forçados a apoiá-la quando a inflação atingir 2.000% ao ano”.

<sup>13</sup> “O déficit real do setor público foi estimado em 8% do PNB em 1982. Em 1983, foi reduzido a 3,5% do PNB. Ao fim de 1984, o déficit fiscal já estava praticamente eliminado. Por qualquer critério de avaliação, trata-se de uma reversão dramática do desequilíbrio fiscal.” A mesma análise otimista, nesse caso validada empiricamente, foi feita para o ajuste do setor externo: “A perplexidade causada pela resistência do processo inflacionário levou alguns analistas a concluir erroneamente que o programa de ajuste não foi implementado nos últimos quatro anos. A espetacular reversão da balança comercial, de um déficit de 3,5 bilhões de dólares para um superávit de 6 bilhões em 1983 e 13 bilhões em 1984, não deixa margem para dúvida: o ajuste de fato ocorreu. A economia brasileira hoje está saudável e renovada”.

mo tempo, todos com PhDs em universidades de primeira linha no exterior. Entre 1979 e 1984, o Departamento de Economia produziu mais de uma centena de *Textos para Discussão* (TDs). A lista de tópicos é ampla — história econômica brasileira, desenvolvimento econômico, distribuição de renda, mercado de trabalho, matriz energética, história do pensamento econômico, crise da dívida externa, inflação —, mas há uma concentração significativa nos dois últimos temas. Do ponto de vista da história das ideias, os TDs constituem um material precioso, possibilitando acompanhar o desenvolvimento das ideias quase que “em tempo real”.

Havia um grupo informal que debatia ativa e presencialmente os desafios da inflação inercial. Além de André Lara Resende e esse escriba, faziam parte do *inner circle* Edmar Bacha e Francisco Lopes. Outros também contribuíram para os debates: Eduardo Modiano, Dionísio Dias Carneiro, José Márcio Camargo, Pedro Malan, Rogério Werneck, além de professores estrangeiros como Roberto Frenkel, John Williamson e Carlos Díaz-Alejandro. A intensidade das discussões dentro do Departamento criava um ambiente acadêmico sem silos isolados, uma diferença gritante com outros departamentos de outras universidades, nos quais os professores trabalhavam isoladamente e mantinham interlocução predominantemente com acadêmicos de fora de suas instituições.

Além da semelhança de formação, o grupo compartilhava o mesmo posicionamento político: contra o governo militar, a favor da redemocratização. Alguns eram mais engajados do que outros nos debates públicos do momento, mas todos tinham os mesmos valores. Não havia luta pelo poder ou disputas entre grupos. Os professores e alunos formavam um grupo afinado; boa parte das teses de mestrado tinha temas próximos das preocupações dos professores do Departamento. Werneck (2024) fala, com razão, em um jogo cooperativo: “Merece atenção especial o delicado equilíbrio que se estabeleceu dentro desse grupo. Sem deixar de preservar saudável competição interna, inerente a um clima de efervescência intelectual, o grupo mostrou-se capaz de manter um jogo estritamente cooperativo, fundado em respeito mútuo, que se revelou crucial para o sucesso do esforço de desenvolver uma proposta de combate efetivo à alta inflação”.

Na PUC daqueles anos, havia uma espécie de ambiente protegido. Nele, ideias puderam ser expostas e submetidas a críticas e observações sem qualquer forma de constrangimento. Era um grupo informal autorreferenciado, lastreado na confiança mútua e na cooperação. Diz muito sobre esse autorreferenciamento o fato de a maior parte dos trabalhos não ter sido enviada para publicação em revistas de excelência no exterior. A preferência foi pu-

blicar em revistas brasileiras de economia ou na imprensa. O objetivo era primordialmente influenciar os nossos debates ou motivar teses de mestrado em torno de tópicos de interesse do Departamento.

Na sua crítica à Macroeconomia, Paul Romer faz uma lista de defeitos pertinentes a escolas de pensamento autorreferenciadas:

1. *Tremendous self-confidence;*
2. *An unusually monolithic community;*
3. *A sense of identification with the group akin to identification with a religious faith or political platform;*
4. *A strong sense of the boundary between the group and other experts;*
5. *A disregard for and disinterest in ideas, opinions, and work of experts who are not part of the group;*
6. *A tendency to interpret evidence optimistically, to believe exaggerated or incomplete statements of results, and to disregard the possibility that the theory might be wrong;*
7. *A lack of appreciation for the extent to which a research program ought to involve risk.*<sup>14</sup>

Embora não seja meu objetivo discutir sociologicamente o perfil de escolas do pensamento, parece-me evidente que algumas dessas características aparecem, em maior ou menor grau, em todas as escolas de pensamento econômico. Críticas como nos itens 5, 6, e 7 podem ser mais ou menos pertinentes, dependendo do caso, mas as características 1 a 4 parecem ser universais. A escola inercialista da PUC-RJ não é uma exceção a essa regra. Nenhuma escola de pensamento se firma sem o senso de uma fronteira clara e defendida com fervor diante das reticências do restante dos economistas. É esse senso de fronteira que inspira socialmente a busca de uma reflexão original sobre um tema qualquer.<sup>15</sup>

Observe-se nessa conexão que não existe nenhum texto “seminal” propondo a inflação *puramente* inercial como descrição suficientemente boa da

---

<sup>14</sup> Romer empresta a lista da crítica feita por Smolin (2007) aos físicos adeptos da teoria das cordas. Romer: “*I found that a more revealing meta-question to ask is why there are such striking parallels between the characteristics of string-theorists in particle physics and postreal macroeconomists. To illustrate the similarity, I will reproduce a list that Smolin presents in Chapter 16 of seven distinctive characteristics of string theorists...*”.

<sup>15</sup> É possível que o isolamento autorreferenciado de escolas de pensamento tenha sido maior no passado. O mundo pré-internet era muito mais isolado do que o mundo de hoje. Textos de revistas especializadas, por exemplo, demoravam meses para chegar no Brasil.

economia brasileira da época. O conceito surgiu naturalmente das discussões que tínhamos quase que diariamente dentro do Departamento. Foi sendo polido, adquirindo contornos mais nítidos à medida em que conversávamos. O extraordinário é que o conceito serviu de base ou referência intelectual para boa parte dos trabalhos sobre inflação da escola inercialista. A história coletiva que foi traçada nesse programa de pesquisas é a história de um grupo de pessoas que tinha laços de confiança entre si, compartilhavam interesses intelectuais comuns e buscavam construir um Departamento de Economia diferente dos demais. Mas é também a história de um conceito, como foi elaborado e desdobrado em um programa de pesquisas.<sup>16</sup>

Vejamos esse programa de pesquisas em algum detalhe. O estranho conceito suscitava uma série de questões. Em ensaio ainda não publicado, discuto como os escritos da escola inercialista da PUC-RJ tratam questões como as que se seguem:

— O *toy model* poderia valer em uma economia aberta com controles de capital?

— Só seria minimamente racional pedir a reposição de 100% das perdas causadas pela inflação passada se o valor esperado da inflação futura coincidissem com a inflação passada. Mas se os agentes soubessem que havia uma assimetria no efeito de choques externos, o racional seria pedir mais do que 100% de reposição para defender o mesmo salário real com uma margem de segurança. Isso implicaria um viés aceleracionista no comportamento da inflação?

— O conceito de equilíbrio do *toy model* não é o resultante de um *tâtonnement* walrasiano. Tampouco corresponde ao *market clearing* — um equilíbrio no qual os mercados não exibem nem excesso de demanda nem excesso de oferta. Qual é esse conceito de equilíbrio?

— Quais seriam os fundamentos microeconômicos de um patamar estável de inflação?<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Sobre a importância da elaboração de conceitos em economia, recomendo vivamente a leitura de Gilles-Gaston Granger (1955), injustamente esquecido e, ao que saiba, ainda não traduzido para o inglês.

<sup>17</sup> Lucas havia definido de forma ampla o que se poderia considerar um equilíbrio: “*Equilibrium in this (now entirely standard) context obviously does not refer to a system ‘at rest’, nor does it necessarily mean ‘competitive’ equilibrium in the sense of price taking agents, nor does it have any connection with social optimality properties of any kind. All it does mean is that, in the model, the objectives of each agent and the situation he faces are made explicit, that each agent is doing the best he can in light of the actions taken by others, and*

— Como seria a dinâmica de uma inflação inercial se os contratos, em vez de serem reajustados em períodos fixos, passassem a ser reajustados em períodos variáveis cuja duração dependeria da própria inflação? Isso afetaria o “efeito catraca”?

— O equilíbrio de preços relativos seria rapidamente estabelecido quando a inflação se estabilizasse em um patamar mais elevado de inflação? Será que os preços livres, fixados pelo equilíbrio entre oferta e demanda, responderiam a choques tal como os preços sujeitos a contratos?

— Quando uma inflação alta e crônica se tornaria uma hiperinflação, mudando, portanto, de natureza?

— Na outra ponta do espectro: seria verdade que o mesmo equilíbrio de preços relativos de alta inflação valeria em uma inflação muito baixa? Era essa a hipótese que justificava fazer uma reforma monetária neutra, sem efeito distributivo. Em particular, seria verdade que, pós-estabilidade de preços, os trabalhadores se conformariam com o mesmo salário real que antes tinham que obter com 100% de reposição de perdas salariais? Dito de outro modo: o que faria desaparecer o conflito distributivo pós-estabilização?

— A indexação dificulta derrubar a inflação. Por outro lado, a inércia joga a favor do combate à inflação quando de um choque desfavorável. Faria sentido manter a indexação pós-reforma monetária?

Na leitura dos TDs e de outros escritos da escola inercialista, não há como escapar da impressão de um certo desassombro. Basta dizer que o Larida, proposta originalíssima *made in Brazil*, não passou por nenhum *peer review* de revistas no exterior.<sup>18</sup> Excesso de confiança intelectual? Em geral, a virtude está no meio, mas nesse caso o excesso é que foi virtuoso.

---

*that these actions taken together are technologically feasible*” (Lucas, 1987, e Boianovsky, 2022). Fazer o melhor possível tendo em vista as ações feitas por outros: foi Simonsen quem investigou mais a fundo esse equilíbrio utilizando teoria dos jogos. No seu último *paper* sobre o assunto, se perguntou sob que condições um equilíbrio de Nash com expectativas racionais seria capaz de produzir uma inércia inflacionária. Ver Simonsen (1986) e Werlang (1988). Outro caminho foi percorrido por Azariadis (1978), se perguntando como contratos indexados melhoram a distribuição de risco entre indivíduos. Ver também Tabellini (1984) nessa conexão.

<sup>18</sup> O caso do Larida é singular. Lara Resende já havia inicialmente escrito dois TDs, posteriormente reproduzidos integralmente na *Gazeta Mercantil*, uma espécie de *Valor Econômico* da época, e eu dois outros artigos, um publicado numa revista especializada e outro também na *Gazeta Mercantil*, quando John Williamson sugeriu que escrevêssemos um artigo conjunto em inglês para uma conferência em Washington. O *paper* Larida foi escrito espe-

#### 1.4

Que soluções para o problema da inércia tinham os demais economistas no Brasil?

Muitos compreenderam que o pacote ortodoxo (basicamente um ajuste forte e simultâneo nas políticas fiscais e monetárias) teria pouca chance de funcionar no caso brasileiro. Simonsen (1970) foi quem primeiro e melhor compreendeu o problema posto pela indexação, por ele expresso na forma de uma “realimentação inflacionária”. Entendia que corrigir o déficit público era condição necessária, mas não suficiente. O ajuste fiscal teria de ser acompanhado de uma “política de rendas”, um eufemismo para controles administrativos *soft* de preços oligopolizados como o CIP da década de 1970. O próprio Simonsen, um pouco mais tarde, aventou a possibilidade de mudar o reajuste de contratos indexados. Em vez da correção pela inflação passada, teríamos uma correção pela inflação futura projetada em bases anuais, com correção *a posteriori* dos erros de projeção. Delfim Netto, como ministro do Planejamento, chegou a lançar um programa de prefixação das correções monetárias e cambial, mas rapidamente abandonado pelas distorções causadas no mercado financeiro. Bresser-Pereira (2010) também se juntou ao time de controle de preços, mas a ele adicionou a prefixação da inflação em uma trajetória fiscal crível. Havia outras ideias como um pacto social nos moldes do espanhol Pacto de Moncloa, a proibição legal da indexação nos contratos ou mesmo a dolarização da economia.

Que lições poderiam ser extraídas de economias com problemas semelhantes?

Antes de 1985, o conhecimento da literatura israelense sobre estabilização, apesar da similaridade dos processos inflacionários, era bastante reduzido. Israel também tinha uma inflação alta e crônica e que estacionava em patamares na ausência de choques. Kleiman e Patinkin vieram para São Paulo em 1975 para uma conferência sobre indexação. Ressaltou-se ali que a indexação israelense era movida por considerações de equidade, enquanto a indexação brasileira era pensada para evitar distorções alocativas. Mais importante, o principal problema em Israel residia na indexação da dívida pública, não na indexação salarial, posto que a central sindical, a Histadrut, poderia fazer parte de acordo político que daria sustentação a eventual plano

---

cialmente para essa conferência e, como tal, foi objeto de crítica e avaliação externa no seu nascedouro. Mas suas ideias já tinham sido publicadas no Brasil e ensejado amplo debate público antes de serem consolidadas no Larida.

de estabilização. Outra diferença de relevo estava no papel da moeda: na literatura israelense raros eram os estudos com moeda passiva. Os modelos de referência se baseavam na curva de Laffer para pensar como sair da armadilha do equilíbrio de alta inflação.

Em contraste, era intenso o contato com a literatura argentina sobre estabilização, até mesmo pela presença de alunos do país vizinho no mestrado do Departamento e de Roberto Frenkel no corpo de professores. As conversas atingiram máxima intensidade no final de 1984, quando alguns participantes da escola inercialista foram para Buenos Aires e debateram com economistas importantes do governo algumas ideias “exóticas” que tinham germinado no Departamento de Economia da PUC-RJ.<sup>19</sup> Uma diferença crítica entre os dois países era que o Brasil tinha como referência de valor dos ativos a correção monetária. A Argentina utilizava como referência o dólar. O Larida usa a referência de valor brasileira — tanto é assim que a URV do Plano Real foi chamada pelo Larida de ORTN pró-rata/dia — enquanto nos parecia claro que a Argentina teria que, de partida, construir uma nova moeda lastreada ou referenciada ao dólar.

A questão da referência de valor tem levado a uma interpretação do Larida como sendo um plano de dolarização. No Larida, todas as variáveis contratuais (como salários) deveriam ser indexadas em URVs e a URV, por sua vez, era reajustada automaticamente de acordo com a inflação passada. A evolução da taxa de câmbio nominal, embora não seja um preço sujeito a contrato, como salários, obedecia a um *crawling peg*: mudava diariamente de acordo com a inflação passada. Visto de outra maneira: o valor de uma URV era igual a 1 dólar por construção, e ambos se valorizavam, em termos da moeda corrente, na mesma velocidade. Em outras palavras, no Brasil a referência de valor era a correção monetária que já vinha sendo usada para fins fiscais (a UFIR) ou para reajustar títulos públicos (a ORTN). Na Argentina, a referência de valor era o dólar. Escapa ao meu objetivo aqui discutir as razões históricas dessas diferenças. Há razões econômicas (grau de abertura da conta de capitais, tamanho dos traumas impostos aos poupadores domésticos, taxas de juros reais positivas ou negativas, *financial deepening* etc.), mas também sociais e históricas, como o grau de internacionalização da elite.

O contato com a literatura italiana era pequeno, mas havia um bom conhecimento dos escritos de Modigliani (1977, 1978 e 1986). A mera leitura

---

<sup>19</sup> Ver Francisco Lopes (2014) para um relato das conversas na Argentina.

de tópicos por ele tratados — *the empirical relevance of a non-vertical Phillips Curve, the mythical fully indexed economy, criticism of the monetary paradigm, passive money, the management of an open economy with 100% wage indexation* — mostra a convergência programática com a literatura inercialista. No entanto, o foco da discussão sobre o caso italiano — *a very special case*, nas suas palavras, em decorrência da indexação *backward looking 100% plus* dos salários — era o papel dos ganhos de produtividade. Modigliani usa o *toy model* para caracterizar uma situação em que o salário real contratual e o salário real que as empresas estavam dispostas a pagar estivessem discrepantes a pleno emprego. Era uma outra maneira de descrever o “conflito distributivo”. Modigliani conclui que a inflação só pode ser estabilizada quando o desemprego é alto o suficiente para baixar o salário real contratual. Políticas de controle da demanda agregada poderiam eliminar a inflação pelo enfraquecimento do poder dos sindicatos, mas seria impossível obter pleno emprego sem inflação a menos que houvesse ganhos de produtividade.<sup>20</sup> Sua análise era corretíssima, mas de pouca valia diante da necessidade de encontrar uma solução politicamente viável para o problema inflacionário em um prazo relativamente curto de tempo.

### 1.5

Um aspecto particularmente intrincado desse paradigma *in statu nascendi* está na caracterização da moeda passiva. Em parte, porque o conceito de “moeda passiva” foi mudando ao longo do tempo. Em parte, porque algumas novas ideias, discutidas entre os participantes da escola inercialista, nunca chegaram a ser publicadas. É o tema da moeda que, como vimos acima, diferencia de modo fundamental o equilíbrio de uma inflação puramente inercial dos conceitos *mainstream*.

Nos escritos iniciais da escola inercialista, o *toy model* é completado por fecho monetarista tradicional: o passivo do Banco Central (moeda) cresceria de acordo com uma regra fixa e predeterminada. Em artigos posteriores, a moeda desaparece com a hipótese, reversa, vinda originalmente de Olivera (1970 e 1971), de que a causalidade vai dos preços para a moeda. O emprego de moeda passiva nesse sentido e o uso da expressão “conflito distributivo” muitas vezes criaram a impressão de uma falsa proximidade entre o pensamento inercialista da PUC-RJ e o estruturalismo sul-americano da CEPAL.

---

<sup>20</sup> Para uma análise do papel de Modigliani no destaque dado a questões de oferta no pensamento econômico italiano, ver Ghiani (2008).

Modigliani, no entanto, abordava o tema por outra ótica, teoricamente mais fértil: a da substitutibilidade entre moeda e ativos financeiros remunerados. Na sua análise do caso italiano, observou que as contas-correntes passaram a pagar a mesma taxa de juros dos depósitos remunerados. “*As a result, the M1 money supply is blurred, and while Central Bank may be able to control the total of banking deposits through reserve requirements, it cannot control the way in which the public distributes that total between current and deposit accounts. This means that the money-supply is demand-determined*” (Modigliani, 1986).

O *framework* básico da Macroeconomia de Tobin ajuda a entender o argumento. Nele há três ativos: (a) moeda, (b) títulos ou ativos financeiros remunerados e (c) ações/capital/ativos reais. Nas análises monetaristas, a agregação usual compacta a análise em dois ativos apenas: ações e títulos são considerados substitutos quase perfeitos, enquanto a moeda é deles apartada.<sup>21</sup> Na agregação usual, faz sentido perguntar sobre os efeitos de um aumento na quantidade de moeda porque o Banco Central controla o seu balanço. Mas quando a moeda paga juros, Modigliani está sugerindo outra agregação: títulos e moeda se tornam substitutos próximos, o capital sendo deles apartado. É nessa situação que a moeda se torna passiva. Se só houver títulos emitidos pelo governo, a pergunta que faz sentido na agregação de Modigliani é outra: qual a consequência de uma expansão na dívida do governo como um todo?

Uma outra maneira de captar o efeito desse agregado de títulos e moeda, muitas vezes denominada no jargão inercialista de “moeda remunerada”, é pensar a alocação de portfólio dos agentes como um procedimento em dois estágios. No primeiro, os agentes decidem alocar sua riqueza entre ativos reais e ativos financeiros de acordo com as respectivas quantidades e taxas de retorno. No jargão da época: entre ativos reais e o *overnight*. Em um segundo passo, dependendo apenas da necessidade de efetuar transações, os agentes desaplicariam ativos financeiros para ter moeda. Dada a adiantada tecnologia de transações disponível à época, tanto a liquidação de operações de aplicação no *overnight* quanto a ordem para investir em títulos remunerados podiam ser realizadas no mesmo dia. Para um agente eficiente na administração

---

<sup>21</sup> Em Sargent e Wallace (1975), por exemplo, a curva LM ou equilíbrio de portfólio é descrita assim: “*Equation (3) summarizes the condition for portfolio balance. Owners of bonds and equities (assumed to be viewed as perfect substitutes for one another) are satisfied with the division of their portfolios between money, on the one hand, and bonds and equities, on the other hand, when equation (3) is satisfied*”.

de seus recursos financeiros, o custo de oportunidade dado pela taxa nominal de juros, que superava 10% ao mês, incidia apenas sobre o papel-moeda que sobrava em sua carteira.

Essa forma de agregação explica em boa medida a relutância da escola inercialista em calcular os ganhos de senhoriagem. O cálculo, deixando de lado institucionalidades específicas da época, como o fato de o Banco do Brasil ser também uma autoridade monetária, era feito comparando os saldos de depósitos à vista e papel-moeda em dois momentos quaisquer de tempo. Em decorrência da tecnologia de transações, o saldo da conta de depósitos à vista era automaticamente aplicado pelos bancos em títulos remunerados, a chamada “esterilização”. Como consequência, a senhoriagem, o ganho para o governo, deveria ser calculada pela diferença de saldos de papel-moeda em poder do público, um valor que *a priori* deveria ser pequeno. Dito de outra forma: o imposto inflacionário era dividido entre os bancos (que ganhavam o valor resultante de depósitos à vista) e o governo (que ganhava o valor retido como papel-moeda). A definição usual de senhoriagem só teria validade se houvesse um compulsório com remuneração zero sobre o total de depósitos à vista.<sup>22</sup>

Uma vertente mais radical da escola inercialista viria a questionar o próprio modo de funcionamento do Banco Central. Na definição convencional, a moeda seria passiva quando, por falta de disposição política de combater a inflação, o Banco Central renunciaria ao controle de seu balanço. É a definição usada implicitamente na maior parte dos TDs: a “moeda passiva” lá consta como se o Banco Central pudesse controlar seu balanço se assim o quisesse. Em alguns outros textos, como Arida (1981), a moeda é *sempre* passiva em uma economia que tem crédito. Dito de forma eloquente: *monetary policy is passive, can only be passive, and should be passive* (Black, 1987). Em outras palavras: o Banco Central deve prover o volume de reservas necessário para assegurar o bom funcionamento do sistema de crédito. A variável de controle do Banco Central passa a ser a taxa de juros, não porque não tenhamos encontrado um agregado monetário aderente à inflação, mas pela própria natureza do mecanismo monetário de crédito.

---

<sup>22</sup> Do ponto de vista das finanças públicas, moeda é moeda, mas moeda remunerada é dívida, pouco importando se estiver no Banco Central ou no Tesouro. A variedade de formas engloba títulos emitidos pelo Banco Central em poder do público, títulos do Tesouro com cláusula de recompra do Banco Central, reservas bancárias remuneradas ou, mais genericamente, qualquer ativo sobre o qual o Banco Central ofereça um compromisso de recompra sem perda de valor.

Para evitar uma polêmica desnecessária, os TDs e demais escritos dos inercialistas se referem a moeda passiva *tout court* sem explicitar se a passividade decorre da inapetência política dos Bancos Centrais ou de um traço inerente ao funcionamento da moeda fiduciária e do crédito.

## 2. PLANOS LARIDA E REAL: UMA COMPARAÇÃO

No Larida estão delineados os princípios do Plano Real: o programa pré-anunciado, a introdução da moeda indexada na fase de transição, a livre conversão de contratos e preços para a nova moeda e o uso da reforma monetária como instrumento para remover a inércia inflacionária. Apesar disso, há diferenças que merecem ser ressaltadas. O objeto desta seção é analisar essas distinções e explicar seus motivos.

Antes de iniciar, vale a pena frisar que o objetivo aqui é apenas comparar as “arquiteturas” dos dois Planos. Embora o Plano Larida tenha oferecido a base conceitual, um plano de estabilização como o Real é uma obra necessariamente coletiva na sua formulação, e mais ainda em sua implementação. Para ser bem-sucedido, um plano de estabilização requer que os responsáveis pela política econômica saibam julgar o *timing* adequado de lançamento, saibam passar para normas jurídicas o conteúdo das ideias econômicas, saibam convencer políticos e a opinião pública a ter confiança no plano e saibam enfrentar problemas inesperados. E mais: o Plano Larida foi o roteiro para resolver o problema mais delicado da estabilização, a saber, como derrubar rapidamente a inflação sem choques e de uma forma relativamente indolor do ponto de vista social, mas derrubar a inflação é um problema distinto de manter a inflação baixa.

Há quatro diferenças relevantes de arquitetura entre os planos Larida e Real. Duas delas dizem respeito ao desenho do programa de estabilização: a simplificação nos atributos da moeda indexada e a compulsoriedade na fixação de reajustes de salários. As duas outras diferenças decorrem de mudanças observadas na economia do país ao longo dos dez anos que se passaram entre o Larida e o Plano Real: a âncora cambial e o ajuste fiscal prévio.

A primeira e mais importante distinção entre o Plano Larida e o Plano Real é pertinente à fase de transição entre a alta inflação e a estabilidade de preços. No Larida a nova moeda, emitida de partida na fase de transição, teria poder liberatório (isto é, poderia ser usada em transações) e serviria também como referência de contratos. No Plano Real, a nova moeda, denominada como Unidade Real de Valor (URV) servia apenas para referenciar con-

tratos e só passou a ter poder liberatório quando da reforma monetária propriamente dita. Daí a caracterização da etapa de transição como se o Brasil tivesse tido uma moeda e meia — uma moeda “velha” e a URV.

Por que razão o Plano Real usou, na fase de transição, a solução de uma moeda e meia em vez de duas moedas? A razão foi a impossibilidade constitucional de duas moedas vigentes simultaneamente no país. Quando discuti a proposta Larida com o então procurador-geral da República, Saulo Ramos, ainda em 1985, antes mesmo do Plano Cruzado, sua resposta foi peremptória: a coexistência de duas moedas seria inconstitucional. Em 1994, quem muito nos ajudou a encontrar a solução de uma moeda e meia foi o professor José Tadeu de Chiara.

Cabe aqui lembrar um aspecto da construção intelectual do Larida. Ainda em 1983, cheguei à conclusão de que a solução para a inflação inercial seria ajustar por via legal todos os contratos para um único indexador e uma única periodicidade de reajuste, mantendo inalterados os valores reais médios. A proposta foi criticada por alguns colegas do Departamento pelo suposto risco de acelerar a inflação. Embora estivesse convicto de que a preocupação não era procedente, não sabia como avançar dessa proposta para a estabilidade de preços. Quem deu o decisivo e luminoso pulo do gato foi André Lara Resende com a ideia de uma moeda indexada criada a partir de uma reforma monetária. Assim nasceu o Larida. Em decorrência da dificuldade legal, o Real, no entanto, acabou juntando a antiga ideia do indexador único (na forma da URV) com reforma monetária. Em retrospecto, a solução adotada no Plano Real terminou sendo melhor do que a proposta pelo Larida.

A segunda diferença entre o desenho do Larida e o desenho do Plano Real envolvia os contratos salariais. No Real, a conversão para a moeda indexada foi mandatória. No Larida, seria opcional. Essa diferença é menos importante do que a anterior — a conversão obrigatória dos salários para URVs seguiu o critério de neutralidade distributiva previsto no Larida. Isto é, manteve constante o poder aquisitivo dos salários. Serviu apenas para acelerar a fase de transição.

A terceira distinção diz respeito ao período pós-reforma monetária. Dois anos depois da crise externa de 1982, os mercados internacionais de crédito seguiam fechados para o Brasil. No Larida, a âncora da nova moeda era dada pela soma da base monetária e dos passivos denominados em dólar do Banco Central. Era a âncora wickselliana, conceitualmente sofisticada, mas que nunca havia sido utilizada antes. O Plano Real, lançado em momento mais favorável do mercado internacional de capitais e após a renegociação

da dívida externa que suspendeu a moratória de 1987, pôde recorrer à âncora cambial, cuja eficácia é superior.

A quarta diferença refere-se aos “fundamentos”. Quando o Larida foi escrito, as estatísticas apontavam para um equilíbrio nas contas fiscais do país. Mais tarde, revelaram-se equivocadas. Do Plano Cruzado havíamos extraído duas lições: (a) as estatísticas das contas públicas devem ser vistas com reserva; (b) é politicamente difícil conter despesas depois de uma reforma monetária. Além disso, como o orçamento era fixado em bases nominais, haveria um aumento real dos gastos públicos se a inflação fosse abruptamente reduzida. Quando da implantação do Plano Real, o mesmo quadro de relativo equilíbrio das contas públicas do Larida se apresentava, mas os motivos acima indicados, além da suspeita de um represamento artificial de gastos decorrente do Plano Collor, nos faziam desconfiar dele. Também pesaria nas contas públicas a taxa real de juros pós-reforma ter de superar a taxa pré-reforma, outra lição do Plano Cruzado. Por todos esses fatores, se nada fosse feito, haveria uma expressiva deterioração da situação fiscal consolidada. Por prudência, o Plano Real empreendeu uma desvinculação orçamentária antes da fase de transição, permitindo uma melhoria imediata da situação fiscal. Foi o chamado Fundo Social de Emergência (FSE) que, na verdade, não era Fundo nem Social nem de Emergência.

Muitas vezes se repete a crença de que, diferentemente dos planos anteriores, o Real deu certo em virtude do ajuste fiscal realizado pelo FSE. Trata-se de crença cara aos fiscalistas, mas não corresponde aos fatos. Primeiro: o FSE aprovado foi muito menor do que julgávamos necessário. Segundo: ninguém sabe ao certo se houve ou não déficit no ano de 1994 pela enorme dificuldade metodológica de compatibilizar dados de um ano que teve duas moedas diferentes (ver Giambiagi, 2002, e Garcia *et al.*, 2019). Terceiro: o FSE entrou em vigor poucos meses antes da reforma monetária. Teria havido um dramático efeito nas contas públicas nesses meses? Quarto: sabemos que nos anos seguintes, quando não havia mais controvérsia metodológica no cálculo do índice, as contas públicas mostraram desequilíbrio fiscal. Apesar de o FSE ter durado todo esse período, o Brasil só veio a ter superávit orçamentário mais de quatro anos depois, durante o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso.

Minha leitura da questão fiscal é outra. Na maior parte das vezes, em matéria fiscal, importa o quanto um anúncio fiscal é crível, sua capacidade de ancorar expectativas, não seu efeito imediato. O Plano Real começou com o ajuste fiscal do Fundo Social de Emergência. Foi o Real que elegeu FHC. Os mercados sabiam que, se necessário, Fernando Henrique faria ajustes pa-

ra manter o Real de pé. Ele sabia que seu capital político dependia do sucesso do Plano Real.

Teria sido o Plano Real bem-sucedido *por causa* do ajuste fiscal? Na sua fase mais crítica, a resposta é não. O sucesso do Plano Real foi o sucesso da URV, da moeda indexada. Depois disso, também não: a baixa inflação até 1999 foi sustentada por altas taxas de juros em termos reais e pela âncora cambial. A verdade, por mais inconveniente que seja, é que o Plano Real foi bem-sucedido *apesar* do ajuste fiscal ter sido insuficiente. Nesses anos de “espera”, digamos assim, o FSE, embora não tenha sido suficiente para zerar o déficit, teve a importante função de sinalizar a determinação do governo em atingir o equilíbrio fiscal. Teve também impacto na construção da confiança no Plano o fato das duas instituições críticas da estabilização — Banco Central e Ministério da Fazenda — terem sido sempre dirigidas por participantes do time econômico do Plano Real ou de pessoas com laços intelectuais muito próximos ao time.<sup>23</sup>

### 3. O REAL PODERIA TER SIDO IMPLEMENTADO ANTES?

Como toda pergunta contrafactual, as respostas tendem a ser muitas e conjecturais. Penso que há três aspectos de relevo.

Primeiro: a proposta da moeda indexada era de difícil compreensão. Com exceção de Simonsen,<sup>24</sup> nossos melhores economistas ignoraram a pro-

---

<sup>23</sup> Quando da posse de Fernando Henrique Cardoso em 1995, Pedro Malan deixou a Presidência do Banco Central e passou para o Ministério da Fazenda, onde ficaria pelos oito anos seguintes. Quando Pedro Malan virou ministro, esse escriba foi da Presidência do BNDES para a Presidência do Banco Central. Na composição inicial da minha diretoria, Gustavo Franco era o diretor de Política Monetária e Francisco Lopes o diretor de Política Econômica. Convidei Gustavo Loyola para ser vice-presidente do Banco Central, mas ele não pôde aceitar por já ter sido presidente da instituição. Quando esse escriba saiu da Presidência do Banco Central, entrou Gustavo Loyola. Quando ele saiu entrou Gustavo Franco. Quando Gustavo Franco saiu, entrou Francisco Lopes. Quando Francisco Lopes saiu, entrou Armínio Fraga, que ficaria pelos próximos quatro anos.

<sup>24</sup> Simonsen (1984) se preocupava com a dificuldade de entendimento do Larida, mas nem por isso deixaria de apoiá-lo: “Uma natural objeção ao projeto de reforma monetária de André Lara Resende e seus associados intelectuais [aos quais se junta esse escriba] é que ele é complicado demais para ser entendido... Mas vale a pergunta: onde está a estrutura psicodélica, na ideia de uma moeda estável ou no sistema brasileiro de indexação generalizada, orçamentos múltiplos e duplicidade de Bancos Centrais? Pelos padrões internacionais, o pas-

posta ou a criticaram acidamente. Diante de uma avalanche de críticas, políticos ficaram naturalmente temerosos de implementar um plano tão exótico.

Segundo: a natureza da inflação mudou do Plano Cruzado em diante. O Larida supunha uma inflação predominantemente inercial. Acontece que, como efeito do Plano Cruzado, lançado em 1986, a inflação posterior passou a ser expectacional. Foi só quando, ironicamente, o país se cansou de congelamento de preços que a inflação voltou ao seu caráter inercial. Vejamos essa dinâmica em mais detalhe.

A restauração da democracia em 1985 reduziu drasticamente a tolerância da sociedade em relação à inflação, que atingiu mais de 220% no último ano da ditadura militar. Com eleições a cada quatro anos, o apelo de um programa de estabilização que derrubasse radicalmente a inflação tornou-se irresistível. O troféu político maior — a perpetuação no poder — passou a depender da capacidade do governante de estancar a perda percebida no valor dos salários e rendas dos segmentos mais pobres da população. Em 1986, o Plano Cruzado, lançado em um momento de fragilidade política do governo Sarney, mostrou a força desse atrativo. Diante da impossibilidade de implementar legalmente o Plano Larida, o governo recorreu às pressas ao choque heterodoxo, uma variante do programa israelense de estabilização, lançado no ano anterior. No entanto, ao contrário do que ocorreu em Israel, o Cruzado falhou espetacularmente. Vários foram os motivos: o congelamento de preços e salários foi prolongado em demasia (até as eleições de outubro); o déficit público aumentou; as expectativas se desancoraram por causa do gatilho salarial; o excesso de demanda agregada fez com que muitos produtos passassem a ser transacionados com ágio ou desaparecessem das prateleiras; a balança comercial se deteriorou, afetando negativamente o estoque de reservas internacionais. Para culminar o desastre, o Banco Central não conseguiu autorização do presidente da República para subir a taxa de juros, única forma de conter o excesso de demanda naquele momento. A primeira alteração na taxa de câmbio levou à demissão do presidente do Banco Central. Ao fim do congelamento, o que se viu foi uma rápida volta do processo inflacionário.

---

so errado é o do sistema brasileiro, que gerou formidável indexação inercial, e que a política monetária combate com igual eficiência à dos soldados norte-americanos na guerra do Vietnã. O Brasil precisa acertar o passo, e a ideia da UMB talvez forneça o mapa da mina”. Minha observação: a UMB era a unidade monetária brasileira, nome mais simples do que a “ORTN pró-rata/dia” do Larida.

O Plano Cruzado falhou por razões eleitoreiras, mas mudou o imaginário coletivo. Ainda que tenha resultado em imensa frustração, gerou a percepção na opinião pública de que seria possível deter o processo inflacionário. Bastaria fazer o Cruzado “certo”, sem os erros e interferências políticas que o inviabilizaram. Do ponto de vista político, o Plano Cruzado mostrou que derrubar a inflação era um instrumento poderoso para a perpetuação no poder ou para assegurar a vitória nas urnas de aliados do presidente. Em outubro de 1986, a vitória do PMDB foi avassaladora, elegendo quase todos os governadores, uma maioria folgada de senadores e pouco mais de 50% da Câmara dos Deputados. Aos empresários restou outra lição: pegos de surpresa, incorporaram a expectativa do congelamento na formação de seus preços para aguardar, com “gordura”, o novo plano de estabilização.

Depois do Cruzado, a inflação voltou e de forma acelerada. Além do movimento de ajuste dos preços, havia a expectativa de um novo congelamento, único remédio existente no imaginário coletivo. Uma vez repetida a prática, os consumidores, conscientes do risco da volta da inflação, tratavam de adquirir o máximo possível de produtos, tornando o novo congelamento insustentável pelo excesso de demanda. Na saída do congelamento, a dinâmica se repetia: a inflação acelerava com a reposição de margens dos empresários tentando se defender do próximo congelamento.

Essa fixação do Cruzado na memória coletiva mudou o caráter da inflação. Longe de ser inercial, passou a ter uma dinâmica expectacional, uma espécie de profecia que se autorrealizava no espaço da economia política. A cada congelamento que falhava, seguia-se um período de aceleração da inflação que terminava em um novo congelamento. Foram ao todo cinco programas em cinco anos: Cruzado II, Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor e Plano Collor II. Todos buscando fazer o Cruzado “certo”: congelamento sem gatilho, congelamento com taxa de juros elevada, congelamento com desvalorização cambial, congelamento sem indexação, congelamento com retenção compulsória de liquidez, congelamento com aumento de impostos.

Nesse ciclo repetitivo e vicioso, que se estendeu de 1987 a 1991, a inflação era movida exclusivamente pelas expectativas de lançamento e provável fracasso dos congelamentos de preços. Em outras palavras: a fixação do Cruzado na memória coletiva inviabilizou os planos heterodoxos subsequentes. Tudo mudaria a partir de 1991, com o fracasso do Plano Collor II. Após tantas tentativas de congelar preços, houve uma reação de horror da elite à heterodoxia. Foi no período do ministro Marcílio Marques Moreira que se afastou de vez o fantasma de um novo congelamento. A ortodoxia ressurgiu triunfante: para erradicar a inflação, bastava sanear as contas públicas. Chega de

mágicas, dizia-se. Afastado o risco de um novo congelamento, a economia retornou à dinâmica anterior ao Cruzado: preços contratuais indexados, *crawling peg* na taxa de câmbio também indexado à inflação passada e política monetária passiva. Tornou-se assim possível utilizar a base conceitual do Larida para a elaboração do Plano Real.

Terceiro motivo para o Plano Real não ter acontecido antes: Fernando Henrique Cardoso só se tornou ministro da Fazenda em 1983.

Ao contrário do que muitos esperavam de um professor que havia sido cassado e tinha sido exilado no Chile, FHC reuniu uma equipe de economistas liberais oriunda do Departamento de Economia da PUC-RJ. Era uma equipe afinada pelos anos de discussões no Departamento e unida pelo propósito comum de derrubar a inflação e modernizar o país. FHC tinha confiança na equipe e, por sua capacidade intelectual, conseguia acompanhar discussões técnicas e minúcias que, em outro contexto, provavelmente lhe pareceriam enfadonhas.

FHC arriscou seu capital político ao bancar um programa de estabilização sem precedentes na história. Além do ineditismo, o Plano Real desafiava o senso comum e a maioria dos analistas não o endossava. Sua capacidade de persuasão fez milagres. Primeiro, obteve o consentimento do presidente da República que, na verdade, era um entusiasta do congelamento de preços, do aumento dos salários do funcionalismo e do salário-mínimo. Em um segundo passo, FHC obteve o apoio do Congresso Nacional, ao costurar uma aliança política com o PFL, muito criticada dentro de seu próprio partido, o PSDB.

FHC cuidou o tempo todo de explicar, em entrevistas e pronunciamentos, como funcionaria o plano. Praticava com entusiasmo e convicção o que veio a denominar “pedagogia democrática”.<sup>25</sup> Teve enorme sucesso nisso, da

---

<sup>25</sup> “Meu entusiasmo aumentou quando, em uma das reuniões de fim de semana no edifício do Ministério em São Paulo, após longas discussões e várias fórmulas no quadro-negro, houve um debate acérrimo entre os membros da equipe e Persio Arida apresentou a sugestão revolucionária: minimizar as regras e torná-las transparentes. A complicada relação entre preços cambiantes, graças à erosão diária do cruzeiro real, e a URV seria explicada à população. Isso batia com o que eu mais acreditava, a pedagogia democrática. Nada seria secreto. Nós anteciparíamos os principais passos do que iria ocorrer e mostraríamos que se tratava de um processo e não de um ato milagroso. Portanto, haveria que trabalhar com o tempo e tornar o povo partícipe ativo desse processo. Riscos havia: se os meios de comunicação não atuassem para ajudar nas explicações, se nós não fôssemos capazes de certo didatismo, se a descrença vencesse antes da troca de moeda (quer dizer, antes de a URV transformar-se em real), perderíamos a guerra. Preferi, no entanto, correr esse risco e não fazer um plano ape-

mesma forma que o embaixador Rubens Ricupero teria quando o substituiu como ministro. A adesão espontânea da sociedade à URV nos surpreendeu — ocorreu em uma velocidade muito maior do que André Lara Resende e eu imaginávamos possível. Nos quatro meses de transição entre a URV e o lançamento da nova moeda houve um processo de mudanças que, posteriormente, FHC caracterizaria como “curto-circuito”.<sup>26</sup> A proposta galvanizou a sociedade e permitiu transformações que, de outra forma, seriam impossíveis. Na feliz formulação de Darcy Ribeiro, o Real se transformou em um símbolo aglutinador de nossa sociedade, como a bandeira e o idioma nacionais.

O Real tornou a candidatura de FHC à Presidência da República invencível já no primeiro turno. A inflação, que em junho de 1994, último mês da velha moeda, havia sido de 47,3%, caiu para 6,84% no mês seguinte, o primeiro de vigência do Real. A quase hiperinflação brasileira desapareceu sem congelamento de preços e sem causar desemprego. Quando assumiu o governo, em janeiro de 1995, a inflação estava em 1,70%.

Para sustentar o Plano Real, FHC tratou de implementar um ambicioso programa de reformas estruturais.<sup>27</sup> Apesar de o programa não ter sido exe-

---

mas tecnocrático” (Cardoso, 2012). Observação minha: a sugestão “revolucionária” à qual FHC se refere era anunciar antecipadamente o plano inteiro, simplificando-o em fases cuja duração dependeria de certas metas — a primeira fase, do ajuste fiscal, dependeria da aprovação do FSE, e a segunda fase, da URV, só ocorreria se a primeira fosse cumprida a contento etc.

<sup>26</sup> “Em 1986, muito antes de ser presidente, ao passar a Presidência da Associação Internacional de Sociologia, em Nova Delhi, proferi uma conferência sobre as teorias de mudança social. Inspirado no que vira em Nanterre, na França, quando da chamada Revolução de Maio, disse que as mudanças em sociedades complexas podem dar-se pelo que chamei de ‘curto-circuitos’. Um gesto, uma greve, um choque emocional, uma proposta galvanizadora são capazes de despertar reações em cadeia que levam a configurações muito mais profundas do que havia sido imaginado ou desejado... Foi o que aconteceu com o Plano Real. A sociedade brasileira, cansada da inflação e de seus efeitos nefastos, viu nele uma saída. Aderiu a ele contra a opinião de muitas pessoas e contra muitos interesses. Em certos momentos, contra a maioria dos ‘bem-pensantes’ e dos pretensos donos das massas populares” (Cardoso, 2012).

<sup>27</sup> Exemplos: a quebra dos monopólios estatais na exploração de petróleo e telecomunicações; as mudanças legais no plano das concessões com a consequente criação das agências reguladoras; a reforma administrativa que facultou a gestão privada de recursos públicos como as Organizações Sociais (OSs); a ampliação do programa de “desestatização” que vinha desde o governo Collor (1990-1992) com a privatização da Eletrobrás, da Vale e de partes do sistema Eletrobrás; a imposição de disciplina fiscal aos estados por intermédio da Lei de Responsabilidade Fiscal; a abertura do setor financeiro ao capital estrangeiro e as inter-

cutado em sua integralidade,<sup>28</sup> nesse período a modernização da economia brasileira nos oito anos de governo FHC foi impressionante. Os obstáculos foram grandes. De partida, FHC teve de enfrentar uma complexa crise bancária em instituições públicas e privadas. Tomou a decisão de adotar o câmbio flutuante no auge da crise cambial de 1999, quando o Brasil enfrentava aguda escassez de reservas. Conseguiu então alcançar o superávit orçamentário. Lembro-me de suas palavras, reveladoras de argúcia política: nunca se deve desperdiçar uma crise, dizia marotamente. Depois disso, enfrentou um dramático racionamento de energia. Presidiu democraticamente a eleição de 2022, quando os mercados entraram em pânico com a possibilidade de vitória de Luiz Inácio Lula da Silva, seu adversário político que, em 1994, havia classificado o Plano Real de embuste eleitoral.

Em resumo: sem o talento político e a estatura intelectual de Fernando Henrique Cardoso, não teríamos o Plano Real.

*Abril de 2024*

---

venções do Banco Central privatizando quase que por inteiro os bancos estaduais; a criação do ENEM e do processo de avaliação sistemático do ensino público; a autorização para a entrada dos genéricos nas farmácias; a ampliação de programas sociais; o tripé macroeconômico com superávit fiscal, câmbio flutuante e a taxa de juros voltada para o controle da inflação; o aumento do valor real do salário-mínimo; o alongamento da dívida pública interna por meio da padronização dos títulos indexados à inflação e da atuação como *market-maker* do Tesouro Nacional; a criação do Copom e a mudança nos procedimentos de liquidação de instituições financeiras etc.

<sup>28</sup> Várias das reformas propugnadas pelo time econômico não foram adiante. A aprovação da Reforma da Previdência em 1997 não ocorreu por apenas um voto. A independência do Banco Central não chegou sequer a ser levada ao Parlamento. Como teria que ser uma proposta de emenda constitucional, não passível de veto pelo presidente da República, havia o temor de uma repetição da dinâmica populista que havia posto na Constituição, seis anos antes, o teto de 12% para a taxa de juros. (Foi só mais tarde, com outra composição do Supremo Tribunal Federal, que vingou o entendimento de que a independência poderia ser obtida sem uma emenda constitucional.) A abertura comercial e financeira da economia, com redução, se necessária, unilateral de tarifas, figurava na pauta de reformas desejadas pelo time econômico desde a elaboração do Plano Real, mas nunca foi adiante pelos *lobbies* da indústria nacional. Da mesma forma, em decorrência do *lobby* dos sindicatos, a reforma trabalhista pouco avançou. A reforma tributária, por sua vez, foi objeto de inúmeras discussões, mas o consenso em favor de um imposto sobre valor adicionado só viria muitos anos depois.

#### 4. BIBLIOGRAFIA

- ALMONACID, R. D.; PASTORE, A. C. (1975). “Gradualismo ou tratamento de choque”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 5, nº 2, dez.
- ARIDA, P. (1981). “Sobre alguns desdobramentos na teoria econômica: notas preliminares”. FIPE-USP, jun.
- ARIDA, P. (2024). “30 anos do Plano Real: as origens, o feito improvável e o risco populista”. *Texto para Discussão* nº 80, Rio de Janeiro, IEPE/Casa das Garças.
- ARIDA, P.; LARA RESENDE, A. (1984). “Inertial Inflation and Monetary Reform”. In: WILLIAMSON, J. (org.) (1985). *Inflation and Indexation: Argentina, Brazil, and Israel*. Washington, DC: Institute of International Economics.
- AZARIADIS, C. (1978). “Escalator Clauses and the Allocation of Cyclical Risks”. *Journal of Economic Theory*, vol. 8, nº 1.
- BACKHOUSE, R.; CHERRIER, B. (2016). “It’s Computers, Stupid!”. *History of Political Economy*, vol. 49 (Supplement).
- BARRO, R. J.; GORDON, D. (1983). “A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model”. *Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, vol. 91, nº 4.
- BARROS DE CASTRO, L. (1999). *História precoce das ideias do Plano Real*. Dissertação de Mestrado, UFRJ.
- BLACK, F. (1987). “What a Non-Monetarist Thinks”. In: *Business Cycles and Equilibrium*. Oxford: Blackwell.
- BLANCHARD, O. (1982). “Price Asynchronization and Price Level Inertia”. *NBER Working Paper* 0900.
- BOIANOVSKY, M. (2018). “The Brazilian Connection in Milton Friedman’s 1967 Presidential Address and 1976 Nobel Lecture”. *History of Political Economy*, vol. 52, nº 2.
- BOIANOVSKY, M. (2022). “Lucas’ Expectational Equilibrium, Price Rigidity, and Descriptive Realism”. *Journal of Economic Methodology*, vol. 29, nº 1.
- BOIANOVSKY, M.; BIELSCHOWSKY, R.; COUTINHO, M. (orgs.) (2023). *A History of Brazilian Economic Thought: From Colonial Times Through the Early 21st Century*. Londres: Routledge.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. (2010). “A descoberta da inflação inercial”. *Revista de Economia Contemporânea*, vol. 14, nº 1, Rio de Janeiro, jan.-abr.
- BRUNO, M.; FISCHER, S. (1987). “Seigniorage, Operating Rules and the High Inflation Trap”. *NBER Working Paper* 2413. Publicado originalmente em 1984 como “Expectations and the High Inflation Trap”, mimeo.
- CALVO, G. (1983). “Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework”. *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, nº 3.
- CALVO, G. (1996). “Disinflation and Interest-Bearing Money”. *The Economic Journal*, vol. 106, nº 439, nov.

- CARDOSO, F. H. (2012). *A arte da política: a história que vivi*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. Ver o capítulo 3: “O Plano Real: da descrença ao apoio popular”.
- EVANS, J. L.; YARROW, G. K. (1981). “Some Implications of Alternative Expectations Hypotheses in the Monetary Analysis of Hyperinflations”. *Oxford Economic Papers* 33.
- FISCHER, S. (1977). “Long Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule”. *Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, vol. 85, nº 1.
- FISCHER, S. (1984). “Inflation and Indexation: Israel”. In: WILLIAMSON, J. (org.) (1985). *Inflation and Indexation: Argentina, Brazil, and Israel*. Washington, DC: Institute of International Economics.
- FRIEDMAN, M. (1968). “The Role of Monetary Policy”. *The American Economic Review*, vol. 58, nº 1, mar.
- FRIEDMAN, M. (1974). “Economic Miracles”. *Newsweek*, 21/1/1974.
- GARCIA, M.; AYRES, J.; GUILLÉN, D.; KEHOE, P. (2019). “The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960-2016”. *NBER Working Paper* 25421.
- GHIANI, E. (2008). “At the Origins of the NAIRU: Supply Shocks and Economic Policy in the 1960s Italian Experience”. *History of Economic Ideas*, vol. 16, nº 1-2.
- GIAMBIAGI, F. (2002). “Do déficit de metas às metas de déficit: a política fiscal do período 1995-2002”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 32, nº 1, abr.
- GRANGER, G.-G. (1955). *Méthodologie économique*. Paris: PUF.
- GRAY, J. A. (1976). “Wage Indexation: A Macroeconomic Approach”. *Journal of Monetary Economics*, vol. 2, nº 2, abr.
- KLEIMAN, E. (1977). “Monetary Correction and Indexation: The Brazilian and Israel Experience”. In: PASTORE, A. C.; ISHAQ NADIRI, M. (orgs.). *Indexation: “The Brazilian Experience” — Explorations in Economic Research*, vol. 4, nº 1, NBER.
- LAIDLER, D. E.; STADLER, G. W. (1998). “Monetary Explanations of the Weimar Republic’s Hyperinflation: Some Neglected Contributions in Contemporary German Literature”. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 30, nº 4, nov.
- LARA RESENDE, A. (1984). “A moeda indexada: nem mágica nem panaceia”, *Texto para Discussão* nº 81, PUC-RJ.
- LEIDERMAN, L.; LIVIATAN, N. (2003). “The 1985 Stabilization from the Perspective of the 1990s”. *Israel Economic Review*, vol. 1, nº 1.
- LOPES, F. (2014). “Saudades de um amigo especial: o pensamento da PUC-Rio sobre política de estabilização e a contribuição de Dionísio Dias Carneiro”. In: CUNHA, L. R. A.; LEOPOLDI, M. R.; RAPOSO, E. (orgs.). *Dionísio Dias Carneiro, um humanista cético: uma história da formação de jovens economistas*. Rio de Janeiro: PUC-RJ/LTC.
- LUCAS, R. E. (1987). *Models of Business Cycles*. Oxford: Basil Blackwell.
- MALINVAUD, E. (1977). *The Theory of Unemployment Reconsidered*. Oxford: Blackwell.
- MODIGLIANI, F. (1977). “The Monetarist Controversy: A Seminar Discussion”. Paper by Franco Modigliani, Discussion by Milton Friedman. *Economic Review* (Supplement), Spring, Federal Reserve Bank of San Francisco.

- MODIGLIANI, F. (1986). *The Debate Over Stabilization Policy*. Cambridge: Cambridge University Press. As Raffaele Mattioli Lectures reproduzidas no livro são de 1977.
- MODIGLIANI, F.; PADOA-SCHIOPPA, T. (1978). “The Management of an Open Economy with ‘100% Plus’ Wage Indexation”. *Essays in International Finance*, n° 130, Princeton University, dez.
- O’CONNOR, C. *et al.* (2024). “Social Epistemology”, item 3.3. *The Stanford Encyclopedia of Philosophy* (Summer 2024 Edition).
- OLIVERA, J. (1970). “On Passive Money”. *Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, vol. 78, n° 4.
- OLIVERA, J. (1971). “A Note on Passive Money, Inflation, and Economic Growth”. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 3, n° 1, fev.
- OLIVERA, J. (1984). “On Structural Inflation and Latin-American ‘Structuralism’”. *Oxford Economic Papers*, New Series, vol. 16, n° 3, nov.
- PATINKIN, D. (1965). *Money, Interest, and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory*. Nova York: Harper & Row, 2ª ed.
- PATINKIN, D. (1977). “O que os países desenvolvidos podem aprender com a indexação: algumas observações finais”. *Estudos Econômicos*, vol. 6, n° 1, São Paulo, jan.-abr.
- PAZOS, F. (1972). *Chronic Inflation in Latin America*. Nova York: Praeger.
- RONCAGLIA, A. (2015). *The Conceptual Evolution of Inflation Inertia in Brazil*. Tese de Doutorado, USP.
- ROWTHORN, R. E. (1977). “Conflict, Inflation and Money”. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 1, n° 3, set.
- SARGENT, T. J.; WALLACE, N. (1975). “‘Rational’ Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule”. *Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, vol. 83, n° 2.
- SARGENT, T. J.; WALLACE, N. (1987). “Inflation and the Government Budget Constraint”. In: RABIN, A.; SADKA, E. (orgs.). *Economic Policy in Theory and Practice*. Nova York: Macmillan.
- SIMONSEN, M. H. (1970). *Inflação: gradualismo versus tratamento de choque*. Rio de Janeiro: APEC.
- SIMONSEN, M. H. (1984). “Desindexação e reforma monetária”. *Conjuntura Econômica*, vol. 38, n° 11, nov.
- SIMONSEN, M. H. (1986). “Keynes versus expectativas racionais”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 16, n° 2, ago.
- SMOLIN, L. (2007). *The Trouble With Physics: The Rise of String Theory, The Fall of a Science, and What Comes Next*. Boston: Houghton Mifflin Harcourt.
- TABELLINI, G. (1984). *Why We Observe So Little Indexation? An Answer from the Theory of Insurance*. Tese de Doutorado, UCLA.
- TAYLOR, J. B. (1979). “Staggered Wage Setting in a Macro Model”. *The American Economic Review*, vol. 69, n° 2, maio.

- TAYLOR, J. B. (1980). “Aggregate Dynamics and Staggered Contracts”. *Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, vvol. 88, nº 1.
- WERLANG, S. (1988). “Simonsen, inflação, expectativas racionais e os pós-keynesianos”. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 52, fev.
- WERNECK, R. (2024). “O Real na PUC-Rio”. *O Globo*, 12/4/2024.
- WERNING, I.; LORENZONI, G. (2023). “Inflation is Conflict”. *NBER Working Paper* 31099.
- WILLIAMSON, J. (1985). *Inflation and Indexation: Argentina, Brazil, and Israel*. Washington, DC: Institute of International Economics.