

COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD Nº 226

A HIPERINFLAÇÃO NO BRASIL:
A CRONOLOGIA DO PESADELO A
SER EVITADO

Cláudio Contador*
Agosto, 1989

* Professor do Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração - COPPEAD/ Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ.

"Não existe mais fé, nem futuro".
Ingmar Bergman

(O ovo da serpente)

I INTRODUÇÃO

A década de 80 está sendo marcada pela escalada da inflação no Brasil e em diversos outros países. Diferentemente, porém, da década passada, onde o processo inflacionário generalizou-se também pelo mundo industrializado, observa-se hoje o paradoxo de taxas modestas ou em queda nos países desenvolvidos e taxas crescentes e algumas vezes explosivas nos países em desenvolvimento, em particular na América Latina.

Tabela 1
Taxa média Anual da Inflação por Grupo de Países

Período	Industrializados	América Latina	Mundo
1970-75	8,0%	25,5%	9,7%
1975-80	9,6%	47,5%	12,0%
1980-88	4,8%	103,5%	12,5%

Fonte de dados: Fundo Monetário Internacional.

Na Nova República, o Governo Sarney assumiu uma postura histórica e mística em relação à inflação. E como o misticismo e o pânico não resolvem problemas se não estiverem associados a um mínimo de eficiência, ironicamente, os últimos anos estão registrados como os de maior taxa média de inflação da nossa história. Duas reformas monetárias aboliram seis zeros da moeda nacional e não estacaram a inflação.

A última reforma monetária ocorreu no início de 1989, quando as estimativas projetavam uma inflação anual superior a 2500%. O Plano Verão, com todos os ingredientes das tentativas anteriores de engessamento da economia e de solução indolor, simplesmente adiou o problema. No início do segundo semestre de 1989, as expectativas de

inflação atingiram níveis recordes, convergindo na opinião de muitos para a chamada hiperinflação.

A hiperinflação não é um fenômeno espontâneo, decorrente apenas da imaginação, da especulação e da histeria coletiva. A experiência internacional mostra que o ingrediente político e os fatores de transferência de rendas - se não contornados por estratégias macroeconômicas articuladas e negociações coerentes - são causas mais importantes. A crença de que o Brasil encontra-se no limiar da hiperinflação é endossada exatamente pela presença destes fatores. O fator político, sob a forma de fraqueza, indecisão e pouca competência do Executivo, é marcante. O segundo fator, referente à transferência de rendas, é representado hoje na América Latina e no Brasil pelos encargos da dívida externa. Nesta perspectiva pessimista, a hiperinflação é inevitável.

Felizmente uma análise mais serena e realista sugere que o caos hiperinflacionário está distante do Brasil, embora haja convergência em muitos ingredientes e seja necessária uma vigília da sociedade no tocante a alguns sinais, discutidos mais adiante.

Comparado com as demais experiências hiperinflacionárias, a situação atual do Brasil está longe de um ambiente caótico. Mesmo com toda a incompetência econômica e política do governo atual é quase impossível reproduzir a hiperinflação, pelo simples fato de que o cidadão brasileiro detém um conhecimento ímpar sobre como atuar num ambiente inflacionário, conhece as distorções e perdas de renda causadas pela inflação e não será pego de surpresa como ocorreu nos casos mais conhecidos de hiperinflação. Falta até mesmo o ânimo para o registro de episódios pitorescos a posteriori que marcam a hiperinflação. Por exemplo, na Alemanha os preços multiplicaram-se por 10 bilhões de vezes em apenas 15 meses entre agosto de 1922 e novembro de 1923. Enquanto isto, Havenstein, o presidente do Reichbank, acreditava que o único problema monetário da Alemanha era a falta de velocidade das impressoras para produzir dinheiro... Na Hungria, a reforma monetária de agosto de 1946 procedeu a troca de moeda à taxa de 400 octilhões por um, enquanto na Alemanha a relação de trocas tinha sido de um trilhão por um. Na Hungria, o problema não era a velocidade das impressoras, mas a falta de papel e de divisas para importar as tintas especiais para impressão das cédulas.

Todos os casos de hiperinflação reúnem situações absurdas, perfeitamente evitáveis e são um exemplo cabal da incompetência humana em evitar o caos. Como nos

experimentos de laboratório, a hiperinflação mostra o limite do comportamento social perante violentas mudanças no ambiente econômico, político e social. Mas, ao contrário dos experimentos físicos, os políticos e economistas pouco aprendem com estas lições.

Este ensaio trata destas questões. A seção II discute os casos clássicos de hiperinflação, enfatizando os aspectos mais relevantes para o nosso caso. Em seguida, a seção III retrata as experiências recentes, os seus fatores marcantes e as conseqüências da inflação elevada. Com isto, é possível identificar um padrão comum para os processos hiperinflacionários, na seção IV. A última seção conclui o ensaio e apresenta os sinais básicos que antecipam e caracterizam a convergência para a hiperinflação.

II OS CASOS CLÁSSICOS DE HIPERINFLAÇÃO

Os casos de inflação aguda e de hiperinflação mais examinados na literatura - ainda com muitos aspectos não esclarecidos - ocorreram no início da década de 20 na Austria, Alemanha, Polônia, Hungria e Rússia; no final da Segunda Guerra Mundial na Grécia, Hungria e China; e mais recentemente na Bolívia, Israel e Argentina. No século passado registra-se, sem maiores detalhes numéricos, uma violenta inflação no final da Guerra Civil nos EUA. Todos estes exemplos mostram um desenlace de crises políticas, em alguns casos acompanhados por marcantes reformas institucionais. Dos principais, vamos extrair os elementos comuns que permitiam montar um esquema geral retratando o que seria a tipologia hiperinflacionária nos moldes modernos.

No início da década de 20 diversos países europeus enfrentaram violentos processos inflacionários, todos de alguma forma decorrentes dos efeitos da Primeira Guerra Mundial. A virulência destes processos causou profundas mudanças institucionais e econômicas nestes países. Em todos, as taxas mensais de inflação suplantaram por algum período os 50%. A partir deste limite, Cagan (1956) definiu a dimensão numérica da hiperinflação.

Todos os casos clássicos de hiperinflação têm elementos comuns:

- a) elevados déficits públicos, financiados primordialmente por emissão de moeda,

- b) pesados encargos externos, em geral decorrentes de reparações de guerra,
- c) governos sem respaldo político e popular, forçados a conceder privilégios, comprometidos com segmentos sociais específicos ou incapazes de exercer uma política econômica soberana,
- d) em geral, os processos têm uma duração curta, inferior a 24 meses, e terminam abruptamente por exaustão natural ou por efeito de drásticas políticas de ajuste.

A Tabela 2 a seguir resume os aspectos numéricos básicos de algumas hiperinflações. Na década de 20, o processo menos violento foi da Hungria, com uma inflação média de 37% ao mês (pouco maior do que o patamar da inflação atual no Brasil) e máxima de 98% em julho de 1923, e o mais sério, na Alemanha, com uma inflação mensal máxima de 32400% em outubro de 1923 e média de 322% ao mês.

No caso alemão, o aumento brutal do déficit público originou-se da queda na receita de impostos, devido à defasagem entre o fato gerador e a efetiva arrecadação. Além disto, as pesadas reparações de guerra enfraqueciam politicamente o governo. Estes dois eventos esvaziavam o apoio da sociedade ao governo e a confiança no marco como moeda. À medida que a sociedade procurava desfazer-se da moeda nacional, iniciou-se um processo conhecido como "batata quente": uma pessoa ao se livrar do excesso de marcos simplesmente transferia para o recebedor o problema, que, no afã de também desfazer-se dos marcos, só podia fazê-lo gastando o dinheiro o mais rápido possível, o que, por sua vez, trasferia a moeda pouco desejada para outra pessoa e assim por diante. A velocidade de circulação da moeda simplesmente explodiu e com ela os preços.

Tabela 2
Aspectos Básicos das Hiperinflações Clássicas

	AUSTRIA	ALEMANH A	GRÉCIA	HUNGRIA		POLÔNIA	RÚSSIA
				(1)	(2)		
Início da hiperinflação	Out. 1921	Ago. 1922	Nov. 1943	Março 1923	Agosto 1945	Jan. 1923	Dez. 1921
Final	Ago. 1922	Nov. 1923	Nov. 1944	Fev. 1924	Julho 1946	Jan. 1924	Jan. 1924

Duração em meses	11	16	13	12	12	13	26
Crescimento dos preços no período (%)	6990	102×10^{10}	475×10^8	4400	381×10^{27}	69900	124×10^5
Taxa <u>média</u> mensal de inflação (%)	47,1	322	365	37,0	19,800	65,5	57
Taxa máxima mensal de inflação (%)	134	$32,4 \times 10^3$	$85,5 \times 10^6$	98	$41,9 \times 10^{15}$	275	213

Fonte: CAGAN, Phillip. The monetary dynamics of hyperinflation, In: FRIEDMAN, M. (ed.) Studies in the quantity theory of money. Chicago, University of Chicago Press, 1956.

O aumento da inflação reduzia ainda mais a arrecadação fiscal e ampliava o déficit, gerando a necessidade de emitir moeda, o que realimentava o próprio processo. Deve ser apontado que o Tesouro Alemão não tinha a menor capacidade de emitir títulos ou bônus, devido ao descrédito da sociedade num título não indexado.

No final de 1923, Havenstein foi substituído por Schacht, adepto fervoroso do padrão-ouro. Schacht implantou a reforma monetária e criou um novo Banco Central (Reutenbank) e uma nova moeda - o Rentenmark - que valia uma trilhão de marcos antigos. Nesta reforma monetária, o Banco Central foi proibido de emitir moeda para financiar o Tesouro ou de avalizar empréstimos ao setor público. Estas medidas resolveriam o problema do desequilíbrio das contas públicas, mas não eram suficientes. A transferência de renda para o exterior - decorrente das reparações de guerra - foi negociada com o Plano Dawes, pelos Estados Unidos em 1924 e contemplava a injeção de dólares no país através da capitalização das empresas alemãs e o socorro financeiro ao próprio governo. O congelamento de preços por dois meses instituído em abril de 1923, o violento corte nos gastos públicos (quando foram demitidos 700 mil funcionários públicos) e a antecipação de impostos em novembro de 1923, estancaram definitivamente a inflação. Mas, o fim da hiperinflação não foi indolor, o desempenho atingiu a mais de 65% dos trabalhadores, os padrões de vida atingiram níveis assustadores e propiciou a ascensão do nazismo.

A experiência hiperinflacionária da Alemanha dos anos 20 fez parte de um processo que atingiu quase simultaneamente a Austria, Hungria e Polônia. Salvo a magnitude da inflação e os desdobramentos políticos, os ingredientes são semelhantes: os déficits públicos elevados, a falta de autoridade central e as grandes transferências para o exterior.

A segunda hiperinflação húngara de 1945/46 é mais rica e impressionante nos detalhes. Nos seus doze meses de duração - de agosto de 1945 a agosto de 1946 - o nível de preços aumentou 30.000.000.000.000.000.000.000 vezes (ou para encurtar, o dígito três seguido de 25 zeros)! As origens da segunda hiperinflação húngara não diferem do padrão comum, embora alguns agravantes expliquem a virulência do processo.

Ao término da Segunda Guerra Mundial, a Hungria estava arrasada pelas batalhas ocorridas no seu território. As grandes cidades estavam destruídas. O exército alemão ao se retirar confiscou os equipamentos removíveis e destruiu o restante (como estradas de ferro). Os poucos equipamentos restantes foram, em seguida, meticulosamente desmontados e retirados pelo exército soviético¹. Além da perda do estoque de capital fixo, a Hungria sofreu também o confisco no fluxo de renda. Com o armistício assinado em janeiro de 1945, a Hungria "concordou" em pagar à Rússia cerca de US\$ 300 milhões em reparações, além de cobrir todo o custo de manutenção do exército soviético estimado em 500 e 700 mil homens em trânsito ou acantonado em território húngaro.

Se pelo lado dos gastos públicos a situação era caótica, algo não diferente ocorria com a receita. O recolhimento dos tributos era problemático, com a falta de equipamento mínimo imprescindível e de funcionários capazes, além da destruição dos registros públicos durante a guerra e, após, pelos soviéticos.²

Salvo as circunstâncias mais trágicas, a hiperinflação húngara apresenta algumas características familiares aos brasileiros de hoje, embora com menor gravidade. Com o descrédito da moeda nacional e a perda de receita tributária, o governo húngaro criou em julho de 1946 o pengo-fiscal (algo semelhante à OTN fiscal e à BTN fiscal) que substituiu o pengo-regular. O pengo-fiscal tinha cotação diária (anunciada às 18 horas do dia anterior pelo rádio) e o seu uso generalizou-se quase instantaneamente. Empresas e indivíduos depositavam todo seu dinheiro em bancos para retirá-lo corrigido na manhã seguinte e fazer seus pagamentos. O desejo de se livrar da moeda não indexada até as 14 horas causava enormes problemas no comércio e o governo estipulou que as lojas permanecessem abertas até as 17 horas. Com a inflação diária nas proximidades de 470%, qualquer assalariado podia recusar seu salário se este fosse pago após as 14 horas.

¹ O acordo de Potsdam, assinado com a Rússia, habilitava os soviéticos à posse de toda propriedade alemã na Hungria e, na interpretação mais ampla do exército vencedor, até o equipamento fabricado na Alemanha era de propriedade húngara.

² Na interpretação de alguns economistas, a hiperinflação húngara foi estimulada pelos soviéticos, com o objetivo de destruir a classe média e implantar um governo comunista. Ver Bomberger & Makinen (1986).

Outra curiosidade é o plano de estabilização implantado pelo Prof. Eugene Varga, um marxista radical, baseado em medidas estritamente monetaristas. O plano de Varga, anunciado em agosto de 1946, estava baseado em seis pontos:

- 1) criação de uma nova moeda - o forint - com valor de 400 octilhões de pengos antigos e com lastro em ouro,
- 2) recuperação das reservas internacionais no valor de US\$ 32 milhões, confiscadas pelos alemães,
- 3) criação de um Banco Central independente, proibido de emitir ou de fazer empréstimos ao governo,
- 4) estabelecimento de encaixe compulsório de 100% (nos moldes sugeridos na proposta de Reforma Monetária do Prof. Milton Friedman),
- 5) reforma do sistema fiscal com aumento de impostos e redução de gastos, inclusive a demissão de funcionários,
- 6) busca de empréstimos externos nos Estados Unidos.

Na dimensão financeira, a hiperinflação deixou profundas heranças. Aliás, em todos os casos clássicos, o sistema financeiro baseado na moeda nacional regular, não indexada ou sem lastro em ouro ou em outras moedas, simplesmente desapareceu em pouco tempo. Em poucos meses, o estoque de papel-moeda em circulação é praticamente erradicado. A Tabela 3 a seguir mostra este fato. No caso extremo da hiperinflação húngara, o estoque real de papel-moeda no final de 12 meses, em julho de 1946, valia apenas 3,1% do valor de um ano antes.

Este comportamento é também encontrado em inflações menores, uma vez que o custo de reter papel-moeda não protegido pela perda de valor, aumenta. No caso da hiperinflação este custo é absurdamente maior e os efeitos mais rápidos e intensos. O outro padrão comum observado é que na primeira fase da hiperinflação ocorre uma busca por ativos reais, como ouro, ações e bens materiais, que se valorizam. Porém, no decorrer da hiperinflação, os ativos reais (exceto ouro e moedas estrangeiras) também perdem valor

real. Vale dizer, durante a hiperinflação, os ativos domésticos financeiros ou reais são desvalorizados. A grande incerteza sobre o futuro adiciona um prêmio para risco às taxas de juros. Fluxos esperados de rendimentos líquidos descontados a uma seqüência de taxas maiores geram necessariamente valores presentes menores. Portanto, não havia a possibilidade de estratégias de hedge em ativos domésticos nos processos clássicos de hiperinflação. A própria ausência de mercados financeiros nacionais eficientes favorecia a desvalorização real.

Tabela 3
 Valor do Estoque Real de Papel-Moeda em
 Comparação com o Início da Hiperinflação

País	Valor do Estoque Real
Austria	26,7%
Alemanha	71,4%
Grécia	7,7%
Hungria - 1	38,6%
Hungria -2	3,1%
Polônia	56,5%
Rússia	27,2%

Fonte: Cagan, 1956.

III OS RECORDES INFLACIONÁRIOS DOS ANOS 70 E 80

III.1 Um Resumo

A década de 80 viu ressurgir processos inflacionários elevados em diversos países, principalmente latino-americanos. Dois casos - Bolívia e Peru - resultaram em hiperinflação no sentido de Cagan (o limite de 50% ao mês) e os demais variam entre a inflação ainda elevada e a inflação reduzida, seguinte a reformas monetárias.

Os casos recentes têm alguns pontos comuns e outros divergentes com as experiências clássicas, examinadas na seção anterior. Mas em todos os casos, observam-se governos fracos politicamente, com sérias dificuldades em escolher e impor a política macroeconômica. Também como ponto comum, todos os países enfrentam pesadas remessas de recursos para o exterior - hoje sob a forma de encargos da dívida externa e, com pontos divergentes, as economias encontram-se em diferentes fases de desenvolvimento econômico e financeiro, e com diferentes aparatos institucionais, em particular a indexação.

A Tabela 4 resume o processo inflacionário de alguns países latino-americanos e de Israel. Embora as taxas médias sejam modestas em comparação com os casos clássicos, os efeitos não são menos marcantes. A repetição destas experiências comprova a cada momento que a lição do passado não tem sensibilizado os países com inflação crônica. Mostra também que um processo hiperinflacionário numa economia relativamente moderna não precisa caracterizar-se pelas taxas astronômicas de inflação do passado. Na verdade, dependendo de circunstâncias institucionais - como a ausência de indexadores confiáveis - os sintomas da hiperinflação podem eclodir com taxas mensais inferiores ao nível crítico de 50%

Tabela 4
Os Casos Inflacionários Agudos Mais Recentes
Médias Anuais, Segundo o IPC

País	1970-79	1980-85	1986-87	1988
Argentina	132,8%	335,5%	110,7%	343,7%
Bolívia	15,9%	2.251,5%	145,5%	16,0%
Brasil	30,5%	142,0%	187,5%	683,8%
Chile	174,0%	23,8%	19,7%	14,7%
Israel	45,9%	253,5%	33,4%	16,3%
México	17,7%	56,4%	109,0%	114,2%
Peru	26,5%	97,3%	81,9%	1.697,7%

Fonte dos Dados: Fundo Monetário Internacional

No final da década de 70 ao longo da de 80, diversos países em desenvolvimento sofreram processos inflacionários agudos e diversas políticas de estabilização com diferentes graus de sucesso. A maioria dos casos ocorreu e ocorre na América Latina. Em seguida, são apresentados alguns destes exemplos. O caso brasileiro será examinado em separado mais adiante.

Entre 1973 e 1978, o governo militar chileno conseguiu reduzir a taxa de inflação anual de 500% para 40%, através de medidas ortodoxas severas que eliminaram praticamente o déficit público, estimado em 23% do PIB no final do governo Allende. Em 1979, os objetivos tornaram-se mais ambiciosos com a meta de exterminar a inflação. Como instrumentos essenciais, a taxa de câmbio foi congelada em 39 pesos por dólar e os salários indexados à inflação passada. A conseqüência das novas medidas era inevitável: o congelamento do câmbio estimulou as importações e diminuiu as exportações. A inflação foi reprimida através da queda dos preços reais dos bens importados, ou seja, a manutenção da inflação em níveis baixos tornou-se dependente da valorização gradual do peso. As reservas cambiais esvaziaram-se, o parque industrial doméstico foi desmantelado e o país ingressou no trágico caminho do endividamento externo acelerado.

Quase no mesmo período, a Argentina conseguiu reduzir a inflação anual de 500% em 1976 para 150% em 1978. Lamentavelmente, os erros chilenos foram copiados: o câmbio foi prefixado com a "tablita" e os salários indexados à inflação passada. Como esperado, os resultados foram idênticos: endividamento externo, fuga de capitais e descapitalização das empresas. Nestes dois exemplos - e em muitos outros - a manipulação da taxa de câmbio para controlar a taxa de inflação tem sido uma tentação irresistível para os governos.

Mas a odisséia argentina não ecerra aí. Em junho de 1985, o governo Alfonsín implantou o Plano Austral com o congelamento geral e temporário de preços, salários e rendas. A reforma monetária estabeleceu uma nova moeda - o austral - com valor de troca de mil pesos atingidos. Por princípio, o foco central da inflação estaria eliminado com a vinculação do crescimento da base monetária à expansão das reservas cambiais. Mas, o brutal descontrole das contas públicas com a recompra da dívida pública mobiliária, o subsídio da dívida das empresas com o sistema financeiro e o subsídio à dívida externa foram ingredientes importantes no fracasso do Plano Austral. Rajustes salariais generosos adotados na tentativa de aplacar a insatisfação popular, expandiram o consumo. O artificialismo do congelamento de preços gerou o desabastecimento e a necessidade de importações. As reservas cambiais desapareceram e o país ingressou numa rota convergente para a hiperinflação em 1989.

As experiências desastrosas na América Latina parecem marchar juntas. Em agosto de 1985, o governo peruano lança o Plano Inti com congelamento parcial de preços e de salários. No primeiro momento não houve a mudança de moeda (o Inti substituiria o Sol

apenas em janeiro de 1986). Como a economia peruana é fortemente dolarizada, são exigidos cuidados dobrados com a questão cambial. Porém, no início de 1988, uma crise cambial força o governo a reajustar os preços de produtos básicos. Em setembro de 1988, a inflação mensal ultrapassa os 100% e, no final do ano, cerca de 1700%, em doze meses. O panorama permanece inalterável em 1989. Sob certas circunstâncias, a inflação peruana pode ser dita sob controle frágil. Apesar das medidas populistas do Presidente Alan Garcia, a impossibilidade técnica e política de combater o terrorismo do Sendero Luminoso, o brutal déficit público e a crise cambial, a inflação mantém-se paradoxalmente no patamar estável - se isto é possível - de 40-50% mensais.

Existe um custo neste processo. Ao longo dos anos 70 e 80, a economia peruana experimentou uma fase de modernização do sistema financeiro, hoje destruído. Em dezembro de 1986, o passivo do sistema financeiro atingia US\$3,1 bilhões; em fevereiro de 1989, este saldo era pouco maior que US\$760 milhões e a tendência continua.

A Bolívia é uma exceção nos exemplos latinos. Em setembro de 1985, a inflação em doze meses atingia 23.000%, um legado pesado para o governo Pas Estensoro. O plano de estabilização implantado propunha-se a: (a) recuperar a receita tributária, praticamente zerada com a hiperinflação; (b) limitar os gastos públicos à arrecadação; (c) eliminar todos os subsídios; (d) terminar o artificialismo cambial, igualando o câmbio oficial ao paralelo; (e) simplificar a arrecadação, com a redução do número de impostos de 450 para apenas sete; (f) privatizar as empresas públicas; e (g) permitir maior liberdade de preços e juros.

Os resultados têm sido satisfatórios até agora. A inflação em três anos caiu dos 23.00% para menos de 20% anuais; as reservas cambiais crescem e a taxa de crescimento do PIB voltou a ser positiva. Apesar de todo otimismo, é preciso alguma cautela no exemplo boliviano. O pequeno porte da economia; a forte participação da economia informal, acima de 60% do PIB; o hábito arraigado da dolarização; o sistema produtivo pouco variado e a ajuda financeira dos EUA (em troca de ações mais severas contra o narcotráfico) não encontram semelhanças em outras nações latinas mais desenvolvidas. Basta observar que a estabilidade do câmbio, com o leilão público de divisas no BOLSIN, foi obtida com reservas cambiais de apenas US\$160 milhões. É válida porém a lição de que no caso de economias dolarizadas - como a Bolívia e o Peru - a estabilidade da taxa de câmbio em moeda nacional significa estabilizar os preços em moeda nacional; e para que isto seja possível é imprescindível a existência de reservas cambiais suficientes.

Em dezembro de 1987, a Acta de Solidariedad Economica estabeleceu um plano de estabilização no México. Ao contrário dos demais planos latinos - implantados de surpresa - o caso mexicano é único no sentido de que foi negociado dentro do próprio Partido Revolucionário Institucional. Os ingredientes formam uma mistura dos demais planos latinos: (a) o congelamento de câmbio e dos salários; (b) maior liberdade de comércio; (c) austeridade fiscal; e (d) renegociação de novos empréstimos e de condições mais favoráveis para o pagamento da dívida externa. O apoio formal e informal dos Estados Unidos tem evitado a crise cambial e portanto tem salvaguardado os resultados do Plano. Entretanto, é importante observar que um novo surto inflacionário agudo tem sido evitado graças ao apoio do exterior. Ou seja, o sucesso do Plano Mexicano repousa em decisões externas.

O último caso recente de inflação elevada é encontrado em Israel, uma economia fortemente indexada, aberta ao exterior e dolarizada. Após várias tentativas frustradas, seguidas de crises cambiais, em julho de 1985 foi lançado um plano com congelamento da taxa de câmbio, congelamento intercalado de salários e preços e forte austeridade fiscal. A sólida sustentação política do governo, a sua habilidade de negociação com sindicatos, empresários e banqueiros; e os empréstimos (leia-se doações) dos Estados Unidos no valor de US\$1,5 bilhões - aproximadamente 5% do PIB - tem garantido o sucesso do plano de estabilização. Porém, da mesma forma que o México, parte do sucesso do plano repousa em apoio externo.

III.2 O Caso Brasileiro: Os Planos da Nova República

Desde quando existem registros estatísticos confiáveis - pelo menos desde 1850 - o Brasil convive com a inflação crônica e uma rica variedade de experiências de estabilização. É um caso único de economia que conseguiu um rápido crescimento econômico no século XX, apesar das distorções causadas pela inflação.

Até o primeiro choque do petróleo em 1973, o recorde da inflação anual havia ocorrido em 1963/64, com a astronômica - para a época - taxa de 90%! A crise econômica e social, com os elementos conhecidos de falta de autoridade governamental e repúdio interno e externo, provocou a ruptura política. O regime militar implantou um severo programa de estabilização ortodoxo e conseguiu reduzir rapidamente a inflação para 20% em 1968. A partir daí foi possível - através da modernização da economia e o controle

adequado da demanda agregada - reduzir gradualmente a inflação para 15% em 1973, junto com um intenso crescimento econômico.

O choque do petróleo em 1973, a falta de ajustes domésticos, a opção pelo endividamento externo para cobrir os déficits em conta corrente, a implantação de grandes projetos de infra-estrutura que comprometiam recursos pela década a frente e o emprego abusivo de subsídios internos, montaram uma série de restrições aos governos que se seguiram. Em 1979, ocorre novo choque de petróleo e em seguida os juros internacionais disparam para as taxas acima de 20%. No final de 1979, a taxa de inflação superava 70% e apresentava tendência crescente. Em 1980, houve uma tentativa frustrada de implantar um programa heterodoxo de estabilização: a prefixação do câmbio e dos juros, acompanhada por uma política monetária e fiscal que prometia ser austera. Na prática, observou-se forte expansão da oferta de moeda e dos gastos públicos, principalmente de subsídios. O resultado era inevitável: a crise cambial, o excesso de consumo doméstico, o descontrole das contas públicas, a queda na formação de capital, a necessidade de maior endividamento externo e mais inflação em 1980 - que atingiu 110% - e nos anos seguintes.

As fortes pressões para abertura política e para normalização democrática não deixavam espaço para as políticas ortodoxas de estabilização - que provocam, temporariamente, aumento no desemprego e queda no crescimento econômico. Deve ser lembrado que a própria taxa de crescimento do PIB já estava bastante abaixo da média histórica. Insistir numa política ortodoxa severa significaria problemas sociais talvez incontroláveis. A opção foi, então, evitar que a inflação superasse os 300% anuais. Este intento foi razoavelmente atingido: a inflação entre 1983-85 foi de 250% ao ano.

Contudo, no primeiro bimestre de 1986 - já com um governo civil - taxa de inflação trimestral anualizada atingiu quase 500%, indicando um novo patamar, mais próximo das experiências explosivas ocorridas na Argentina, Peru e Bolívia. Deve ser lembrado que em 1986 haveria eleições municipais e estaduais. Um ambiente de inflação descontrolada seria prejudicial para os partidos que apoiavam o governo, em particular o PMDB. A própria autoridade do Executivo estava em jogo.

No final de fevereiro de 1986, o Governo Sarney lançou o Plano Cruzado; uma ambiciosa reforma monetária que pretendia extirpar definitivamente a inflação no Brasil. As hipóteses implícitas no plano eram basicamente quatro: (a) a inflação tinha origem inercial - isto é, realimentava-se e todos os instrumentos de política econômica

eram passivos (endógenos); (b) os preços relativos estavam em equilíbrio; (c) o elevado déficit público resultava dos encargos financeiros gerados pela correção monetária e cambial das dívidas externa e interna; (d) não deveriam surgir novos choques de oferta na economia brasileira. Lamentavelmente, as quatro hipóteses - que garantiriam o sucesso do Plano - eram inapropriadas. Primeiro, a origem inercial da inflação era e é fortemente contestada por fundamentos teóricos. Segundo, o equilíbrio dos preços relativos é uma imagem metodológica utilizada por simplicidade. Quanto maior a inflação, maior a disparidade dos preços para o mesmo produto. Portanto, não tinha sentido acreditar nesta hipótese. Além disto, mesmo que os preços relativos estivessem em equilíbrio naquele momento, qualquer deslocamento da oferta e demanda em qualquer mercado tenderiam a modificar a estrutura dos preços. Assim, a idéia de congelamento de preços conflitava com a proposta de crescimento econômico embutida na proposta do Plano. Terceiro, diversos economistas apontavam na época que o déficit público tinha sua origem também nos gastos correntes excessivos. A correção monetária e cambial não explicava a totalidade do déficit público; e quarto, era impossível prever a ausência de choques de oferta, principalmente num ano com safra agrícola sabidamente problemática.

O Plano Cruzado congelou preços e câmbio e eliminou as correções monetária e cambial. Salários foram reajustados para compensar a queda real dos anos anteriores. Parte da dívida pública monetária foi recomprada com a emissão de moeda, em taxas superiores às necessidades de monetização.

Os resultados foram excepcionais nos meses seguintes; a forte pressão de consumo estimulou a produção industrial (mas não novos investimentos) e a popularidade do Presidente Sarney e dos ministros econômicos atingiu um nível não visto nas últimas décadas. Porém, o excesso de demanda não atendida pela produção doméstica foi satisfeita com importações e queda nas exportações. Os superávits comerciais reduziam e com eles as reservas cambiais; o déficit público cresceu; surge o desabastecimento. Apesar dos problemas exigirem ajustes imediatos, as proximidades das eleições de novembro levou o governo a adiar as medidas corretivas.

A crise cambial e a impossibilidade de saldar compromissos externos tornam inevitável a moratória. Em 1987, nova tentativa com novo ministério econômico repete o congelamento de preços, embora temporariamente. Nova crise e inflação em novos patamares. No primeiro trimestre de 1989, mais uma tentativa com o Plano Cruzado Novo repete o engessamento de preços, agora em bases menos amplas que os anteriores. O

Governo Sarney perde definitivamente o respaldo popular e o respeito político. Os partidos políticos, preocupados com as eleições presidenciais no fim do ano, afastam-se do Executivo. Em junho de 1989, a taxa mensal de inflação retorna ao patamar dos 30%. Surge o temor da hiperinflação.

III.3 As Conseqüências da Inflação

As origens da inflação - em doses pequenas ou cavalares - envolvem muita polêmica entre as correntes de pensamento. O mesmo não acontece com as suas conseqüências, onde existe maior consenso entre os economistas. Os principais efeitos da inflação podem ser divididos em quatro grupos:

- a) na distribuição da riqueza e na apropriação das rendas;
- b) na alocação dos fatores de produção e no nível do produto;
- c) na acumulação de capital fixo e no crescimento econômico, a curto e a longo prazo;
- d) nos mercados monetário e financeiro.

Na presença da hiperinflação, estes efeitos assumem uma dimensão proporcional à magnitude do crescimento dos preços. Os efeitos redistributivos resultam de duas causas não mutuamente exclusivas: (i) antecipação imperfeita da inflação e das mudanças nas taxas de juros e nos preços relativos, e (ii) incapacidade das rendas nominais de grupos sociais e regiões de acompanhar o nível geral de preços. Nos casos mais dramáticos de inflação, por mais indexada a economia, as faixas de renda mais baixa são prejudicadas à medida que seu patrimônio e renda mensal assumem primordialmente a forma de moeda não indexada. A redistribuição de renda vem sempre acompanhada por desequilíbrios orçamentários, sendo o mais grave do setor público, cujo déficit aumenta à medida que cai a receita dos impostos.

Ainda na dimensão fiscal, a inflação é uma fonte de financiamento dos gastos públicos através do chamado imposto inflacionário - a forma mais disfarçada do governo extrair recursos da sociedade sem submeter-se a negociar com o Congresso e a sociedade. O governo, sendo o principal devedor isolado da economia, é beneficiado com a

inflação, à medida que os seus débitos e o papel-moeda emitido, expresso em moeda nominal, diminuem em termos reais. A capacidade do governo de emitir moeda necessariamente retida, devido ao seu curso legal, pela sociedade, permite que a inflação se transforme num imposto sobre os detentores de moeda não indexada. Quanto maior a inflação, maior o imposto inflacionário sobre a moeda e maior a transferência de recursos da sociedade para o governo. O aspecto interessante e irônico é que a inflação impõe um custo em reter moeda e em resposta os indivíduos procuram reduzir a retenção de moeda real. Como a base do imposto inflacionário corresponde a este estoque real, quanto maior a inflação, menor a base para a arrecadação de recursos. No caso extremo da hiperinflação, o estoque real de moeda aproxima-se de zero e com ele tende a desaparecer a fonte do imposto inflacionário.

No tocante à alocação de fatores e à mudança no nível de produto, um processo inflacionário agudo vem acompanhado por brutais disparidades na estrutura dos preços relativos. A inflação aumenta a incerteza sobre os preços relativos futuros, reduz a duração média dos contratos e diminui a eficiência do sistema de preços. Os investimentos fixos diminuem. Em conjunto, estes elementos reduzem a taxa de crescimento histórico do produto real e ampliam a taxa média de desemprego. Uma regra sem exceção diz que quanto maior a inflação maior a sua variabilidade, e é esta última que causa o aumento da incerteza sobre os preços futuros. À medida que os preços isolados ajustam-se à inflação em diferente velocidade (devido a existência de contratos, custos de transação, inércia dos hábitos etc), os preços relativos ficam distorcidos. O acesso à informação e a liberdade de revisar contratos não são idênticos para todos os agentes do mercado. Por isso, o mecanismo de preços de mercado deixa de cumprir o seu papel de informação sobre os desequilíbrios entre a oferta e a demanda, de estimular reações no sentido desejado e de definir a distribuição de rendas. Em decorrência, ocorre uma perda na renda real, tanto maior quanto maior a inflação.

Por fim, a inflação tem efeitos dos mais visíveis no mercado financeiro. Considerando a classificação dicotômica mais convencional dos ativos financeiros em "monetários" e "não-monetários", a inflação provoca três tipos de efeitos. Primeiro, o estoque real do agregado financeiro diminui; segundo, a participação dos ativos monetários no agregado diminui; e terceiro, a substituição entre ativos financeiros e ativos reais, e dentro do conjunto de ativos financeiros, provoca flutuações inesperadas e inexplicáveis nas taxas reais de juros e distorce a estrutura a termo da taxa de juros.

IV UM PADRÃO PARA OS PROCESSOS HIPERINFLACIONÁRIOS

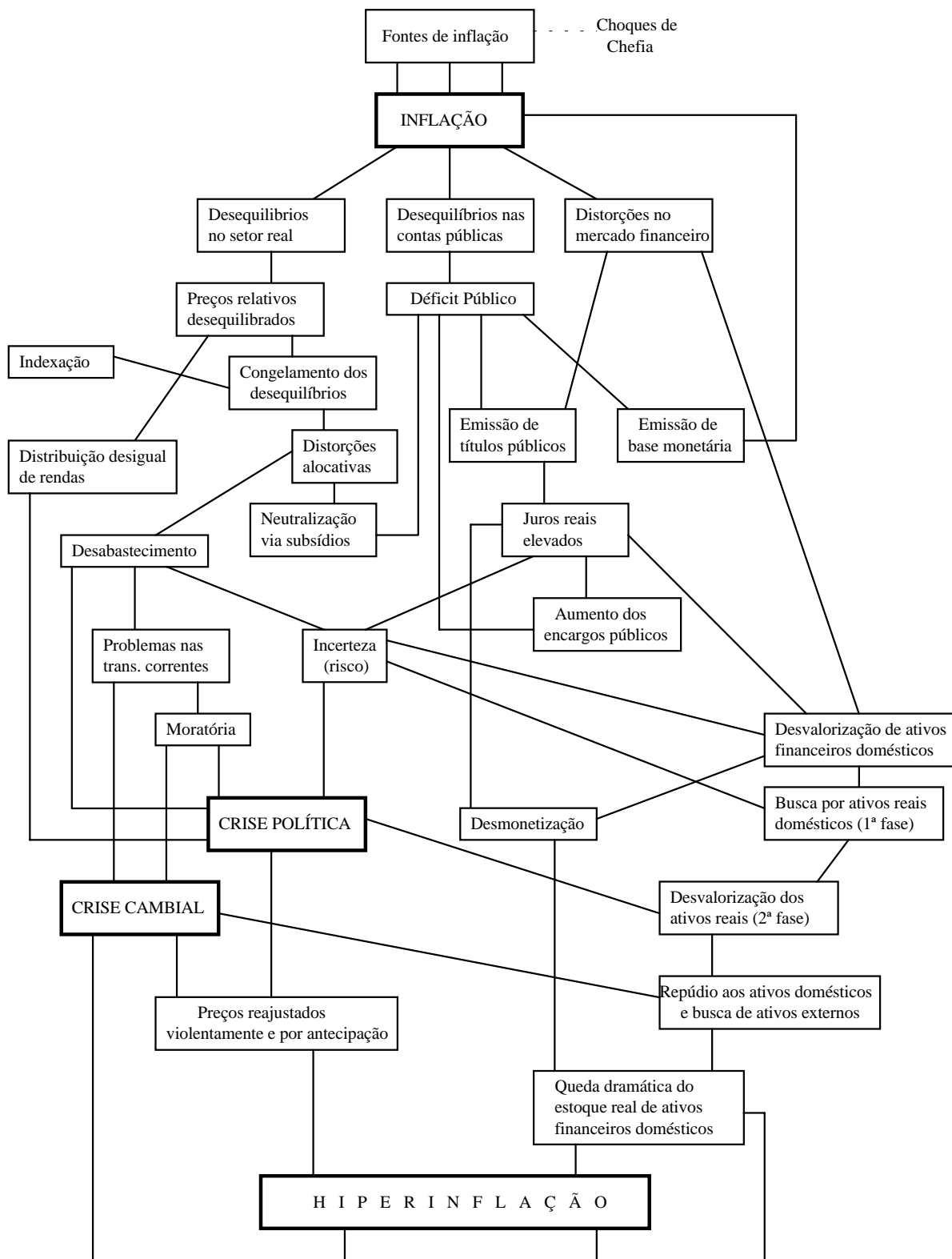
Apesar das diferenças institucionais, econômicas e sociais, todo processo hiperinflacionário tem elementos comuns. Toda hiperinflação - como qualquer doença - tem sua origem numa inflação não combatida eficientemente. Uma vez ultrapassadas certas barreiras, a hiperinflação torna-se quase inevitável. O esquema a seguir tenta assumir as etapas da inflação até o extremo do processo.

Independente das suas origens - uma política monetária frouxa, choques de oferta avalizados pelo governo, excesso de gastos etc - a inflação gera três classes de efeitos: desequilíbrios no setor real; desequilíbrios nas contas públicas; e distorções no mercado financeiro.

Num ambiente indexado como o do Brasil, o desequilíbrio no setor real assume a forma de distorções nos preços relativos. Preços relativos desequilibrados significam excesso de oferta em alguns mercados e excesso de demanda em outros. O excesso de oferta provoca a formação de estoques indesejados e no momento seguinte, desestímulo à produção. O excesso de demanda, por sua vez, gera o desabastecimento, o surgimento de ágios e de mercados paralelos. Neste tumulto, surge a tentativa de reequilibrar os mercados através de subsídios e benesses, que alimentam o desequilíbrio nas contas públicas. O desabastecimento é também minorado com as importações e contingenciamento de exportações. A demora nos resultados provoca incerteza e a formação de estoques preventivos por parte dos consumidores. Surgem os problemas no balanço de pagamentos e no nível da reservas cambiais. Num governo enfraquecido politicamente e sem capacidade de atitudes mais firmes, a moratória externa é mais um sintoma de incapacidade técnica e de falta de autoridade. Novas tentativas de administrar os preços domésticos são simplesmente ignoradas pela população. Os preços aumentam por antecipação a novas pressões inflacionárias.

AS ETAPAS PARA A HIPERINFLAÇÃO

Cláudio R. Contador



A inflação, ao reduzir a receita fiscal, deteriora as condições do saldo em conta corrente do governo. Se o saldo já é deficitário, há necessidade de financiamento via emissão de títulos e/ou de base monetária. A emissão de títulos públicos eleva a taxa de juros e afeta a composição da carteira do mercado financeiro. Juros reais elevados estão, em geral, associados com o aumento de incerteza, que, ao incorporar um prêmio para risco, mantém o frágil equilíbrio entre os fluxos domésticos e externos de capitais. Os juros reais elevados aumentam os encargos da dívida pública, que, por sua vez, alimentam o déficit público. Acrescentando a inflação elevada, os juros nominais favorecem a desmonetização da economia, com efeitos na estrutura de ativos financeiros domésticos.

Numa primeira etapa, a incerteza sobre o futuro e a desvalorização dos ativos financeiros domésticos fazem com que a sociedade aumente a demanda por ativos reais. Os detentores destes ativos reais são beneficiados por ganhos inesperados de capital. Pressões populares contra "especuladores" aumentam de frequência. Numa fase seguinte, com a inflação instável, nem mesmo os ativos reais domésticos são protegidos contra a perda de valor. Há então o fenômeno de repúdio aos ativos nacionais e a busca de ouro e de moedas estrangeiras. A economia dolariza-se e faz com que o valor real do estoque de ativos financeiros domésticos caia substancialmente. Sem base operacional, o mercado financeiro entra em colapso. Surge a hiperinflação!

Nas etapas intermediárias, até o caso extremo, existem três antídotos que podem adiar ou bloquear a hiperinflação:

a) Manter a confiança da sociedade nos mecanismos institucionais de indexação - formais e informais.

Como regra geral, quanto mais próxima a indexação da taxa de inflação, maior a confiança no mecanismo de correção dos preços. Entretanto, é importante assinalar que com o aumento da inflação ocorre a disparidade nas taxas de crescimento dos diferentes índices de preços. Cada agente econômico tem uma cesta própria de bens e serviços que vende bens patrimoniais que possui. Se o índice de preços desta cesta cresce menos do que os preços das suas despesas e custos, este agente sofre perdas de padrão de vida e de capital. Quanto mais intenso este processo de perdas, menor a confiança nos indexadores. A solução é, então, buscar os mecanismos de proteção em ouro e moedas estrangeiras. Por outro lado, os agentes econômicos favorecidos numa situação oposta - ou seja, com rendas e patrimônios reajustando mais rápido que os custos - temem a reversão

do processo e buscam igualmente mecanismos mais eficientes de proteção (ouro e moedas internacionais).

Esta linha de argumento mostra então que a hiperinflação pode ser evitada enquanto existir um mecanismo de indexação em que a sociedade acredite - seja ele institucionalizado pelo governo ou pelo próprio mercado. Para evitar a desconfiança, é necessário o máximo de transparência e de informações sobre os índices de preço. Manipulações - verdadeiras ou imaginadas - devem ser evitadas.

b) Manter a confiança da sociedade nos ativos financeiros e instituições nacionais.

Foi visto que no decorrer de um processo inflacionário agudo há uma perda no valor real do estoque de ativos financeiros. Este ajuste é inevitável com a incorporação de prêmios para riscos nas taxas de juros. Existe, porém, uma diferença entre os ajustes naturais da economia e os provocados diretamente pelo governo. Ameaças e boatos sobre moratórias internas ou de depreciação da dívida pública - principalmente se ela tem uma participação importante na estrutura financeira da economia - são o caminho mais rápido para a substituição destes ativos e a dolarização da economia.

Uma diferença importante entre a Argentina e o Brasil reside neste aspecto. Os mecanismos de indexação formal nunca gozaram de popularidade e de confiança na Argentina, ao contrário do Brasil. As sucessivas manipulações de indexadores e de depreciação da dívida pública mobiliária fizeram com que na Argentina a fuga de capitais das atividades produtivas fosse feita para contas de depósitos bancários no exterior. No Brasil, o processo inflacionário e o encurtamento do horizonte das decisões provocam a transferência de recursos de atividades produtivas para o mercado financeiro nacional. Hoje, o Brasil dispõe de um mercado financeiro eficiente, extremamente dinâmico, e com instituições - salvo exceções - respeitáveis.

c) Manutenção de reservas cambiais adequadas

Um elemento comum em todas as hiperinflações foi a crise cambial. Obviamente uma crise cambial não gera necessariamente uma hiperinflação, mas uma hiperinflação está sempre associada com uma crise cambial. Com a hiperinflação há uma demanda por moedas estrangeiras. Se o governo não dispõe de reservas cambiais suficientes que tranquilizem a sociedade, a economia fica sensível a boatos e a um

ambiente propício a crises. Estas reservas cambiais, quando suficientes, permitem que o governo intervenha no mercado de moedas. Para manter o saldo adequado de reservas cambiais, é imprescindível a adoção de uma política cambial e comercial eficiente e de estímulo às exportações. A política cambial - é sempre bom lembrar - tem o compromisso de ajustar o balanço de pagamentos. Todas as tentativas de manipulação do câmbio com o objetivo de controlar a inflação provocaram crises cambiais e em seguida uma inflação mais virulenta ainda.

V CONCLUSÃO: ESTARÁ O BRASIL À BEIRA DA HIPERINFLAÇÃO?

A pergunta básica foi respondida ao longo deste texto. Hiperinflação é um processo violento de ruptura econômica, política e social e deve ser evitado. Não há ganhadores num processo hiperinflacionário. Por enquanto, apesar da gravidade da crise brasileira, a hiperinflação é uma ameaça remota e distante. Salvo um agravamento sério das condições econômicas atuais - cujos elementos não se conseguem visualizar - mesmo um governo destituído de estratégias coerentes, fraco politicamente e incompetente como o atual, ainda reúne as condições de evitar a hiperinflação no Brasil e transferir o poder em condições ainda administráveis.

É importante, porém, lembrar que a hiperinflação é - além de tudo - uma manifestação de histeria social. Manifestações sociais respondem e são antecedidas por sinais. No caso brasileiro, devem ser observados basicamente cinco fenômenos, associados aos "antídotos" da seção anterior:

a) queda da confiança da sociedade no mecanismo de indexação formal e nos ativos financeiros indexados. Boatos de moratória interna e de "roubo" de índices - se acreditados e endossados por ações do governo - podem disparar o repúdio aos ativos domésticos, o primeiro passo importante para a hiperinflação. A sociedade brasileira é mais sábia do que os seus governantes e antecipou-se encabeçada pelo mercado financeiro - à necessidade de indexadores confiáveis e estabeleceu o IGP-M; ou seja, mesmo que a indexação oficial perca a confiança do mercado, a economia brasileira dispõe de um esquema alternativo independente e de consenso geral.

b) redução do nível das reservas cambiais. Considerando os compromissos internacionais de 1989, o Brasil deve manter reservas cambiais em redor de US\$7-8 bilhões. Hoje, o nível da liquidez é de US\$6,5 bilhões, inferior ao nível crítico. Isto significa uma desagradável fragilidade. O Brasil não pode perder mais reservas e encontra-se na encruzilhada da vulnerabilidade à hiperinflação ou à suspensão dos pagamentos dos juros externos agora no segundo semestre. Acredita-se que o governo Sarney vai optar pela moratória.

c) movimentos inexplicáveis de ativos financeiros e "desabastecimento" de insumos industriais e de alimentos básicos. Na tentativa de manter ou apropriar-se por antecipação de rendas e de posições patrimoniais confortáveis, agentes econômicos mais informados e com maior poder econômico adotam práticas de manipulação de preços de ações e de outros atrativos financeiros e de formação de estoques reais. A boa safra agrícola tranqüiliza quanto ao abastecimento de alimentos; e o mercado financeiro tem demonstrado uma excelente maturidade, a julgar pelos últimos acidentes na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

d) passividade do governo em relação a críticas e ao ambiente crítico. Nada destrói mais a confiança da sociedade nos seus governantes se estes adotam uma atitude de indiferença em relação a problemas que exigem medidas imediatas. Se o governo é incapaz de medidas que salvaguardem as instituições e a ordem econômica, a sociedade sente-se indefesa e pode ampliar a crise através de medidas antecipatórias de auto-defesa (reajustes de preços, uso de dólar como moeda contratual e fuga de capitais para o exterior). Embora não se possa esperar grandes ações do governo Sarney, o ministério ainda tem o mínimo de competência para administrar estes problemas.

e) descontrole das contas públicas, com queda de receita tributária e dificuldade de financiamento do déficit via emissão de dívida pública. Desde que o governo mantenha a expectativa de uma taxa de juros real positiva, esta condição pode ser evitada. A colocação de títulos públicos ainda encontra o respaldo do mercado e o déficit público não deve ultrapassar 6,4% do PIB, uma magnitude preocupante, porém não insolúvel.

VI BIBLIOGRAFIA

CAGAN, P. The monetary dynamics of hyperinflations. In: FRIENDMAN, M. Studies in the quantity theory of money. Chicago, University of Chicago Press, 1956.

BOMBERGER, W.A.; MAKINEN, G.E. A hiperinflação húngara e a estabilização de 1945-46. In: REGO, J.M. (ed) Inlação inercial; teorias sobre inflação e o plano cruzado. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986.

KRAUSER, A.S. Ortodoxia e heterodoxia? La estabilizacion de la economia -1985/86. Estudos Econômicos, out. 1987.

CONTADOR, C.R. Crescimento econômico e inflação: uma quantificação da história brasileira. Rio de Janeiro, COPPEAD/UFRJ, out. 1984. (Relatório Técnico, 75).

_____. O espaço para o déficit público em 1986. Conjuntura Econômica, v.40, n.4, abr. 1986.

_____. A inflação no Brasil: teoria e evidências. Rio de Janeiro, COPPEAD/UFRJ, ago. 1984. (Monografia, 4).

CARDOSO, E.A. Hyperinflation in Latin America. Challenge, v.32, Jan./Feb. 1989.

ESPEJO, A. Crônica de uma crise anunciada: recessão e (hiper) inflação na economia peruana. Macroeconômica, fev. 1989.

LOPES, F.L. Choque heterodoxo. Rio de Janeiro, Campus, 1986.

_____. Uma hiperinflação jovem? notas de uma viagem ao Peru. Macroeconômica, abr. 1989.

MELVIN, M. The dollarization of Latin America as a market forced monetary reform: evidence and implications. Economic Development and Cultural Change, Apr. 1988.

PELAEZ, C.M. O cruzado e o austral. São Paulo, Atlas, 1986.

REGO, J.M. (ed) Inflação inercial; teorias sobre inflação e o plano cruzado. Op. cit.

SARGENT, T. Os finais de quatro hiperinflações. In: REGO, J.M. (ed) Inflação inercial; teorias sobre inflação e o plano cruzado. Op. Cit.

SIMONSEN, M.H. Experiências antiinflacionárias: lições da história. In: REGO, J.M. (ed) Inflação inercial; teorias sobre inflação e o plano cruzado. Op. Cit.