



# As hiperinflações e o caso brasileiro

Roberto Camps Moraes\*

O Brasil já ostenta um novo recorde negativo na área econômica: o País que, juntamente com a Argentina, conviveu com taxas anuais de inflação de três dígitos pelo mais longo período contínuo de tempo. Se pegarmos o Índice Geral de Preços (conceito "disponibilidade interna", o IGP-DI), média sobre média, teremos, a partir de 1980 — quando a taxa foi de 100,2% —, uma série de 14 anos até 1993 inclusive de praticamente três dígitos. Como em 1982 a taxa foi de 95,5%, se quisermos ser mais rigorosos, poderemos deixar por 11 anos ininterruptos.<sup>1</sup> Nesse aspecto de longevidade de alta inflação, os rivais imediatos do Brasil são países como a Argentina, Israel, Peru, Nicarágua e Iugoslávia, a maioria dos quais conseguiu sair dessa trilha nos últimos anos (ver Tabelas 1 e 2).<sup>2</sup>

Tabela 1

Taxas anuais de inflação em países com inflação crônica — 1975/93

ANOS	BRASIL	ARGENTINA	BOLÍVIA	NICARÁGUA	PERU	ISRAEL	MÉXICO
1975	27,9	182,3	9,5	7,5	23,6	60	15,1
1976	41,2	300	4,3	2,8	33,5	25	15,7
1977	42,6	133	6,3	11,4	38,4	50	29,0
1978	38,7	171,4	11,8	4,6	57,8	53	17,5
1979	53,9	163,2	19,3	48,2	66,7	86,9	18,2
1980	100,2	100,0	47,0	35,3	59,2	132,6	26,4
1981	109,8	104,0	29,0	23,9	75,4	145,0	27,9
1982	95,5	165,2	132,6	24,8	64,4	126,0	58,9
1983	154,5	344,1	269,0	31,1	111,2	155,0	101,7
1984	220,6	626,6	1 281,5	35,4	110,2	396,8	65,5
1985	225,5	672,1	11 749,2	219,5	163,0	252,6	57,7
1986	142,3	90,1	276,3	681,9	77,9	61,3	86,2
1987	223,2	131,3	14,6	911,9	85,8	20,2	131,8
1988	684,6	343,0	16,0	14 451,6	595,0	16,3	114,2
1989	1 319,8	3 079,5	15,2	4 709,3	3 764,9	20,2	20,0
1990	2 740,1	2 314,0	17,1	7 485,2	6 678,6	17,2	26,7
1991	415,0	84,0	21,4	2 742,3	403,6	18,9	18,8
1992	992,0	17,6	10,0	2 533,8	736,8	11,1	11,9
1993	2 095,3	12,0	...	...	43,0	9,0	...

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1987). Washington, DC: FMI.  
CONJUNTURA ECONÔMICA (1983). Rio de Janeiro: FGV. (vários números).  
GAZETA MERCANTIL (1983). São Paulo. (vários números).  
THE ECONOMIST (1983). London. (vários números).  
BULLETIN OF LABOR STATISTICS (1983). Genebra: OIT. (vários números).

\* Professor Titular da UFRGS.

<sup>1</sup> No caso da Argentina, se admitirmos um ano de inflação alta, mas abaixo de três dígitos, teremos uma série contínua de 16 anos (1975-90). Apicando o mesmo critério mais rigoroso, o Brasil empata com a Argentina (ver Tabelas 1 e 2). No ano de 1993, o Brasil vai bater o seu próprio recorde histórico no conceito dezembro/dezembro — 1.782% em 1989 — com uma inflação anual de 2.684%, estimando uma taxa de 36% para dezembro.

<sup>2</sup> Os casos selecionados e incluídos na Tabela 1 são os dos países que recentemente sofreram surtos de inflação alta, que excederam os três dígitos. Na Tabela 2, o critério de inclusão e apresentação foi por períodos contínuos de inflação anual de três dígitos. Outros países não incluídos, notadamente os da Europa Oriental, embora tenham experimentado inflações de três dígitos anuais, seguramente não superam os períodos contínuos do Brasil.

Tabela 2

Duração e taxas médias de inflação nas hiperinflações e nos casos recentes de inflação alta — 1921-1993

PAÍSES	PERÍODOS	DURAÇÃO	TAXA MÁXIMA	ANOS	TAXA MÉDIA
Áustria ..	1921-22	11 meses	(1)134	-	47,1
Alemanha ..	1922-23	16 meses	(1)32 400	-	322
Hungria ..	1923-24	10 meses	(1)98	-	46
Polônia ..	1923-24	11 meses	(1)275	-	81
Rússia ...	1921-24	26 meses	(1)213	-	26
Grécia ...	1943-44	13 meses	(1)85 000 000	-	365
Hungria ..	1945-46	12 meses	(1)41 900 000 000 000 000	-	19 800
Argentina	1975-85	11 anos	(2)672	1985	280
Argentina	1987-90	4 anos	(2)3 079,5	1989	946
Bolívia ..	1982-86	5 anos	(2)11 749	1985	2 741
Israel ...	1980-85	6 anos	(2)397	1984	185
Iugoslávia	1987-93	8 anos			
México ...	1987-88	2 anos	(2)131,8	1987	123
Nicarágua	1985-92	8 anos	(2)14 451,6	1988	4 217
Peru ....	1983-85	3 anos	(2)163	1985	128
Peru ....	1988-92	5 anos	(2)6 678,6	1990	2 436
Brasil ..	1980-81	2 anos	(2)109,8	1981	105
Brasil ..	1983-93	11 anos	(2)2 740,1	1990	837

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1987). Washington, DC: FMI.  
 CONJUNTURA ECONÔMICA (1983). Rio de Janeiro: FGV. (vários números).  
 GAZETA MERCANTIL (1983). São Paulo. (vários números).  
 THE ECONOMIST (1983). London.  
 BULLETIN OF LABOR STATISTICS (1983). Genebra: OIT. (vários números).  
 CAGAN, Phillip (1956). The monetary dynamics of hyperinflation. In: FRIEDMAN, Milton, ed. *Studies in the quantity theory of money*. Chicago.

(1) Taxa mensal. (2) Taxa anual.

O que é peculiar ao Brasil não é a velocidade de crescimento dos preços, que, como pode ser visto na Tabela 2, é bem inferior à de muitos casos conhecidos. O peculiar é a sua pertinaz tolerância para a convivência com altas taxas por períodos longos. Nas chamadas hiperinflações "clássicas" — aquelas que ocorreram nos períodos posteriores às duas guerras mundiais —, os preços subiam a velocidades espantosas, mas a duração do processo total era relativamente curta, conforme a Tabela 2 indica.

## As hiperinflações clássicas

O estudo clássico de Cagan (1956) forneceu a definição estatística de hiperinflação como sendo de 50% ao mês. Ele estudou os sete primeiros casos da Tabela 2. Além destes, podemos incluir a China, que, em 1948, quando Mao-Tsé-Tung chegou ao poder, sofreu uma hiperinflação de características clássicas.

Ao longo deste século, podemos identificar três surtos de hiperinflações. Os dois primeiros estão associados aos efeitos imediatos das duas guerras mundiais. O surto mais recente vincula-se à crise dos países endividados e ao colapso decorrente da queda do Muro de Berlim. Nestes últimos casos, predominam situações de alta inflação crônica, embora alguns deles tenham, por alguns breves períodos, experimentado taxas de inflação enquadráveis na definição estatística de hiperinflação.

As características salientes das hiperinflações clássicas, além de suas taxas altíssimas de crescimento dos preços e de sua relativamente curta duração, podem ser enumeradas como segue.

Ocorreram, depois de guerras e revoluções, eventos catastróficos, que destruíram parques industriais e a capacidade fiscal dos estados nacionais. Em alguns casos, os próprios estados nacionais foram destruídos e/ou perderam grande parte de seu território e população, como no desmembramento do Império Austro-Húngaro após a Primeira Guerra Mundial.

Prosseguindo na enumeração dos fenômenos associados às hiperinflações clássicas, também observamos o abandono do uso da moeda interna — a desmonetização — e a sua substituição por moedas externas, a dolarização; enormes déficits fiscais financiados por emissões crescentes de moeda; e finais abruptos associados à criação de uma nova moeda — a reforma monetária — e à estabilização da taxa de câmbio. Esses finais abruptos foram viabilizados por empréstimos externos em moeda forte, acompanhados de monitoramento externo — a Liga das Nações — e por anúncios das autoridades proclamando mudanças nos regimes fiscal e monetário.

A notável estabilização abrupta dos preços e do câmbio que se sucedeu — não na primeira tentativa<sup>3</sup> — aos eventos acima arrolados não foi acompanhada ou causada, como alguns pensam, pela súbita interrupção do crescimento do estoque da nova moeda. Ao contrário, houve, no período crítico da estabilização, um grande crescimento no estoque da nova moeda para atender ao crescimento da demanda por ela — a remonetização da economia. Isso, juntamente com drásticas reduções no gasto público, permitiu a diminuição do déficit fiscal e o seu financiamento não inflacionário através de emissões da nova moeda. As reservas cambiais criadas pelos empréstimos externos sustentaram a taxa de câmbio, reforçando a nova credibilidade da moeda interna.

Sargent (1986) estudou quatro das hiperinflações abordadas por Cagan (1956) e concluiu que não houve aumentos pronunciados no desemprego quando elas terminaram. Isso gerou a impressão de que as políticas de estabilização bem-sucedidas nas hiperinflações — contrariamente às políticas bem-sucedidas no combate a inflações moderadas — poderiam ser indolores, baseadas somente na mudança de expectativas suportada por um choque de credibilidade associado a uma alteração anunciada nos regimes fiscal e monetário.

Essa proposição de Sargent, juntamente com o uso crescente da hipótese de expectativas racionais nos modelos macroeconômicos, alimentou a idéia de que um choque heterodoxo poderia reduzir drasticamente a inflação sem efeitos negativos

---

<sup>3</sup> Para o caso da Alemanha, consultar Bresciani-Turroni (1989). Para os demais, consultar Cagan (1956) e Sargent (1986).

sobre o nível de emprego. Sendo as expectativas racionais essencialmente *forward looking*, a memória do passado, vinculada às expectativas adaptadas, seria apagada, rompendo o mecanismo de transmissão do componente inercial da inflação e, com isso, ajustando instantaneamente as expectativas.

Infelizmente e independentemente da lógica interna da proposição de Sargent, tal impressão — sobre a neutralidade da política de estabilização — foi desfeita por estudos mais detalhados a respeito do desemprego nesses períodos críticos.<sup>4</sup> De fato, na Alemanha, por exemplo, contingentes enormes de ex-combatentes da Primeira Guerra, que estiveram nas folhas de pagamento das ferrovias e dos correios estatais durante a inflação, foram demitidos.

Alguns autores — Franco (1987) — atribuem a redução do déficit fiscal que acompanhou o fim das hiperinflações clássicas muito mais ao aumento automático da arrecadação fiscal do Estado decorrente da própria queda da inflação do que à austeridade no corte de gastos. Tal idéia supõe que o que o Estado arrecadava via imposto inflacionário era inferior ao que o Estado perdia pela corrosão dos tributos com a inflação, o chamado efeito Tanzi. Na verdade, o trabalho de Cagan demonstrou que, nos casos estudados por ele, as taxas de inflação verificadas se situavam na parte descendente da Curva de Laffer — antecipada por ele — do imposto inflacionário.

Sendo assim, a redução da base de cálculo do imposto inflacionário — a base monetária em termos reais — provocada pela desmonetização tirou a capacidade dos governos de se financiarem via inflação. Tal fenômeno fornece uma explicação para o fim das hiperinflações no modelo de Cagan.

## O caso brasileiro

As diferenças do caso brasileiro com as hiperinflações clássicas começam pela sua origem. Se elas foram provocadas por guerras e revoluções, a grande inflação brasileira sofreu um forte impulso autônomo em 1982-83, com a interrupção do financiamento externo ao setor público, provocada pela moratória mexicana de 1982. Esse evento foi precedido por um enorme endividamento externo, devido, em parte, aos choques do petróleo e dos juros externos em 1980.<sup>5</sup> A Alemanha também se deparou com enormes "reparações de guerra", ditadas pelo Tratado de Versailles, e que eram inviáveis de serem pagas. A diferença está em que a Alemanha não pagou efetivamente as parcelas antes ou durante a sua hiperinflação.<sup>6</sup> Além disso, o pagamento de parte da dívida externa brasileira, embora tenha sido um fator de aceleração inflacionária na década de 80, não pode ser responsabilizado exclusivamente pela origem dessa grande inflação.

<sup>4</sup> Consultar Wicker (1986).

<sup>5</sup> Na verdade, a origem exata da inflação brasileira é tão difícil de se identificar quanto a raça de um vira-lata, como declarou Roberto Macedo, ex-Secretário de Política Econômica.

<sup>6</sup> Consultar Spohr (1991).

Um dos principais componentes dos déficits públicos no Brasil tem sido os chamados "encargos financeiros" da dívida interna. Esses encargos são próximos ao produto da taxa de juros e do estoque da dívida. No caso da Alemanha, onde não havia indexação dos ativos financeiros, a sua dívida virou pó em termos reais. No caso brasileiro, com a indexação, o estoque da dívida e os juros nominais internos acompanham aproximadamente a marcha da inflação. Desse modo, os encargos financeiros refletem, em termos reais, o valor dos déficits passados e o custo de rolagem dessa dívida.

A ausência de indexação nos casos clássicos de hiperinflação levou à rápida substituição da moeda local por moedas externas e ao escambo. Isso aumentou os custos reais de convivência com altas taxas de inflação e gerou uma aceleração rápida das taxas pela necessidade que o Governo tinha de emitir cada vez mais moeda para cobrir seus déficits.

No caso brasileiro, a existência de esquemas de indexação generalizados e mutantes, que se adaptam rapidamente à aceleração da inflação, provoca uma dinâmica entre o grau de indexação e a taxa de inflação, que é uma réplica da clássica espiral salário—preço. O grau de indexação pode ser medido pela abrangência dos contratos com cláusula de indexação na economia e pela "intensidade" no tempo dos reajustes automáticos de preços predeterminados pelas regras do sistema de indexação. Esse grau acompanha as variações no patamar da inflação.

A dinâmica entre indexação e inflação exhibe certas características próprias, derivadas dos efeitos que a indexação produz sobre o comportamento dos agentes econômicos. Ao neutralizar parcialmente os efeitos redistributivos da inflação não antecipada, ela reduz em muito as flutuações nos níveis de produção e de emprego associadas ao ajustamento das expectativas.<sup>7</sup> A indexação também "sanciona" o patamar inflacionário vigente, tornando-o rígido para baixo, porque ela transmite a inflação passada para o presente e a inflação presente para o futuro, magnificando o componente inercial da inflação.

Por outro lado, o que é menos conhecido, há, necessariamente, uma aceleração amortecida da inflação. Aceleração porque todos os preços tendem a subir, no mínimo, pela taxa geral, fazendo com que os preços que devam subir relativamente — seja por reajustes tarifários impulsionados pelo Estado, seja por forças do mercado — aumentem a sua velocidade de ajustamento, o que, posteriormente, será capturado pelos indexadores gerais e propagado pelos demais preços.<sup>8</sup>

Existe um amortecimento da aceleração inflacionária sob indexação porque o automatismo dos reajustes substitui o mecanismo de recontração com expectativas voláteis e alta incerteza. Uma vez fixados o patamar inflacionário e o conjunto de regras de indexação associado a ele, a taxa de inflação tende a subir gradualmente até um novo patamar, onde o grau de indexação tende novamente a aumentar. O amortecimento referido está vinculado ao efeito estabilizador sobre o emprego acima mencionado.

<sup>7</sup> Por esse motivo, Friedman (1974) sugeriu a sua adoção nos EUA. Em um contexto de modelo macroeconômico, pode-se dizer que a indexação torna a curva de oferta agregada mais inelástica no curto prazo. A esse respeito, consultar Balbinotto (1991).

<sup>8</sup> Esse elemento aceleracionista pode ser chamado, apropriadamente, de componente estrutural da inflação, pois está relacionado a uma variação nos preços relativos. Consultar Canavese (1980, 1982) e Moraes (1990).

Estes efeitos conjuntos — o neutralizador, o realimentador, o acelerador e o amortecedor, fazem com que o componente inercial da inflação suba gradualmente em uma espécie de aceleração inercial, até que o patamar inflacionário se aproxime dos 50% mensais, quando a sociedade demanda uma queda imediata da taxa. Surge, então, o choque heterodoxo. A função dele tem sido, no caso brasileiro, de romper a espiral salário—preço, trazendo as taxas de curto prazo para um patamar mais baixo e palatável, de onde se recomeça a escalada novamente, via esta dinâmica inflação—indexação.

A chave para compreender-se a longevidade da alta inflação crônica no Brasil está na extinção do mecanismo automático que trouxe o fim das hiperinflações, a saber, a desmonetização. A indexação geral dos ativos financeiros no Brasil, incluindo os mais líquidos, e o encurtamento drástico da dívida pública, juntamente com o repasse de parte do lucro derivado da inflação dos bancos comerciais aos seus clientes devido à crescente competição no sistema financeiro, permitiram que o custo de reter moeda associado à inflação fosse reduzido. Na verdade, esse ambiente institucional do mercado financeiro criou várias moedas e quase-moedas. Embora a base monetária, em termos reais, tenda a zero, como proporção do PIB, os demais ativos líquidos indexados e remunerados exercem perfeitamente as funções monetárias. O Governo e o mercado criam e destroem moedas incessantemente, atividades que hiperdimensionam o setor financeiro, a face menos oculta dos custos reais alocativos da inflação alta.

## O choque heterodoxo

O jogo repetido dos sucessivos choques heterodoxos fracassados "ensina" aos agentes econômicos e aos *policy makers* que a lição-de-casa não foi feita. Esta se resume no ajuste fiscal, necessário para eliminar os componentes "tradicional" e "ortodoxo" da inflação. O enorme charme do choque heterodoxo, quando comparado à terapia tradicional, deve-se ao fato de que o componente inercial da inflação, em um país com as taxas do Brasil, domina inteiramente, em magnitude, os demais componentes. Mas duas coisas devem ser lembradas: primeiro, que o choque heterodoxo foi desenhado apenas para eliminar o componente inercial; segundo, que a fonte primária da inflação é o desajuste do setor público.

No que se refere às dificuldades de aplicação, o ajuste fiscal é o problema mais complicado e mais importante. O truque particular que será aplicado na desindexação — congelamento, pré-fixação, dolarização, duas moedas, etc. — se reduz em sua significação diante dele, embora não se constitua em um problema trivial.

A estratégia do choque heterodoxo, tal como implementada no Brasil, pode ser resumida da seguinte forma: (a) criar uma nova moeda, congelar tudo no dia D, aplicar a tablita e converter tudo pela média passada; (b) administrar o congelamento, importar o excesso de demanda recomprar os papéis da dívida com a nova moeda; e (c) verificar se ainda existe déficit, se positivo, mobilizar o apoio político conseguido com a redução espetacular da inflação para combatê-lo. Do Plano Cruzado ao Plano Verão, essa foi a estratégia implícita.

O Plano Collor apresentou a "novidade" de copiar as reformas monetárias da Europa no período Pós-Segunda Guerra.<sup>9</sup> Mas claramente a ordem cronológica e a

<sup>9</sup> Consultar Gurley (1990).

lógica do "um só tiro" foi a mesma: primeiro, derrubar a inércia com um tiro e, depois, fazer o ajuste fiscal. A inversão nessa ordem começou com o Ministro Marcílio e continua agora com o Plano FHC.

Essa inversão foi provocada pela própria experiência, que determinou uma perda de credibilidade definitiva na fórmula fracassada. O truque particular de desindexação ora contemplado parece ser mais uma cópia adaptada da Argentina — tal como fora no caso do Cruzado-Austral — sem privatização. As três etapas — aprovação do ajuste fiscal pelo congresso, implantação do indexador atrelado ao dólar e criação de uma nova moeda — estão alocadas explicitamente em uma seqüência no tempo que obedece a uma "lógica de ajustamento voluntário". Se os políticos não aprovarem a primeira etapa, não existirão as demais; se o mercado não aceitar o novo indexador, não haverá a nova moeda.

Supondo que tudo dê certo, quando a nova moeda for criada — todos os agentes já tendo seus contratos firmados via mercado nessa moeda e o salário mínimo tendo sido convertido pela média —, a condição de sucesso será que a taxa de expansão da nova moeda seja igual à taxa de expansão das reservas cambiais mais a remonetização. A existência de reservas cambiais de aproximadamente 7% do PIB deve conferir às autoridades uma boa margem de manobra para, mantendo a estabilidade do câmbio, acrescentar credibilidade à nova moeda.

Evidentemente, se ainda restar déficit fiscal, essa condição não poderá ser satisfeita. Além disso, se o salário mínimo for fixado no pico, o déficit reaparece junto com o "conflito distributivo", criando inflação na nova moeda e um dilema cambial: permitir uma apreciação real, como na Argentina, ou compensar a inflação interna com uma desvalorização nominal, tirando mais credibilidade da nova moeda. Em qualquer dessas hipóteses, as condições do fracasso estarão claras, e, com grau zero de indexação, poderemos assistir a uma verdadeira "hiperinflação clássica".

## Bibliografia

- BALBINOTTO, Giacomo (1991). **A indexação salarial: teoria e evidência**. Rio de Janeiro: BNDES.
- BRESCIANI-TURRONI, Constantino (1989). **A economia da inflação: o fenômeno da hiperinflação alemã nos anos 20**. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura.
- CAGAN, Phillip (1956). The monetary dynamics of hyperinflation. In: FRIEDMAN, Milton, ed. **Studies in the quantity theory of money**. Chicago.
- CANAVESE, Alfredo Juan (1980). A hipótese estrutural na teoria da inflação. **Estudos Econômicos**, São Paulo: USP/IPE, v.10, n.3, set./dez.
- CANAVESE, Alfredo Juan (1982). The structuralist explanation in the theory of inflation. **World Development**, Washington, v.10, n.7.
- FRANCO, Gustavo H. B. (1987). Reformas fiscais e o fim de quatro hiperinflações. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro: FGV, out./dez.
- FRIEDMAN, Milton (1974). **Monetary correction: essays on inflation and indexation**. Washington DC: American Enterprise Institute for Public Policy Research.

- GURLEY, John (1990). O excesso de liquidez e as reformas monetárias européias - 1944-52. **Ensalos FEE**, Porto Alegre, v.11, n.1.
- MORAES, Roberto C. (1990). Teorias estruturalistas da inflação. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v.8, n.14, nov.
- SARGENT, Thomas J. (1986). Os finais de quatro hiperinflações. In: REGO, José Márcio, org. **Inflação Inercial teorias sobre inflação e o plano cruzado**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- SARGENT, Thomas J. (1986). The ends of four big inflations. In: \_\_\_\_\_. **Rational expectations and inflation**. New York: Harper & Row.
- SPOHR, Paulo Alexandre (1991). **O ônus das tranferências de recursos reais para o exterior: os pagamentos de reparação de guerra da Alemanha e o pagamento da dívida externa do Brasil**. São Paulo: USP. (Tese de doutorado em Economia).
- WICKER, Elmus (1986). Terminating hyperinflation in the dismenbered habsburg monarchy. **American Economic Review**, Nashville, Tn, v.76, n.3, jun.