

3

A inflação inercial na obra de Bresser, o plano real e os finais das hiperinflações

Fernando de Holanda Barbosa

Introdução

O fato de que a inflação é alimentada pela própria inflação levou um bom número de economistas brasileiros a tratarem desse tema. Este componente é denominado de inflação inercial. Bresser-Pereira e Nakano não somente contribuíram para esta literatura, mas também aplicaram essa teoria na formulação do Plano Bresser. O Plano Cruzado também estava calcado na teoria da inflação inercial. Ambos fracassaram. Os economistas que fizeram o Plano Real eram praticamente os mesmos do Plano Cruzado. Aprenderam, como Bresser e Nakano, que o componente inercial é importante em qualquer processo inflacionário, mas que a origem do fenômeno numa hiperinflação, a crise fiscal, precisa ser atacada para que a estabilização tenha sucesso.

No livro organizado por Nakano, Rego e Furquim (2004) em homenagem aos 70 anos de Bresser Pereira, eu escrevi que o Plano Real naquela época era “uma obra inacabada do governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso, e que pode ser concluída com êxito pelo Presidente Lula, caso persista no ajuste fiscal da economia brasileira” (BARBOSA, 2004, p. 267).

Eu aproveito esta oportunidade, na homenagem aos 80 anos de Bresser, para corrigir esta afirmação e dar o seu ao seu dono, como se diz no ditado popular. Este artigo estabelece uma cronologia identificando o início e o fim do Plano Real. Discute, também, alguns temas que estão por trás da sua concepção e execução.

Este artigo contém cinco seções, além desta introdução. A segunda seção trata da contribuição de Bresser-Nakano para a teoria da inflação inercial; a terceira seção discute a origem da hiperinflação, a crise fiscal do estado; a quarta seção discute a controvérsia entre Dornbusch e Sargent com relação aos finais das hiperinflações e como elas acabaram do dia para a noite; a quinta seção divide o Plano Real em três etapas: i) mudança do regime monetário; ii) mudança do regime fiscal e iii) âncora monetária com o regime de metas de inflação; e a sexta seção apresenta um sumário com as conclusões deste artigo.

A contribuição de Bresser-Nakano para a teoria da inflação inercial

O primeiro economista brasileiro a tratar da inflação inercial foi Simonsen, durante a execução do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) Castello Branco. Ele observou que, a despeito das políticas monetária e fiscal contracionistas, a taxa de inflação teimava em não cair como se esperava. Introduziu, então, uma lei salarial que estipulava reajustes baseado numa média das taxas de inflação observada e esperada, que preservaria o valor médio do salário. Na prática não preservou a média, por erro da fórmula, mas reduziu a inércia. Anos depois Simonsen (1970) formalizou o componente inercial, que ele denominou de realimentação, no seu livro *Gradualismo Versus Tratamento de Choque*.

Bresser-Pereira e Nakano, no artigo de 1984, apresentado na Reunião da ANPEC de 1983, realizada em Belém do Pará, na qual eu era o coordenador da área de macroeconomia, formalizaram uma nova versão da teoria da inflação inercial. Segundo eles, existiam fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação.

Os fatores aceleradores da inflação seriam os aumentos: i) dos salários acima da produtividade; ii) da taxa de lucros; iii) da taxa de câmbio; iv) dos preços dos bens importados; e v) dos impostos. Os fatores mantenedores do patamar da inflação, a inércia inflacionária, seriam devidos ao conflito distributivo, numa disputa entre empresas e trabalhadores para manterem suas fatias no bolo. Quanto aos fatores sancionadores da inflação, estes se resumiriam no fato de que a moeda era passiva, uma variável endógena do modelo, na velha tradição do estruturalismo latino-americano.

A origem da inércia inflacionária ainda não tem uma explicação convincente na teoria econômica. Nas economias de mercado, é um fato

estilizado que os preços são rígidos no curto prazo. Esta rigidez é um dos ingredientes da inércia. Bresser e Nakano atribuem ao conflito distributivo entre capital e trabalho o fenômeno da inércia. Os economistas brasileiros inspirados na teoria marxista viam na inflação um conflito entre o capital e o trabalho. Tempos atrás escrevi um artigo (BARBOSA, 1989), mostrando que este tipo de conflito era incompatível com o equilíbrio da inflação num determinado patamar, como ocorreu várias vezes na nossa história. O conflito distributivo numa sociedade moderna não está restrito a duas classes, como queria Marx. O conflito existe entre diferentes classes sociais que disputam o bolo, isto é, os recursos da economia. A inércia resulta do processo de formação de preços em mercados de concorrência imperfeita com informação incompleta. Como combinar esses insumos e produzir uma teoria da inércia é uma tarefa que ninguém conseguiu fazer, até agora, de modo convincente. A conclusão que chegamos é que a inércia é um mistério que precisa ser desvendado.

A grande contribuição dos economistas brasileiros que trataram da inflação inercial, entre os quais estão Bresser e Nakano, é de que um programa de estabilização requer mecanismos para eliminá-lo no processo de combate à inflação. Esses mecanismos, por si só, não acabam com a inflação, como mostraram as experiências brasileira e argentina com os planos heterodoxos, mas eles são importantes, caso se deseje reduzir o custo social da estabilização a níveis suportáveis para a população, como demonstrou a experiência exitosa do Plano Real.

Hiperinflação e a crise fiscal

O regime monetário numa hiperinflação é de dominância fiscal, com o déficit público (f) sendo financiado pela emissão de moeda.¹ Este fato pode ser representado pela equação:

$$\frac{M_t - M_{t-1}}{P_t} = f_t$$

em que M é o estoque da base monetária, o índice nestas variáveis indica o tempo a que ela se refere; e P é o índice de preços. Esta restrição

¹ Nesta seção, analisamos apenas o regime de política monetária de dominância fiscal da hiperinflação. O modelo completo para explicar este fenômeno é um modelo keynesiano, com as curvas IS, LM e de Phillips, com uma regra de política monetária passiva, dada pela restrição orçamentária do governo. Ver, por exemplo, Barbosa (1989, 2004).

orçamentária do governo está escrita em termos de fluxos. Para se entender o fenômeno da hiperinflação, é preciso reescrever esta restrição orçamentária em termos de estoque, o que requer um pouco de álgebra.

Seja m o estoque real de moeda, isto é $m = M/P$, a equação anterior transforma-se em:

$$m_t - \frac{M_{t-1}}{1 + \pi_t} = f_t$$

O valor dos serviços da moeda é igual ao produto da taxa de juros nominal (i), o custo de oportunidade da moeda, pela quantidade real de moeda, trazida ao valor do início do período dividindo-se por um mais a taxa de inflação:

$$s(m_{t-1}) = \frac{i_t m_{t-1}}{1 + \pi_t}$$

Somando-se e subtraindo-se o valor dos serviços da moeda à restrição orçamentária de fluxos, obtém-se:

$$m_t + s(m_{t-1}) - \frac{(1 + i_t)}{(1 + \pi_t)} m_{t-1} = f_t$$

A razão que multiplica a quantidade real de moeda no período $t-1$ é igual a um mais a taxa de juros real (r). Logo, a expressão anterior transforma-se em:

$$m_t + s(m_{t-1}) - f_t = (1 + r_t) m_{t-1}$$

Esta equação pode ser escrita para um período adiante, com a quantidade real de moeda do período t no lado esquerdo. Isto é:

$$m_t = \frac{m_{t+1}}{1 + r} + \frac{s(m_t) - f_{t+1}}{1 + r}$$

Para simplificar as contas, admitiu-se que a taxa de juros real seja constante. Esta equação pode ser resolvida de forma recorrente, para frente. Obtém-se, então, a restrição orçamentária em termos de estoque:

$$m_t = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{s(m_{t+i}) - f_{t+i+1}}{(1 + r)^{i+1}}$$

Na dedução dessa expressão, admitiu-se que a condição de transversalidade seja satisfeita. Isto é, o limite do valor presente da quantidade real de moeda no futuro distante seja igual a zero:

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \frac{m_{t+T}}{(1+r)^T} = 0$$

A restrição orçamentária do governo estabelece que a quantidade real de moeda seja igual ao valor presente da diferença entre o valor dos serviços da moeda e o déficit público a ser financiado com a emissão de moeda. A moeda deve proporcionar um valor de serviços que ultrapasse o déficit público financiado por emissão de moeda. A hiperinflação ocorre quando uma crise fiscal faz com que o déficit público aumente e ultrapasse o valor dos serviços da moeda. A moeda não é capaz de financiar o déficit público, pois o lado direito da restrição orçamentária torna-se negativo induzindo o público a se livrar da moeda, e procurar abrigo em outros ativos e (ou) na compra de bens e serviços.

A hiperinflação é um fenômeno intertemporal, pois depende da trajetória do déficit público a ser financiado por moeda.² Acabar com a hiperinflação requer, portanto, a mudança do regime fiscal-monetário, com o banco central livre da obrigação de financiar o déficit público. Ao mesmo tempo, a crise fiscal deve ser resolvida, caso contrário, a estabilização da economia não será permanente.

A restrição orçamentária intertemporal do governo mostra a mecânica da hiperinflação, mas deixa de lado a economia política da mesma. Por que razões uma sociedade decide usar o imposto inflacionário, um imposto tão regressivo, com um poder destrutivo para desorganizar a economia? Na verdade, o grande problema de extirpar a hiperinflação é a capacidade política para resolver o conflito social, que implica na reorganização do Estado, com custos para alguns grupos e benefícios para outros. Este conflito social não é uma disputa entre o capital e o trabalho, como desejam alguns autores inspirados na teoria marxista. Fazendo uma analogia com a obra clássica de Gilberto Freire, a *Senzala* pagava o imposto inflacionário, e a *Casa Grande* não era afetada pela inflação, pois tinha mecanismos para dela se proteger. A estabilização implica em trocar as posições: a *Senzala* deixa de pagar a

2 O enfoque intertemporal analisa a hiperinflação com a mesma ferramenta que se analisa as crises da dívida pública e da dívida externa. No caso da hiperinflação, o preço da moeda converge para zero, o mesmo acontecendo com os preços dos títulos da dívida pública e da dívida externa em crises das respectivas dívidas. Nos três casos se aplica a mesma análise intertemporal.

conta e a Casa Grande tem que meter a mão no bolso. Nessa analogia, não se deve interpretar a Casa Grande com os capitalistas, mas sim com todos aqueles que detêm a maior parcela da renda da sociedade.

Os finais das hiperinflações: Sargent *versus* Dornbusch

Num artigo clássico sobre os finais das hiperinflações, Sargent (1982) defendeu a hipótese de que a hiperinflação de alguns países europeus, entre os quais a Alemanha, acabou do dia para noite, com a mudança anunciada dos regimes das políticas monetária e fiscal. Os bancos centrais deixaram de financiar o déficit público, ao mesmo tempo que se fez um ajuste fiscal para eliminar ou reduzir o déficit público para níveis sustentáveis.

A mudança anunciada do regime de política econômica atuou sobre as expectativas dos agentes, reduzindo a taxa de inflação esperada. Como se sabe, a curva de Phillips tem dois componentes, um da expectativa de inflação e outro da pressão de mercado, em geral, medida pelo hiato do produto. O efeito do anúncio da mudança no regime de política econômica foi de reduzir a taxa de inflação esperada e fez com que as hiperinflações acabassem sem que houvesse necessidade de uma recessão. Pelo contrário, o que aconteceu é que as economias se recuperaram rapidamente, e o produto da economia, ao invés de diminuir, aumentou.

Dornbusch, um economista que nasceu na Alemanha e que fez sua carreira acadêmica nos Estados Unidos (quando morreu, em 2002, era professor do MIT) pesquisou os dados da hiperinflação da Alemanha e escreveu um artigo [DORNBUSCH (1987)] discordando da hipótese de Sargent.

Segundo Dornbusch, houve, no caso da Alemanha, uma mudança no regime monetário, com a fixação da taxa de câmbio, taxa de juros real elevada e apreciação cambial. A apreciação cambial produziu um aumento do salário real, e este aumento teve como resultado uma ampla aprovação do plano de estabilização por parte da população. O ajuste fiscal somente teria sido feito depois da estabilização, diferente do que afirmou Sargent.

No caso da Alemanha, pode-se argumentar que lá existia o chamado efeito Olivera-Tanzi, de perda de receita fiscal em virtude da defasagem entre o fato gerador do tributo e o pagamento do mesmo. Quando a taxa de inflação aumenta, o valor real da arrecadação do tributo diminui. No Brasil, este efeito era muito pequeno porque a maioria dos impostos estava indexada à alguma unidade de conta, que indexava os tributos no momento que ocorria o fato gerador do mesmo. No Brasil, existia o efeito

Olivera-Tanzi reverso, tratado em Barbosa (1987), segundo o qual as despesas do governo diminuem quando a taxa de inflação aumenta. Logo, na estabilização, espera-se que ocorra o contrário, isto é, que as despesas do governo aumentem quando a taxa de inflação diminui.

Dornbusch (1988, p. 413) afirmou que uma interpretação da estabilização requer uma análise de vários detalhes da hiperinflação alemã e que “a simple budget-money-credibility story is not enough, even if in the final analysis stabilization cannot take place without them. They are necessary, but is not apparent that they are also sufficient conditions”.

No Brasil, Gustavo Franco, um dos autores do Plano Real, escreveu uma tese de doutorado na Universidade de Harvard, em 1986, sobre as mesmas hiperinflações da Europa analisadas por Sargent, as hiperinflações da Alemanha, Áustria, Hungria e Polônia, que ocorreram entre as duas guerras mundiais, defendendo a mesma hipótese de Dornbusch. Não é surpresa, portanto, a opção escolhida pelo Plano Real.³

Como veremos a seguir, o Plano Real permitiu um teste empírico das duas hipóteses. A conclusão que se chegou com este teste rejeita a hipótese de Sargent, mas não rejeita a hipótese de Dornbusch. Todavia, a experiência brasileira não rejeita a hipótese de que a estabilização permanente requer a solução da crise fiscal, consistente com a teoria da hiperinflação apresentada na segunda seção deste artigo.

Plano Real: 1994/1999

O Plano Real teve início com a Medida Provisória n.º 434, de 27/02/1994, que instituiu a Unidade Real de Valor (URV), transformada posteriormente na Lei n.º 8880, de 27/05/1994. O final do Plano Real ocorreu em junho de 1999, com a introdução do regime de metas de inflação, depois do fracasso do regime de câmbio administrado com a crise cambial de janeiro de 1999. Naquele momento acabaram as incertezas associadas com a política econômica, e a política monetária deixava de ter a obrigação de subir a taxa de juros para defender a taxa de câmbio, como tinha acontecido nas sucessivas crises financeiras durante o primeiro mandato do Presidente FHC. O Brasil estava pronto para crescer a uma taxa próxima de um por cento ao trimestre, a taxa de crescimento do produto potencial. O Brasil começou a crescer a esta taxa ao longo do ano de 2000, processo que foi interrompido com a crise de energia de 2001.

3 Ver o artigo de Franco (1990) que expõe a hipótese que ele defendeu na sua tese de doutorado.

O Presidente Lula, depois de afirmar que não seria posto em prática o que ele tinha dito no passado, levou algum tempo para convencer a sociedade de que sua afirmação era verdadeira. Durante seu primeiro mandato, beneficiou-se do bônus da estabilização do Presidente FHC, ao invés da herança maldita que atribuía ao seu antecessor, e a economia brasileira cresceu, em média, a uma taxa de 4% ao ano.

O Plano Real durou um pouco mais de cinco anos e, possivelmente, por esta razão, causou certa fadiga na população. Ademais, no momento que seus benefícios começavam a aparecer, veio a crise de energia, obrigando todo mundo a poupar energia elétrica. Segundo Maquiavel, o mal deve ser feito de uma vez, enquanto o bem deve ser feito a conta-gotas. Os mentores do Plano Real poderiam argumentar que o desmonte da crise fiscal do Estado que leva a uma hiperinflação é uma tarefa hercúlea, que não pode ser feita da noite para o dia, de uma única tacada como recomenda Maquiavel. Para avaliar este tipo de argumento, é importante fazer uma cronologia do Plano Real.

O Plano Real teve três etapas distintas. A primeira foi a introdução da URV e a mudança do regime monetário. A segunda etapa ocorreu ao final de 1998, com a mudança do regime fiscal. A terceira etapa aconteceu com a introdução da âncora monetária, depois da crise cambial de janeiro de 1999, com a adoção do regime de metas de inflação.

Primeira etapa: a URV e a mudança do regime monetário

A URV foi uma maneira engenhosa de atacar a inércia da inflação, impedindo que o passado determinasse o futuro. A conversão para a média dos preços e salários, técnica que tinha sido usada na época do PAEG pelo Simonsen, foi bem-sucedida apesar de que alguns preços, como salários do funcionalismo, possam ter ficado acima da média se computada para um período mais apropriado.

O Plano Real, na controvérsia entre Sargent e Dornbusch, optou pela hipótese de que a estabilização poderia ser feita sem resolver o problema fiscal imediatamente. A mudança do regime monetário com a adoção de um sistema de câmbio administrado provocou uma apreciação não somente da taxa de câmbio real, mas também da taxa nominal. Como no caso da Alemanha, o aumento do salário real produzido pela apreciação da taxa de câmbio trouxe o apoio maciço da população ao novo plano.

Segunda etapa: mudança do regime fiscal

O fato de o Plano Real ter sido feito com anúncio prévio, sem medidas que surpreendessem a população, fez com que o governo do Presidente FHC ganhasse a confiança da população. O déficit público, que não foi eliminado, passou a ser financiado com títulos da dívida pública. Ademais, surgiram alguns esqueletos, isto é, dívidas existentes que não estavam devidamente contabilizadas, que aumentaram o déficit.⁴ A dívida pública cresceu a taxas elevadas por duas razões: i) taxas de juros reais praticadas para defender a taxa de câmbio tiveram um patamar bastante alto e ii) inexistência de superávit primário nas contas públicas. Qualquer cálculo de sustentabilidade da dívida pública mostrava que a dívida pública estava numa trajetória insustentável.

A mudança do regime fiscal não é uma atividade trivial, pois requer capacidade política de definir um novo jogo com todos os grupos da sociedade. É bem provável que a equipe econômica do Presidente FHC e ele próprio poderiam argumentar que a tarefa que tinham pela frente requeria uma capacidade de articulação política que não poderia ser feita do dia para a noite.

Tabela 1
Déficit Fiscal: 1994/2002

Ano	Superávit Primário	Nominal	Juros Nominais
1994	5,64	26,97	32,61
1995	0,26	7,28	7,54
1996	-0,10	5,87	5,77
1997	-0,96	6,11	5,15
1998	0,01	7,46	7,47
1999	3,23	5,84	9,06
2000	3,46	3,61	7,08
2001	3,64	3,57	7,21
2002	3,89	4,58	8,47

4 Logo após o Plano Real, o governo teve que capitalizar o Banco do Brasil, reorganizar a Caixa Econômica Federal, e sanear o sistema bancário privado em virtude da insolvência de vários bancos, entre os quais cabe salientar o Bamerindus, o Econômico e o Nacional. Na hiperinflação, houve um inchaço do sistema bancário. Na estabilização, o sistema bancário teve que se adaptar ao novo ambiente, pois o ganho do *float* deixou de existir.

A postergação do ajuste teve custos não desprezíveis. A hiperinflação foi gerada por uma crise fiscal que exigia o financiamento de parte do déficit público pela emissão de moeda. A outra parte era financiada com títulos da dívida pública. Por outro lado, o Brasil tinha várias empresas estatais, cujo acionista controlador estava quebrado. A melhor opção seria, então, fazer uma troca de dívida por ações (operação de *debt-equity swap*, em inglês), vendendo as empresas estatais e comprando de volta os títulos da dívida pública. Ao invés disto, fez-se o Plano Jorginho Guinle, nome que homenageia o famoso *playboy* brasileiro, que usou o seu patrimônio para financiar o consumo ao longo da vida. A venda das estatais serviu, então, para financiar o déficit público.

No final de 1998, a política fiscal tomou um novo rumo e o ajuste fiscal, para sustentar a nova moeda, foi levado a cabo, introduzindo-se o superávit primário como meta da política fiscal. Os dados da Tabela 1 indicam que a partir de 1999 o superávit primário ficou acima de 3% do produto interno bruto. O déficit nominal ainda continuou alto, chegando, em 2002, a 4,58% do PIB, em virtude da conta com o pagamento dos juros da dívida pública continuar elevada.

O ajuste fiscal do Plano Real, diferente do que foi feito no Plano PAEG, do governo Castello Branco, não contemplou mecanismos para aumento da taxa de poupança da economia. No PAEG foram criados impostos vinculados a investimentos nos setores de estradas, eletricidade e telecomunicações, e também foi criado o FGTS, com a contribuição obrigatória dos trabalhadores, para financiar imóveis e a infraestrutura urbana.

Terceira etapa: âncora monetária e o regime de metas de inflação

A experiência mundial com a âncora cambial nos programas de estabilização é que este sistema produz uma apreciação cambial e déficit na conta corrente do balanço de pagamentos. O benefício da âncora cambial no início do programa de estabilização é a coordenação do sistema de preços.

A estratégia mais adequada seria começar o programa de estabilização com um sistema de câmbio administrado, para logo em seguida, depois de alguns meses, adotar o sistema de taxa de câmbio flexível. Entretanto, havia um receio por parte de alguns membros da equipe econômica de que esta transição poderia levar o Plano Real a fazer água, e a inflação voltar.

Como sempre ocorre nessas ocasiões o mercado começou a perceber que o sistema de câmbio administrado era inviável e ficou comprado em moeda estrangeira. Dois bancos privados ficaram vendidos em dólares, apostando que na hora h seriam capazes de reverter suas posições. Não conseguiram e quebraram. Na ponta vendedora, estava o BACEN, que procurava sustentar o preço do dólar, Não conseguiu, e o real passou a ser determinado no mercado, com o sistema de flutuação suja, no qual o banco central intervém no mercado de vez em quando para reduzir a volatilidade e, em casos excepcionais, tentando eliminar possíveis bolhas.

A economia política da política monetária no Brasil sempre foi um tema que merece um estudo aprofundado, pois vários grupos de interesse querem influenciar a determinação da taxa de juros. Uma saída brilhante para evitar este problema foi a introdução do regime de metas de inflação, no qual o BACEN fixa a taxa de juros para atingir a meta de inflação. O sistema de metas de inflação foi criado pelo Banco Central da Nova Zelândia e depois copiado por vários bancos centrais do mundo. O seu funcionamento exige independência operacional do BACEN, mas não independência de objetivos, pois o Conselho Monetário Nacional, presidido pelo Ministro da Fazenda, tem a responsabilidade de fixar a meta.

Ao final da terceira etapa, o Plano Real tinha terminado a construção do tripé da política macroeconômica brasileira: superávit primário, taxa de câmbio flexível e o regime de metas de inflação. Este tripé teve um bom desempenho no restante do mandato do Presidente FHC e no primeiro mandato do Presidente Lula.

A partir de meados do segundo mandato do Presidente Lula, depois da crise financeira de 2007-2008, os governos dos Presidentes Lula e Dilma começaram a dar marcha a ré nas políticas de responsabilidade macroeconômica, a taxa de câmbio deixou de ser flexível com o banco central intervindo de modo intermitente no mercado cambial, a contabilidade criativa passou a ser um instrumento da política fiscal para mascarar os números, na suposição de que a população pode ser facilmente enganada, e a meta da inflação deixou de ser o centro para se tornar o teto da mesma. A presidente Dilma herdou dela própria uma herança maldita, que parece estar disposta a consertar no segundo mandato.

Conclusão

A grande contribuição dos economistas brasileiros que trataram da inflação inercial, entre os quais estão Bresser e Nakano, é de que um programa de estabilização requer que se leve em conta este fato e que se encontrem mecanismos para eliminá-la no processo de combate à inflação; caso contrário, o custo social da estabilização será extremamente elevado.

O Plano Real, que começou em 1994 e terminou em 1999, levou um pouco mais de cinco anos para acabar com a hiperinflação brasileira que tinha começado na década de 1980. A hiperinflação tem como origem uma crise fiscal que destrói as finanças públicas, e extirpá-la requer mudanças no regime das políticas monetária e fiscal.

Sargent, analisando as hiperinflações que tinham acontecido na Europa, no período compreendido entre as duas guerras, sugeriu a hipótese de que a mudança nos regimes monetário e fiscal teria ocorrido no início do programa de estabilização. Dornbusch discordou de Sargent e afirmou que no caso alemão a mudança no regime monetário precedeu a mudança do regime fiscal.

O Plano Real começou com a mudança do regime monetário em 1994 e a mudança do regime fiscal somente aconteceu em 1998, sendo consistente com a hipótese de Dornbusch para o caso alemão.

O regime monetário de administração da taxa de câmbio de 1994 não foi capaz de sustentar-se, tanto pela apreciação do câmbio, como também pelas doses maciças de taxa de juros que requeria em épocas de crises. No seu lugar, foi adotado, em 1999, o regime de metas de inflação, no qual a fixação da taxa de juros tem como objetivo atingir a meta de inflação.

O longo tempo que levou a estabilização do Plano Real certamente provocou uma fadiga na população brasileira, porque a economia brasileira cresceu naquele período abaixo do seu potencial. A crise de energia elétrica de 2001 agravou esta fadiga, levando a população brasileira a eleger o presidente Lula em 2002.

Referências bibliográficas

BARBOSA, Fernando de Holanda. Inflação, indexação e orçamento do governo. *Revista Brasileira de Economia*, v. 41, p. 251-273, 1987.

BARBOSA, Fernando de Holanda. As origens e consequências da inflação na América Latina. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 19, p. 505-523, 1989.

BARBOSA, Fernando de Holanda. Inflação: inércia e déficit público. In: NAKANO, Yoshiaki; REGO, M. J.; FURQUIM, L. (Org.). *Em busca do novo: o Brasil e o desenvolvimento na obra de Bresser-Pereira*. Rio de Janeiro: FGV, 2004. p.147-168.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. *Revista de Economia Política*, v. 4, p. 5-21, 1984a.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Inflação e recessão. São Paulo: Brasiliense, 1984b.

DORNBUSCH, Rudiger. Lessons from the german inflation experience of the 1920s. In: DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, S. (Org.). *Macroeconomics and finance, essays in honor of Franco Modigliani*. Cambridge, MA.: MIT Press, 1987.

FRANCO, Gustavo H. B. Fiscal reforms and stabilization: four hyperinflations examined. *The Economic Journal*, n. 100, p. 176-187, 1990.

NAKANO, Yoshiaki; REGO, M. J.; FURQUIM, L. (Org.). *Em busca do novo: o Brasil e o desenvolvimento na obra de Bresser-Pereira*. Rio de Janeiro: FGV, 2004.

SARGENT, Thomas. The ends of four big inflations. In: HALL, R. E. (Org.). *Inflation*. Chicago: The University of Chicago Press, 1982.

SIMONSEN, Mario Henrique. *Inflação: gradualismo x tratamento de choque*. Rio de Janeiro: APEC, 1970.