



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA  
FACULDADE DE ECONOMIA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**JOÃO MARCELO DOS SANTOS SANTANA**

**HIPERINFLAÇÃO: UMA REVISITA AO FENÔMENO E SUAS IMPLICAÇÕES NA  
ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE AS DÉCADAS DE 1980 E 1990**

**SALVADOR  
2015**

**JOÃO MARCELO DOS SANTOS SANTANA**

**HIPERINFLAÇÃO: UMA REVISITA AO FENÔMENO E SUAS IMPLICAÇÕES NA  
ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE AS DÉCADAS DE 1980 E 1990**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial para a obtenção do Título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Ricardo Dantas Caffé

**SALVADOR  
2015**

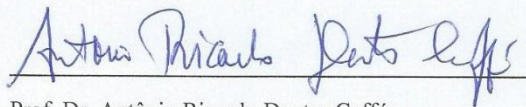
JOÃO MARCELO DOS SANTOS SANTANA

**HIPERINFLAÇÃO: UMA REVISITA AO FENÔMENO E SUAS IMPLICAÇÕES NA ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE AS DÉCADAS DE 1980 E 1990.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia- UFBA, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Economia.

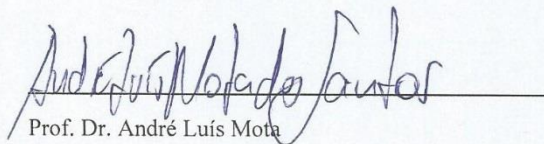
Aprovada em 17 de novembro de 2015.

Banca Examinadora



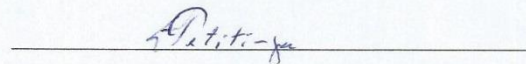
Prof. Dr. Antônio Ricardo Dantas Caffé

Universidade Federal da Bahia – UFBA



Prof. Dr. André Luís Mota

Universidade Federal da Bahia – UFBA



Prof. Me. Luiz Alberto Petitinga

Universidade Federal da Bahia – UFBA

## RESUMO

Esta monografia se propõe a compreender a hiperinflação através dos modelos explicativos mais importantes até o presente momento, sendo possível, deste modo, entender como foram pensadas e executadas as políticas econômicas responsáveis pela estabilização do marco alemão e da moeda brasileira em seus respectivos processos hiperinflacionários. Também será possível observar se as hiperinflações mais recentes guardam as características das hiperinflações clássicas. Acredita-se que o fenômeno brasileiro possui muitas particularidades, mas as suas características, se observadas atentamente, se aproximam das dos casos clássicos. O contexto histórico talvez seja a principal explicação para a particularidade da hiperinflação à moda brasileira e, por isto, grande parte da análise é ancorada em relatos históricos.

Palavras-chave: Hiperinflação; Alemanha; Brasil; *Rentenmark*; Plano Real; Economia Monetária; História Econômica.

## ABSTRACT

This paper aims to understand the hyperinflation phenomenon through the most important explanatory models until this date, thus, understanding how the economic policies, responsible for the stabilization of the German Mark and the Brazilian currency, were conceived and implemented in their respective hyperinflationary processes. In addition, it will be possible to observe whether the most recent hyperinflation periods keep the characteristics of the classic hyperinflation, or not. It is believed that the Brazilian phenomenon has many particularities, but their characteristics, if we observe closely, approaches to the classic cases of 1920s. The historical context may be the main reason for the particularity of hyperinflation “the Brazilian way”; therefore, most of the analysis is anchored in historical reports.

Key-words: Hyperinflation; Germany; Brazil; *Rentenmark*; Plano Real; Monetary economics; Economic history.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Inflação provocada pelo aumento da demanda .....	14
Gráfico 2 - Inflação causada por custos ou por demanda.....	16
Gráfico 3 – Senhoriagem x Inflação .....	27
Gráfico 4 - Capacidade de Financiamento x Inflação .....	29
Gráfico 5 - Reparções de Guerra da Alemanha a partir de 1921 x Encargos da dívida externa dos países em desenvolvimento na década de 1980 (em % do PIB).....	37
Gráfico 6 - Taxa de Inflação x Moeda/PIB na Alemanha, 1919-1923.....	42
Gráfico 7 - Taxa de desemprego na Alemanha, 1924-1932 (em %).....	50
Gráfico 8 - População desempregada na Alemanha, 1930-1939 (em milhares).....	51
Gráfico 9 - Preços no atacado na Grã-bretanha, Alemanha e Estados Unidos (em <i>reichsmarks</i> ) .....	52
Gráfico 10 - Importação x Exportação na Alemanha, 1932-1935 (em milhões de <i>reichsmarks</i> ).....	53
Gráfico 11 - Reservas em ouro e divisas do <i>Reichsbank</i> , 1932-1935 (em milhões de <i>reichsmarks</i> ).....	53
Gráfico 12 - Taxa de Juros dos Estados Unidos entre 1970 e 1985.....	57
Gráfico 13 - Inflação Mensal IPCA em 1994.....	76
Gráfico 14 - Taxas de de inflação IPCA anual do Brasil,1980-2003 (em %) .....	78
Gráfico 15 - Taxa SELIC (1996-2015).....	79
Gráfico 16 - Taxa de câmbio nominal R\$-US\$ (1991-2014).....	80
Gráfico 17 - Saldo da Balança Comercial do Brasil em milhões de US\$ (1993-2003).....	81
Gráfico 18 - Dívida Externa brasileira em milhões de US\$ (1984-2003).....	82
Gráfico 19 - Reservas internacionais brasileira em milhões de US\$ (1990-2006).....	82
Gráfico 20 - Crescimento do PIB brasileiro, em % (1990-2006) .....	83
Gráfico 21 - Taxa de Desemprego no Brasil, na Área Metropolitana de São Paulo, na Área Metropolitana do Rio de Janeiro e na Área Metropolitana de Salvador .....	84

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Experiências de Hiperinflação segundo definição de Cagan (1956) .....	24
Tabela 2 - Preço e Câmbio no pós-guerra, 1919-1922.....	39
Tabela 3 - Taxa de Desemprego na Alemanha, 1918-1923 (em %) .....	39
Tabela 4 - Taxa mensal de inflação na Alemanha (1919-1924) .....	41
Tabela 5 - Oferta aproximada de moeda na Alemanha, 1923 (em milhões de dólares).....	46
Tabela 6 - Orçamento alemão, 1922-1925 (em milhões de marcos-ouro) .....	47
Tabela 7 - Empréstimos do exterior: dívida externa alemã, 1931 (em milhões de <i>reichsmarks</i> ) .....	49
Tabela 8 - Índice de volume físico de produção per capita da Alemanha, 1920-1927 .....	50
Tabela 9 - Taxa Anual de Inflação IPCA no Brasil (1980-1993) .....	60
Tabela 10 - Taxa Mensal de Inflação IPCA no Brasil (em %) .....	68
Tabela 11 - Indicadores econômicos da América Latina e Caribe durante o Plano Brady (1989 – 1992) .....	70

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>8</b>
<b>2</b>	<b>REVISITANDO A HIPERINFLAÇÃO</b>	<b>10</b>
2.1	AS PRIMEIRAS EXPERIÊNCIAS DE ALTA INFLAÇÃO	10
2.2	A INFLAÇÃO: PRINCIPAIS VERTENTES	12
2.2.1	<b>Inflação de Demanda x Inflação de Custos</b>	<b>13</b>
2.2.2	<b>A Curva de Phillips</b>	<b>16</b>
2.2.3	<b>A teoria monetarista</b>	<b>17</b>
2.2.4	<b>A abordagem estruturalista e a inflação inercial</b>	<b>18</b>
2.2.5	<b>A passagem para a hiperinflação</b>	<b>21</b>
2.3	AS PRINCIPAIS VERTENTES DA HIPERINFLAÇÃO	22
2.3.1	<b>As definições</b>	<b>22</b>
2.3.2	<b>As causas</b>	<b>24</b>
2.3.3	<b>A estabilização</b>	<b>30</b>
<b>3</b>	<b>A EXPERIÊNCIA ALEMÃ</b>	<b>35</b>
3.1	O PÓS-GUERRA E O TRATADO DE VERSALHES	35
3.2	O <i>RENTENMARK</i>	42
3.3	A ALEMANHA APÓS A ESTABILIZAÇÃO	48
<b>4</b>	<b>A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA</b>	<b>55</b>
4.1	CONTEXTO HISTÓRICO	55
4.1.1	<b>O Plano Cruzado (1986)</b>	<b>60</b>
4.1.2	<b>O Plano Bresser (1987)</b>	<b>63</b>
4.1.3	<b>O Plano Verão (1989)</b>	<b>65</b>
4.1.4	<b>O Plano Collor (1990)</b>	<b>66</b>
4.2	O PLANO REAL	70
4.3	O BRASIL PÓS-PLANO REAL	77
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	<b>86</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b>	



## 1 INTRODUÇÃO

O fenômeno da hiperinflação é um acontecimento estranho à maioria dos países e, neste sentido, deve ser observado com atenção. Os primeiros surtos tipicamente hiperinflacionários ocorreram em países na Europa pós-Primeira Guerra, dentre os quais se destacam: Áustria, Hungria, Polônia e Alemanha. A hiperinflação alemã é a mais famosa do século XX, enquanto para os brasileiros é mais poderosa a lembrança do fim da década de 1980.

Observando as características das hiperinflações clássicas é possível perceber situações que se repetem nos países que vivenciaram este fenômeno. Estes países estavam situados no mesmo contexto histórico: todos foram impactados pelos efeitos da Primeira Guerra Mundial. O Brasil se insere no contexto hiperinflacionário na década de 80 - não estava inserido em um contexto de pós-guerra -, mas havia passado pela Crise do Petróleo da década de 1970 e pela Crise da Dívida Externa - na própria década de 1980. A hiperinflação brasileira se situa historicamente em outro contexto, mas uma característica inicial persiste: o fenômeno hiperinflacionário aconteceu após um período instável ou de crise.

Esta pesquisa foi incentivada através da busca de respostas, em saber se, mesmo cerca de sessenta anos depois, com tantas mudanças ocorridas no mundo, as características das hiperinflações continuam sendo as mesmas. Busca-se entender se os modelos que explicaram as hiperinflações alemãs, húngaras e austríacas ainda podem ser utilizados para compreender o fenômeno hiperinflacionário do Brasil. É a partir destas questões orientadoras e a busca pelas respostas é que surge o principal questionamento da pesquisa: o Brasil, de fato, passou por um fenômeno hiperinflacionário clássico?

O Plano Real, para estabilização da moeda brasileira, completou vinte anos em 2014 e a impressão é que o fenômeno da hiperinflação tem sido esquecido com o passar do tempo. Mais ainda, as suas causas e características atualmente são pouco conhecidas e estudadas. A relevância do estudo consiste em entender melhor o fenômeno e afastar equívocos quanto às características, bem como trazer novamente à tona a discussão deste fenômeno que foi motivo de diversos distúrbios na economia brasileira.

Este trabalho se propõe a compreender o fenômeno hiperinflacionário em si através dos modelos explicativos mais importantes até o presente momento, começando pelo modelo de Cagan na década de 1950 até os mais recentes modelos criados no estudo da hiperinflação ocorrida década de 1980. Deste modo será possível entender como foram pensadas e executadas as políticas econômicas responsáveis pela estabilização do marco alemão e da moeda brasileira, por exemplo. Será possível, por fim, observar se as hiperinflações mais recentes ainda guardam as características das hiperinflações clássicas. Acredita-se que o fenômeno brasileiro possui muitas particularidades, mas as características, se observadas atentamente, se aproximam das dos casos clássicos. O contexto histórico talvez seja a principal explicação para a particularidade da hiperinflação à moda brasileira.

A metodologia deste trabalho se dividirá em dois momentos: No primeiro momento haverá a realização da revisão bibliográfica a partir da leitura e fichamento de textos, artigos, periódicos, livros, monografias e dissertações. Esta parte da pesquisa possui caráter intensamente bibliográfico e reflete o andamento do conhecimento sobre o tema que se deseja estudar, do período em que começou a ser produzido até o momento mais atual de produção o conhecimento; o segundo momento será o do estudo de casos, com a devida aplicação dos conceitos obtidos no primeiro momento.

Além desta introdução, a presente monografia está estruturada em mais quatro capítulos. O segundo capítulo tratará de retomar as teorias econômicas básicas referentes às inflações, demonstrar como acontece a passagem da inflação para a hiperinflação e definir e apontar as causas e consequências das hiperinflações. O terceiro capítulo abordará especificamente o caso de hiperinflação clássica da Alemanha, junto com seu contexto histórico precedente e as consequências relativas ao processo. O quarto capítulo demonstrará de que forma o Brasil passou pela experiência de hiperinflação, o que significa o estudo das causas e consequências do fenômeno aplicado ao Brasil. Por fim, o quinto e último capítulo apresenta as considerações finais, retomando alguns dos aspectos abordados e abrindo a agenda para novos estudos e possibilidades.

## 2 REVISITANDO A HIPERINFLAÇÃO

### 2.1 AS PRIMEIRAS EXPERIÊNCIAS DE ALTA DOS PREÇOS

Os primeiros casos documentados de alta nos preços da economia pertencem às cidades de Atenas e Roma. No século VI a.C, os processos de endividamento da cidade grega se tornaram insustentáveis, e Sólon, arconte ateniense, em 594 a.C, propôs o fim da escravização por endividamento e o cancelamento das dívidas dos cidadãos pobres (FUNARI, 2002). Sólon ainda promoveu a expansão da Eclésia, que agora incluía todos os cidadãos de direito, bem como realizou uma desvalorização da dracma, moeda utilizada em Atenas naquele período. A desvalorização proposta por Sólon foi um evento raro e bem controlado, o que se explica por três razões. A primeira razão é que se acreditava que, para manter o comércio internacional em nível razoável, era preciso possuir uma moeda com boa credibilidade externa. A este aspecto, Burns acena positivamente:

Quanto menor a sociedade, maior a proporção de seu comércio passível de ser considerado externo, e mais importante se torna evitar qualquer ação capaz de afetar tal atividade. Qualquer Estado que reduza seu padrão metálico, em desarmonia com o que ocorre em outras partes, acaba prejudicando sua relação com as cidades vizinhas. (BURNS apud SENNA, 2010, p. 34)

O segundo argumento é o que indica que a forma de organização política em pequenas comunidades democráticas constitui um fator de freio à políticas econômicas, ou seja, impede que lucros excessivos idealizados por apenas um específico conjunto de pessoas se concretize. Funari (2002) pondera que naquele período Atenas ainda estava sob regime aristocrático, mas estes processos evidenciados por Sólon indicavam que a cidade caminhava em largos passos rumo à democracia plenamente estabelecida. Por fim um pequeno Estado regido por democracia impediria, portanto, que desvalorizações sucessivas acontecessem, já que este tipo de política mais prejudica os indivíduos desta comunidade do que os beneficia.

As desvalorizações significavam o poder soberano nas mãos de um monarca detentor de autoridade ilimitada, com interesse pessoal direto no lucro a ser extraído da degradação da cunhagem, e capacidade suficiente para forçar a moeda depreciada sobre um povo relutante. (RIDGEWAY apud SENNA, 2010, p. 35)

A terceira - e última - razão é a artística: os gregos nutriam paixão pelas moedas. Este sentimento fazia com que as práticas de desvalorização e falsificações fossem vistas de maneira bastante negativa (SENN, 2010).

O caso romano, por sua vez, não tem nada de controlado. No século III a.C., Roma iniciava a sequência de guerras contra Cartago e precisava financiar a empreitada. A solução encontrada pelo Império Romano, foi desvalorizar a moeda através da redução da concentração de metal precioso. Este método de desvalorização da moeda só fazia sentido se, em Roma, as transações fossem realizadas pelo valor nominal da moeda, e não pelo seu peso. Deste modo o Império conseguiria alcançar lucros maiores e poderia financiar as Guerras Púnicas. Observa-se, neste ponto, como a existência de um soberano torna a prática da desvalorização, de fato, mais fácil. Sobre a descoberta da desvalorização como tentativa de manutenção do Estado, Keynes tem algumas considerações:

O poder de taxação pela depreciação da moeda tem sido inerente ao Estado desde que Roma o descobriu. A criação de moeda tem sido e é um recurso final do governo; e não é provável que um Estado ou governo decreta a própria queda enquanto não tenha usado este instrumento. (KEYNES, 1985, p.294)

A cunhagem das moedas se tornou descentralizada de modo que qualquer esforço no sentido da desvalorização não passava por oposições e, séculos depois, no início do século III o denário de prata já havia deixado de possuir os costumeiros 90% para somente 28% de prata. O enfraquecimento do Império Romano evidenciava o problema da alta dos preços. A solução encontrada por Roma foi a realização de um congelamento de preços e salários. O congelamento foi concretizado pelo édito de Diocleciano em 301 d.C., sendo esta a primeira fixação de preços e salários conhecida pela história e onde foram determinados os preços de mais de novecentos produtos. Senna (2010) argumenta que o congelamento fracassou no momento em que o mercado negro dos produtos escassos surgiu com muita força. Roma viveria com preços em alta até o fim do Império, quando a capital foi transferida para Bizâncio.

As diferenças entre o caso ateniense e romano são evidentes, mas é importante destacá-las. Enquanto Atenas se preocupava em fazer a desvalorização da moeda sem afetar o seu comércio, Roma utilizava o mesmo método para financiar o imperialismo. Outra diferença é que enquanto na comunidade ateniense havia o caráter artístico, no caso romano havia apenas o interesse político/militar. A última diferença evidente é a forma da política, enquanto uma cidade flertava com a democracia, a outra centralizava o poder no imperador, o que afetava, evidentemente, a escolha da política monetária.

Ainda sobre estes dois primeiros casos de alta nos preços, Palmeira (2003) pontua que existem dificuldades em mensurar os valores da alta ocorrida. Primeiro que não existem documentos que sejam plenamente confiáveis sobre os períodos em questão. Segundo que alguns comportamentos econômicos ainda não são bem compreendidos, de modo que não se pode formular um modelo geral que retrate bem a realidade antiga como um todo, mas sim modelos específicos de cada estrato social. Sachs e Larrain (2006), por sua vez, garantem que é possível definir os valores elevação dos preços desse período, trazendo a informação de que os melhores dados apontam que a taxa média da experiência romana, por exemplo, esteve entre 3% ou 4% ao ano – valores considerados altos para o período.

Depois das experiências de Atenas e Roma, os casos mais destacados de alta inflação foram observados a partir do século XVI. A Espanha foi um desses países que passou por inflação e, no decênio de 1551-1561, a taxa de inflação anual esteve próxima à 20%, sendo que a taxa média encontrada entre 1551 e 1600 foi de aproximadamente 2% ao ano. Nos Estados Unidos do século XVIII, entre os anos de 1775 e 1783, as colônias recém-independentes encontraram inflação anual de até 1.000%. Após a Revolução Francesa, a emissão de moeda gerou inflação de até 3.000%. No século XIX, o caso mais destacado de alta inflação foi a dos Estados Unidos, no pós-Guerra Civil, quando se observaram inflação mensal de até 40% (SACHS; LARRAIN, 2006).

Todos os exemplos até aqui destacados foram de fenômenos considerados como sendo de alta inflação. As dúvidas que surgem dizem respeito à em que ponto a inflação se torna hiperinflação e em como esta passagem acontece. São estas questões que o próximo tópico tratará de responder, mas já se pode antecipar uma informação: a hiperinflação é um fenômeno característico do século XX.

## 2.2 A INFLAÇÃO: PRINCIPAIS VERTENTES

Em princípio será necessário, para efeitos didáticos, classificar os fenômenos inflacionários e assim, em seguida, trazer a passagem para hiperinflação. A contextualização das principais vertentes da inflação tem por objetivo tornar mais fluido o estudo da passagem para a hiperinflação. Importante destacar desde já que, se observarmos a cronologia histórica, os

estudos de inflação ainda estavam se maturando quando ocorreu a hiperinflação da década de 1920.

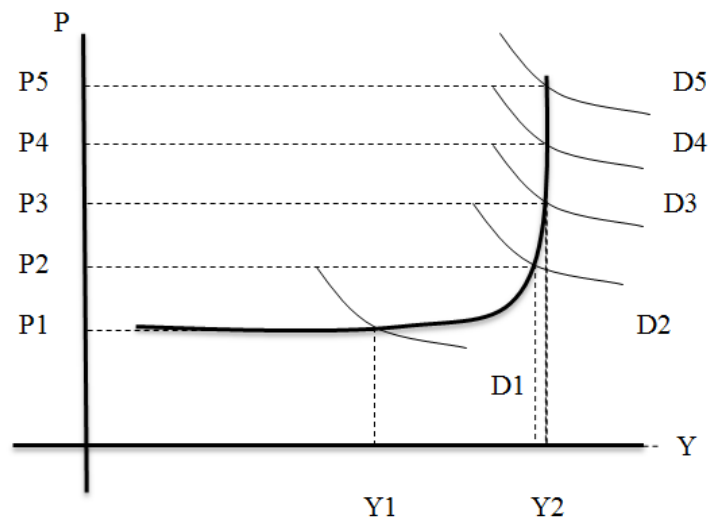
Segundo Shapiro (1975), a maior parte das pessoas entende o fenômeno da inflação como simplesmente alta nos preços. A inflação é um fenômeno típico das sociedades capitalistas e, deste modo, essa definição deve sofrer uma pequena alteração para englobar o que se considera como definição básica de inflação: alta generalizada e persistente no nível geral de preços. A partir desta definição preliminar se faz importante entender o que se considera como nível de preços, sendo aqui caracterizado por um dos índices de preços, podendo ser o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) ou o deflator do PIB, por exemplo. Em geral o interesse da sociedade é saber o preço médio do consumo ou custo de vida e o IPC fornece o custo, em moeda corrente, de uma cesta específica de bens e serviços, o que torna o IPC o índice de maior destaque – embora normalmente tanto o IPC quanto o deflator do PIB tenham comportamentos semelhantes e taxas bem próximas (BLANCHARD, 2011).

### **2.2.1 Inflação de Demanda x Inflação de Custos**

O interesse passa a ser, neste momento, qual o fator gerador da inflação. O primeiro fator é o da demanda, que é vista como pertencente à teoria que vê o aumento no nível geral de preços como excesso de demanda por bens e serviços dada a oferta disponível aos preços existentes. Esta teoria se divide em duas vertentes: a quantitativa e a keynesiana.

A teoria quantitativa demonstra que o aumento da oferta monetária, *ceteris paribus*, deve gerar um aumento proporcional na demanda agregada e, se estamos considerando a existência do nível de pleno emprego, então haverá aumento no nível de preços. Se este aumento for persistente, há inflação. O gráfico 1 a seguir explicita o caso de inflação provocada por demanda, onde a curva de demanda agregada é deslocada ao longo da curva de oferta agregada.

Gráfico 1 - Inflação provocada pelo aumento da demanda



Fonte: Elaboração própria

A teoria quantitativa da inflação é reflexo da teoria quantitativa da moeda, expressa pela expressão  $MV = PY$ , onde a velocidade de circulação da moeda tem tendência constante. Deste modo, esta teoria inflacionária indica que se a oferta monetária for interrompida, então a demanda agregada será freada de modo a interromper o processo inflacionário. Na teoria quantitativa, a moeda não afeta o produto no longo prazo, mas apenas influencia no nível dos preços.

A teoria keynesiana se assemelha à teoria quantitativa em alguns aspectos e a diferença crucial está na atenção que se dá à moeda. Para Keynes a moeda não é neutra, possui caráter indireto e afeta o produto, sendo responsável pela variação das taxas de juros e sua consequente decisão sobre o investimento. As variações da demanda agregada para os keynesianos são reflexos das variações dos valores agregados de despesa como um todo (consumo, investimentos, gastos do governo e exportações líquidas), e não apenas um destes agregados em específico. Se o fluxo conjunto destas despesas for ascendente, persistente, e se há pleno emprego, então haverá inflação (SHAPIRO, 1975).

Considerando que até a década de 60 os países estavam aquém do pleno emprego, o viés de expansão da demanda agregada keynesiana se tornou hegemônico. Esta vertente pode ser caracterizada como vertente de inflação moderada, que é o excesso de demanda agregada gerando uma inflação de até 15% ao ano (LARA RESENDE, 1989).

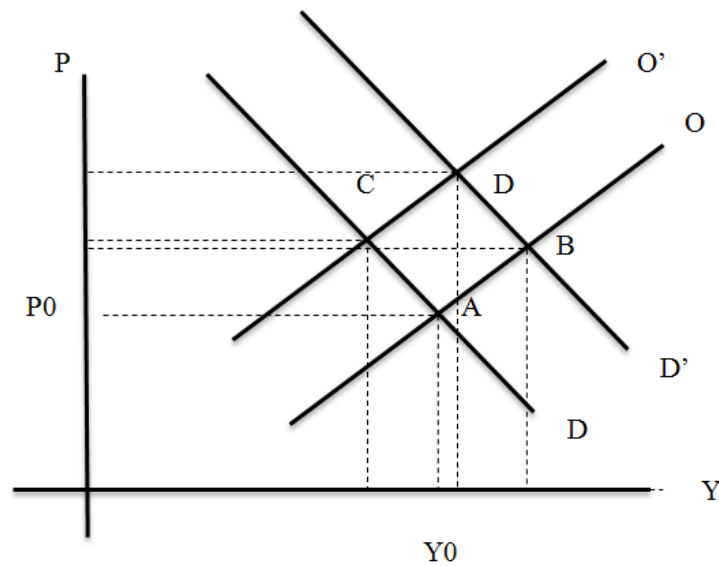
Sejam quais forem os méritos dos argumentos dos modernos teóricos, a maior parte dos economistas, hoje, considera a abordagem da teoria keynesiana como a mais proveitosa para explicar as variações da renda. (SHAPIRO, 1975, p. 635)

O segundo fator considerado como causa da inflação é o fator de custo. A inflação de custo acontece na ausência de demanda em excesso, sendo resultada de forças sobre a oferta agregada. Shapiro (1975) diz que duas forças principais podem deslocar a oferta agregada: (1) as pressões autônomas/sindicais sobre os salários nominais e (2) os aumentos de preços em indústrias oligopolizadas/monopolizadas para obtenção de maiores lucros.

O gráfico 2 aborda os dois fatores que causam a inflação, em que D é a curva de demanda, O a curva de oferta, Y é o nível de produção, P o nível de preços e A o ponto de equilíbrio inicial. O processo de inflação por demanda agregada é graficamente representado pelo deslocamento da curva D para D', sendo este deslocamento derivado de qualquer um dos determinantes para expansão da demanda agregada. A inflação de custos possui a representação gráfica quanto existe o deslocamento de O para O'. Qualquer mudança das curvas de demanda ou de oferta em direção ao ponto B, C ou D, pode ser considerada inflacionária. É interessante observar, através do gráfico, que para manter um determinado nível de produção ou emprego, poderiam existir ao mesmo tempo inflação de custo e de demanda, como no ponto D.



Gráfico 2 - Inflação causada por custos ou por demanda



Fonte: Elaboração própria.

### 2.2.2 A Curva de Phillips

A Curva de Phillips foi um diagrama proposto por A. W. Phillips, em 1958, a fim de observar os resultados das taxas de inflação contra as de desemprego. No trabalho de Phillips foi observada uma série do Reino Unido, de 1861 a 1957. Samuelson e Solow produziram uma curva semelhante, a partir da de Phillips, para os Estados Unidos, de 1900 a 1960. As duas curvas mostraram resultados interessantes, evidenciando correlação negativa entre a taxa de inflação e o desemprego. Esta relação vigorou até os anos 70, quando a Curva de Phillips precisou ser revista. O fracasso da Curva de Phillips original se deu, principalmente, porque as expectativas dos agentes mudaram e estes começaram a incorporar a noção da inflação alta e persistente com o passar dos anos (BLANCHARD, 2011).

Moraes (1991) argumenta que a proposição da Curva de Phillips superou a dicotomia existente entre os teóricos da demanda e teóricos dos custos. Shapiro (1975), por sua vez, considera que não existia esta dicotomia explícita, pois qualquer processo inflacionário possuía um pouco das características dos dois fatores, como, por exemplo, no caso observado no ponto D do gráfico anterior.

Na década de 70, a Curva de Phillips foi reestruturada e não mais era usada a taxa de inflação, mas sim a variação na taxa de inflação. Blanchard (2011) aponta que esta mudança passou a

representar melhor a relação entre desemprego e inflação nos Estados Unidos, sendo amplamente difundida e tendo o seu nome alterado para Curva de Phillips Aumentada pelas Expectativas, ou Curva de Phillips Aceleracionista. A mudança também incorporou o conceito de taxa natural de desemprego, que é a taxa de desemprego não aceleradora da inflação, conhecida como NAIRU.

Sob esta perspectiva, a diminuição da inflação só seria possível a partir de uma taxa de desemprego mais elevada, no que se convencionou chamar de taxa de sacrifício, sendo esta a quantidade de excesso de desemprego necessária para a diminuição da inflação em uma determinada porcentagem anual. A definição de um modelo matemático para indicar a quantidade necessária de desemprego, entretanto, não era bem vista por todos os teóricos. Lucas e Sargent, por exemplo, acreditavam que através da racionalidade dos agentes e do papel da credibilidade, o tamanho do desemprego necessário para a desinflação poderia ser menor do que o previsto pelos modelos (BLANCHARD, 2011). Estas conclusões de Sargent também se assemelham às utilizadas para entender a sua teoria sobre o fim da hiperinflação, em tópico posterior.

### **2.2.3 A teoria monetarista**

A teoria monetarista da inflação surge contemporânea às ideias de expectativas racionais de Sargent e Lucas. A teoria monetarista aparece como sendo uma crítica às propostas de Phillips e tendo Milton Friedman como principal teórico, o que fez retornar o papel relevante da teoria quantitativa. Segundo Friedman:

A inflação não é fenômeno capitalista, tampouco é fenômeno comunista; no mundo moderno, a inflação é fenômeno de impressora. (...) Inflação elevada é sempre e em toda parte fenômeno monetário. (FRIEDMAN apud COSTA, 1998, p.148)

Friedman argumenta, portanto, que o aumento das taxas de inflação se dá pela emissão descontrolada de moedas e, como causa desta emissão, destaca três razões: (1) o rápido crescimento das despesas do governo, (2) a adoção de objetivos indevidamente ambiciosos de pleno emprego e (3) a política errada adotada pelo Banco Central. Nas duas primeiras razões, a inflação acontece porque o governo precisa de mais moeda para financiar os seus gastos e não quer, ao mesmo tempo, obter esta moeda através de impostos ou financiamentos junto ao público, o que seriam medidas impopulares. A terceira razão envolve a aplicação errática da

política monetária por parte do Banco Central, que pode envolver os limites das taxas de juros e das metas de inflação (COSTA, 1998).

A abordagem monetarista se instalou como ortodoxia a partir do receituário de estabilização proposto pelo FMI na década de 1960. A lógica era que lutar contra a inflação era simples: bastava realizar o controle da base monetária. Esta era, basicamente, a indicação que o FMI dava para os países latino-americanos que tinham inflações elevadas. Além de regular a política monetária, era preciso realizar um pacto com a população, de modo que esta pudesse sacrificar parte dos seus ganhos em prol do equilíbrio econômico.

Para que uma restrição de crédito seja efetiva, deverá forçar os homens de negócios a vender bens a preços mais baixos do que haviam previsto, a miúdo com perda; deverá ser financeiramente impossível para eles aumentar taxas de salários e deverá produzir-se certo número de desemprego. Se uma política de restrição do crédito não é suficientemente severa para fazer estas coisas, tampouco será suficientemente severa para alcançar seu objetivo (FMI apud FÜRSTENAU, 1981, p. 27).

#### **2.2.4 A abordagem estruturalista e a inflação inercial**

Os teóricos estruturalistas e inercialistas possuem mais representação nos economistas latino-americanos, dada à insuficiência que as abordagens inflacionárias anteriores – ou ortodoxas – tinham em caracterizar os fenômenos que aconteciam na América do Sul. A CEPAL era o principal centro desta discussão, considerando que era equivocado generalizar as causas inflacionárias a partir das experiências dos países desenvolvidos e, sendo assim, seria necessária a análise específica das especificidades latino-americanas.

Os estruturalistas se opunham aos monetaristas ao indicar que o fenômeno inflacionário não era um fenômeno puramente monetário, mas sim derivado de desajustes ou tensões sociais (FÜRSTENAU, 1981). A inflação, para tanto, tem causa nas limitações e inflexibilidades econômicas de determinado país, onde os setores produtivos não possuem capacidade de atender às alterações de demanda, gerando desequilíbrios nos preços relativos da economia. Os estruturalistas, ainda, consideram que existe a inflação de ordem circunstancial ou derivada de choques exógenos, mas esta não se apresenta como protagonista. Deste modo, a inflação se propaga devido aos conflitos de interesse, onde cada grupo objetiva se favorecer das variações da inflação – ou através de elevação de salários ou de lucros -, restando sempre a um dos grupos o papel de sacrifício, sendo este um resumo do que se considera como

conflito distributivo: a disputa lucros-salários ou lucros-lucros resulta em pressão sobre o nível dos preços.

Mesmo na CEPAL, entretanto, houve crítica às teorias estruturais, onde o brasileiro Ignácio Rangel teve papel de destaque. Rangel, em 1963, concentra a análise no cenário brasileiro e argumenta que o problema da inflação não é a insuficiência de oferta em determinado setor face ao excesso de demanda, mas, pelo contrário, a inflação é resultado da insuficiência de demanda. O excesso de investimentos para aumento da capacidade produtiva, por exemplo, realizado nos anos 50 - principalmente durante o Plano de Metas de JK -, gerou um desequilíbrio bastante acentuado entre o potencial produtivo e a demanda insuficiente. Rangel demonstra que a persistente capacidade ociosa não planejada impedia a existência de novos investimentos em outros setores, e isto causava aumento nos custos unitários da indústria, sendo estes repassados para os preços. A inflação em Rangel, portanto, revela uma relação inversamente proporcional entre o nível de produção e o nível de inflação. (COSTA, 1998)

Durante a década de 70, Mário Henrique Simonsen trabalhou a inflação a partir de três componentes: (1) o autônomo, independente da inflação anterior e relacionado com mudanças institucionais nos salários, câmbio e impostos; (2) o realimentador, relacionado com a inflação passada e demonstrada pelos reajustes dos salários devido ao aumento do custo de vida ou reconstituição das margens de lucros pressionadas pelo aumento dos custos; e (3) o de regulação pela demanda, resumido na relação entre o ritmo da demanda e o ritmo da capacidade produtiva.

Na década de 80, a partir das discussões dos estruturalistas e da análise específica do componente realimentador proposto por Simonsen, os economistas do período avançaram no terreno da inflação e elaboraram a teoria da inflação inercial. Os textos seminais sobre a teoria da inflação inercial se encontram em Bresser Pereira, Yoshiaki Nakano, André Lara Resende, Pérsio Arida e Francisco Lopes, entre outros. O grande questionamento deles era como explicar a existência de uma persistente alta inflação independente de choques ou excessos de demanda. Deste modo, distinguiram a inflação – assim como Simonsen - em três fatores: (1) aceleradores, que aumentava a inflação pelo aumento dos lucros/salários acima da produtividade; (2) mantenedores, que mantinham os patamares da inflação no momento em que os indivíduos repassavam as perdas para os preços, gerando o conflito distributivo; e (3)

sancionadores, que relacionava principalmente ao aumento da quantidade da moeda após a expansão dos preços.

Bresser Pereira (2010) argumenta que a principal mudança trazida pelo advento da teoria da inércia inflacionária – embrionária em Simonsen - era a introdução do segundo fator, o fator mantenedor. Até aquele período os economistas que estudavam a inflação apenas se dedicavam a estudar quais fatores aceleravam ou desaceleravam a inflação, tendo como pressuposto o ponto inicial com inflação nula. A questão, trazida pelos inercialistas, era observar o impacto da inércia, ou seja, observar o porquê de determinado nível de inflação se perpetuar ao longo do tempo.

A manutenção do patamar de inflação decorre do fato de que os agentes econômicos, em seu esforço para manter sua participação na renda, indexam informalmente seus preços, aumentando-os defasadamente; fazem-no porque não têm alternativa senão repassar aumentos de custos para preços, repetir no presente a inflação passada, indexar informalmente seus preços. (BRESSER PEREIRA, 2010, p. 176)

Salama e Valier (1992) comentam que a nomenclatura ideal para o período seria de inflação tendencial, e não inercial. Evidente que há a noção de inércia proporcionada pela indexação dos contratos e salários, mas o conceito não deveria se resumir a isto. Para os autores, seria necessário dar mais atenção à ideia da incoerência dos preços relativos do que na reprodução da taxa de inflação passada, pois é este desequilíbrio dos preços relativos que alimenta a própria alta inflacionária, em uma espécie de ciclo vicioso.

É justamente sobre este aspecto tendencial que Lopes (1985) repousará a sua análise, ao separar o conhecimento ortodoxo – relacionado às expectativas – e a visão proposta pelo inercialistas. A hipótese das expectativas assume que, a partir de indivíduos racionais e confiantes na política econômica, as expectativas inflacionárias seriam de queda e que, no futuro desejado, a inflação assumiria este baixo patamar. Os inercialistas, por sua vez, determinam que, na ausência de choques, a inflação atual é reflexo da inflação passada, independente de expectativas. O pressuposto é que em economia de inflação crônica e ambiente de conflitos estruturais, os agentes desenvolvem comportamento altamente defensivo na formação dos preços, de modo que seja reestabelecido o pico anterior da renda real, e, sendo assim, se todos os agentes tomam esta medida, a tendência é que a inflação se perpetue como um espelho da inflação passada.

### 2.2.5 A passagem para a hiperinflação

A teoria da inflação inercial conseguia explicar muito bem – com bons resultados no campo empírico – a inflação ocorrida no Brasil entre a década de 70 e 80, por exemplo. O grande questionamento surgido durante a década de 80, entretanto, era como a inércia inflacionária poderia se relacionar com a explosão da taxa de inflação ocorrida a partir de 1983. Neste ponto, as interpretações pós-keynesianas de inflação surgiram com grande força. A princípio, a ideia central da inflação pós-keynesiana era a manutenção dos *mark-up* em níveis estáveis a curto prazo, ou seja, sempre em relação passiva em relação aos aumentos de custos ou variações da inflação. O argentino Roberto Frenkel, ao analisar os casos latino-americanos, sugere uma pequena mudança neste pensamento: em um período de alta inflação e de incerteza macroeconômica, as firmas sobrestimavam a taxa de inflação futura e aumentavam bastante o seu *mark-up* na tentativa de minimizar os riscos de perda. Deste modo, para sustentar o *mark-up* em nível mais elevado, evidentemente os preços eram elevados em grande medida (COSTA, 1998).

O brasileiro Antônio Kandir (1989) argumenta que, em economias com estrutura produtiva oligopolizada, fragilidade financeira e inflação crônica, a aceleração da inflação decorre do ajuste para cima dos *mark-up* desejados e o consequente desarranjo nos preços relativos da economia. A política de alteração dos *mark-up* aliada à indexação dos contratos, além de manter a inflação em alto nível, também a acelera.

Na alta inflação são criados mecanismos que permitem indefinidamente a operação da economia numa situação de desequilíbrio. Isto é obtido pelo mascaramento da inconsistência que se verifica entre as aspirações dos diversos grupos sociais. A cada momento de correção de contratos, sucessivos grupos atingem a renda a que aspiram e começam a sofrer a reação de seus concorrentes, numa corrida que, por sua própria natureza, não aponta para um fim. (CARDIM DE CARVALHO, 1990, p. 74)

Conforme a indexação mantém os salários nominais e enquanto os empresários elevam suas margens de lucro, o sistema aparentemente opera em equilíbrio, com o persistente sentimento de aflição por parte da população, porém sem desespero. Esta impressão de normalidade, entretanto, é falsa, pois à medida que estes mecanismos se espalham por toda a economia, com o passar do tempo – e com a aceleração da inflação – até mesmo as indexações passam a fazer menos sentido, pois entre o processo de coleta dos preços e reajuste dos salários, há uma

defasagem não contabilizada, dada a velocidade em que a taxa de inflação se acelera. É, neste ponto, que a hiperinflação se torna uma ameaça clara.

A passagem para a hiperinflação acontece no momento em que o sistema de preços se torna caótico, principalmente em função das expectativas divergentes da inflação futura, das inconsistentes políticas de preço propostas por empresários e, conseqüentemente, do grave conflito distributivo entre as classes sociais. O próximo passo no sentido da hiperinflação aberta ocorre no momento em que os indivíduos passam a usar outra moeda, diferente da corrente – geralmente o dólar -, para manter os seus gastos (SALAMA; VALIER, 1992; CARDIM DE CARVALHO, 1990).

## 2.3 AS PRINCIPAIS VERTENTES DA HIPERINFLAÇÃO

### 2.3.1 As definições

Segundo Costa (1998) a definição de hiperinflação tem uma parcela de arbítrio e cada autor a define segundo a sua própria lógica. Zini Jr (1994) define a hiperinflação como o processo de crescimento descontrolado dos preços e perda rápida do valor da moeda. Ainda em Zini Jr outras definições de hiperinflação são realizadas, como sendo o episódio de inflação alta em que subitamente há aceleração contínua dos preços, o que pode abalar a formação dos contratos e até mesmo impedir os processos de troca. Para Lara Resende (1989), a hiperinflação é um processo de alta violenta dos preços, em que há rejeição da moeda nacional e onde o governo perde todas as fontes alternativas de financiamento – inclusive via impostos, já que o Efeito Olivera-Tanzi demonstra a gradual perda de receita arrecadada pelo governo conforme a inflação avança.

O IAS 29 (2013), em relatório financeiro sobre economias em hiperinflação, observa que existem quatro características principais nos processos hiperinflacionários: a primeira característica é a população preferir conservar sua riqueza em ativos não monetários ou em moeda estrangeira; a segunda característica é que os preços passam a ser cotados a partir de uma moeda estrangeira estável; como terceira característica está a utilização imediata da renda pela população, com o objetivo claro de não perder o poder de compra ao estender o consumo; por fim, a última característica apontada pelo IAS 29 é o fato de salários, preços e

taxas de juros estarem atrelados a um índice de preços, índice este que se aproximará ou será maior do que 100% a.a. durante cerca de três anos.

Alguns autores apontam que as hiperinflações surgem sempre em períodos pós-guerra, mas Sachs e Larrain (2006) pontuam que não era exatamente a guerra que gerava o processo hiperinflacionário, mas sim o desarranjo social resultante das guerras em níveis mundiais. Neste ambiente de total incerteza e disputas sociais, as políticas fiscais e monetárias ficavam engessadas e as necessidades da economia se aprofundavam e se refletiam nos constantes déficits e inflações crescentes.

Dornbusch (1985) define o início do processo hiperinflacionário no mês em que a inflação anual está acumulada em 1.000%. Para Salama e Valier (1992), os processos hiperinflacionários clássicos se caracterizam por três fenômenos: (1) a alta dos preços se torna exponencial, incontrolável e imprevisível; (2) os preços relativos tendem a se tornar incoerentes – o que reflete nas dificuldades de produção; e (3) a moeda nacional perde as suas funções básicas e dá lugar a uma moeda alternativa.

Para Barbosa e Sallum (2002), as hiperinflações clássicas possuem as seguintes características: quantidade real de moeda se aproximando de zero, taxa de inflação aumentando de maneira explosiva, déficit público financiado através de emissão de moeda, moeda estrangeira circulando no país em substituição à moeda local, duração bastante variável a depender do contexto de cada país e fim abrupto através de estabilização com mudança nos regimes monetários e fiscais.

A obra clássica sobre hiperinflação é a de Cagan (1956), onde determina que o processo hiperinflacionário se inicia no mês em que a taxa de inflação está em patamar superior a 50% ao mês e termina no mês em que a taxa se mantém abaixo de 50% por doze meses seguidos. A tabela 1 a seguir mostra quais países passaram por hiperinflação, levando em consideração a definição de Cagan.



Tabela 1 - Experiências de Hiperinflação segundo definição de Cagan (1956)

	Quando começou	Quando terminou	Duração (em meses)	Taxa Média	Taxa no pior mês
<b>Hiperinflações Clássicas</b>					
Áustria	Outubro/1921	Agosto/1922	11	47%	134%
Alemanha	Agosto/1922	Novembro/1923	16	322%	32.400%
Hungria I	Março/1923	Fevereiro/1924	12	46%	98%
Hungria II	Agosto/1945	Julho/1946	12	19.800%	(4,2 x 10 <sup>15</sup> )%
Polónia	Janeiro/1923	Janeiro/1924	13	81%	275%
União Soviética	Dezembro/1921	Janeiro/1924	26	57%	213%
Grécia	Novembro/1943	Novembro/1944	13	365%	8.500.000%
China	Setembro/1945	Maior/1949	44	78%	2.565%
<b>Hiperinflações recentes</b>					
Bolívia	Abril/1984	Setembro/1985	18	46%	183%
Argentina	Abril/1989	Janeiro/1991	34	67%	196%
Peru	Janeiro/1989	Setembro/1990	21	51%	412%
Brasil	Novembro/1989	Março/1990	5	62%	84%

Fonte: Elaboração própria, a partir de Cagan (1956) e Franco (1990).

A partir destes dados, Zini Jr (1994) retira duas observações importantes sobre as hiperinflações clássicas. A primeira delas é que parece mágico como, especialmente, as hiperinflações da Alemanha, Hungria-1945 e Grécia puderam ser resolvidas no espaço de um ano, dadas as altíssimas taxas de inflação encontradas no pior dos meses. A segunda observação vem a partir da análise entre as médias e as piores taxas: na maioria dos casos observa-se ou um fenômeno explosivo e agressivo dos preços, ou, no mínimo, a duplicação desta taxa. Isto significa que, em algum momento neste período de um ou dois anos, algum processo desencadeia forte aceleração dos preços.

### 2.3.2 As causas

A hiperinflação terá como causa, em Cagan, o financiamento do déficit público através da emissão de moeda.

A característica comum de todas as hiperinflações (...) é que são marcadas por processos não-controlados de emissão de moeda decorrentes de desequilíbrio nas contas públicas. Assim, trazem problemas monetários, em sobreposição aos fiscais, para serem resolvidos. (ZINI JR, 1994, p. 348)

Cagan, em sua análise e a partir da teoria quantitativa da moeda, propõe que em casos de inflação muito elevada, a demanda por moeda se dará em função da inflação esperada. Para

isto, propõe um modelo com base nas expectativas adaptativas, a partir das duas seguintes expressões<sup>1</sup>:

$$M/P = e^{-\beta\pi^*} \quad (1)$$

$$\pi' * = \alpha(\pi - \pi *) \quad (2)$$

onde M é a base monetária; P é o nível de preços;  $\beta$  é a semi-elasticidade da demanda por saldos em relação à inflação esperada;  $\pi^*$  é a inflação esperada;  $\pi'^*$  é a variação da inflação esperada;  $\alpha$  é o coeficiente de ajuste entre a inflação esperada e a verificada; e  $\pi$  é a inflação atual.

Através da utilização de logaritmos e manipulações matemáticas, Cagan chega à seguinte expressão 3:

$$\pi' * = \frac{\alpha(m - \pi^*)}{(1 - \alpha\beta)} \quad (3)$$

Onde  $m$  é a variação da oferta monetária.

Esta equação se propõe a demonstrar que, essencialmente, a variação na inflação dependerá diretamente da diferença entre a variação da oferta monetária e a inflação esperada. Se o produto  $\alpha\beta$  for menor que 1 – e evidências empíricas apontam que isso ocorreu nos países em que houve hiperinflação da década de 1920<sup>2</sup> – então o aumento na oferta de moeda gerará um aumento da inflação inflação esperada maior do que o próprio aumento da moeda. Se os agentes realizam as suas ações com base nas expectativas de inflação, então a inflação esperada se traduzirá em inflação de fato pelo processo de auto-realização. Cagan conclui, por lógica, que a diminuição na quantidade de moeda, gerará inflação cada vez menor.

O aumento extremo nos preços depende quase inteiramente das mudanças na quantidade de moeda. Por implicação, o aumento nos salários e a diminuição da taxa de câmbio externa são efeitos do aumento de preços. (...) A hiperinflação pode ser explicada quase inteiramente em termos de demanda por moeda. (CAGAN, 1956, p. 91. Tradução nossa)

<sup>1</sup> Estas expressões se encontram em Cagan, 1956, p. 35-41, mas aqui são simplificadas a partir de Zini Jr (1994) e Salama e Valier (1992) para efeitos didáticos.

<sup>2</sup> Dados encontrados em Cagan, 1956, p. 43, tabela 3.

Em resumo, a hiperinflação ocorre porque o governo, na necessidade de financiar o seu déficit orçamentário, aumenta de forma extrema a oferta monetária. O déficit orçamentário não poderia ser financiado por qualquer outra forma, visto que em alta inflação a arrecadação via impostos é reduzida com o passar do tempo – como bem explica o efeito Olivera-Tanzi. Alternativas de financiamento poderiam eliminar o déficit fiscal, mas como nos regimes de alta inflação e hiperinflação não há credibilidade nem interna nem externa, a emissão monetária é a única saída, resultando numa espiral maligna de aumento de preços.

Sachs e Larrain (2006) propõem uma interpretação da hiperinflação em Cagan a partir da relação entre os encaixes reais, a inflação esperada, a senhoriagem e o imposto inflacionário. Deste modo, inicia-se com o pressuposto básico de que a demanda por moeda depende da taxa de juros nominal, sendo esta representada pela taxa real de juros mais a inflação esperada, conforme a equação 4.

$$\frac{M}{P} = m(r + P^e) \quad (4)$$

Onde  $r$  é a taxa real de juros,  $P^e$  é a inflação esperada,  $M$  é o estoque monetário e  $P$  é o índice de inflação atual.

O problema é que em regimes de altas inflação e hiperinflação, a taxa real de juros se torna insignificante para o cálculo à medida que a taxa de inflação se acelera. A equação da demanda por moeda pode ser simplificada, então, apenas pelas variações na inflação esperada:

$$\frac{M}{P} = m(P^e) \quad (5)$$

A partir da equação 5 acima, a primeira conclusão que se pode tirar é que se a inflação esperada (ou a verificada igual a  $P$ ) for crescente, menor será o encaixe real proporcionado por  $M/P$ .

Neste ponto é importante entender o conceito de senhoriagem, que basicamente é a receita obtida pelo governo como fruto da emissão de moeda. Importante dizer que a senhoriagem não é a quantidade de moeda emitida, mas sim qual o poder de compra que esta quantidade de

moeda emitida possui. Dito isto, no modelo de Cagan, a senhoriagem é a variação do estoque monetário desejado, dado o nível de preços, para atender aos interesses do governo. Então:

$$SE = \frac{\Delta M}{P} \quad (6)$$

Por manipulação matemática, temos a senhoriagem também expressa na equação abaixo:

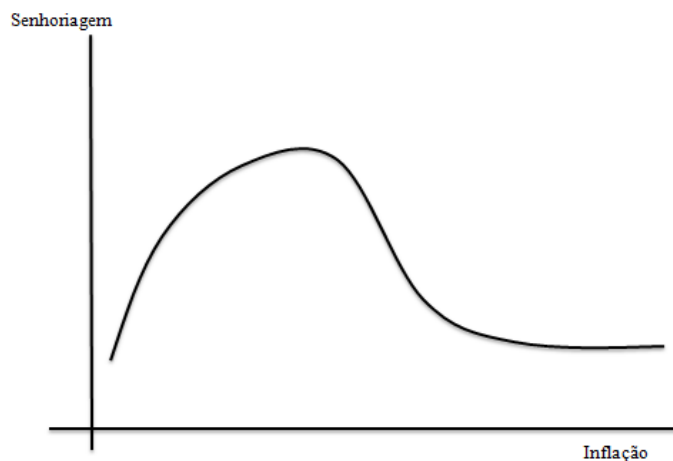
$$SE = \left(\frac{\Delta M}{M}\right) \left(\frac{M}{P}\right) \quad (7)$$

O imposto inflacionário, por sua vez, tem conceito semelhante ao da senhoriagem, sendo referente às perdas sofridas pelos encaixes reais devido à variação da inflação. Ou seja:

$$IF = \left(\frac{\Delta P}{P}\right) \left(\frac{M}{P}\right) \quad (8)$$

Numa situação de equilíbrio, o crescimento da moeda é igual ao crescimento dos preços, ou seja, a senhoriagem é o equivalente ao imposto inflacionário. O ponto é que na hiperinflação a situação, de forma alguma, é de equilíbrio. Nos momentos de instabilidade, a senhoriagem aumenta conforme aumenta a inflação, até chegar ao pico de receita máxima dada a inflação. A partir deste ponto, os ganhos da senhoriagem passam a ser negativos, dado o montante expressivo de imposto inflacionário existente, como demonstra o Gráfico 3.

Gráfico 3 – Senhoriagem x Inflação



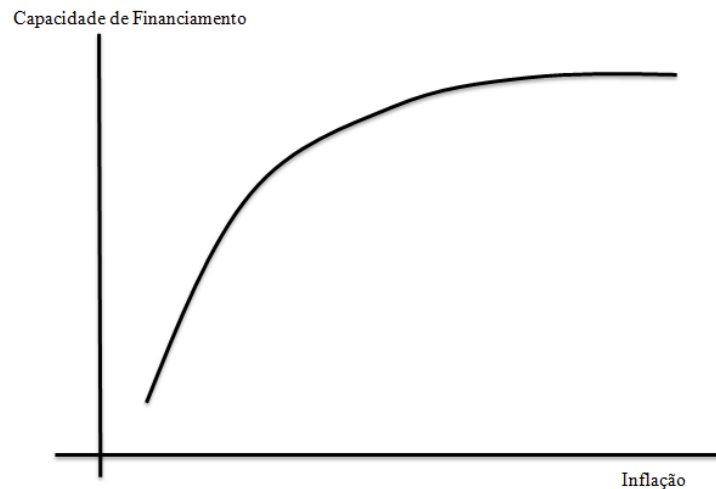
Fonte: Elaboração própria.

Nos casos extremos (como na hiperinflação) o valor da senhoriagem se torna insignificante, de modo que os efeitos das moedas emitidas apenas são repassados para a inflação. Neste momento, inclusive, os agentes começam a perceber as manobras utilizadas pelo governo e deixam de aceitar as novas moedas emitidas via senhoriagem. Esta dinâmica de redução dos encaixes reais é uma importante característica da hiperinflação, chegando ao ponto em que o ganho de reter a moeda é tão mínimo que se torna mais interessante a utilização de uma moeda alternativa, ou estrangeira – como na maioria dos casos clássicos.

Franco (1990) define que esta procura por moeda alternativa, fenômeno conhecido como dolarização, é um processo comum a toda economia hiperinflação, sendo este o ponto inicial do fenômeno hiperinflacionário. A desmonetização, decorrente da diminuição da razão moeda/PIB ocorre neste momento. Os agentes têm duas opções neste caso: fugir para a moeda estrangeira ou se refugiar nos ativos financeiros. No caso de países em que a economia não tem um mercado financeiro estabelecido e tem boas relações com o mercado internacional, a fuga para o dólar se torna a opção mais desejada. A fuga para os ativos é mais comum nos países menos internacionalizados. Neste processo de indexação já estabelecida e de fuga de capitais, os contratos passam a ser concretizados em curtíssimos prazos, inclusive os contratos dos ativos. Os bancos se tornam mais frágeis financeiramente, o que termina por inundar a economia de incertezas e possibilidades de quebra. A fim de evitar o risco sistêmico, o Banco Central precisa, cotidiana e passivamente, atuar como prestador de última instância.

Com os bancos atuando de forma satisfatória e com a fuga para os títulos públicos, o governo passa a ter uma capacidade de financiamento alternativa à senhoriagem. Entretanto, esta capacidade de financiamento é decrescente conforme a inflação avança, justamente porque os movimentos da moeda diminuem à medida que a razão moeda/PIB também diminui. O gráfico 4 a seguir ilustra este comportamento.

Gráfico 4 - Capacidade de Financiamento x Inflação



Fonte: Elaboração própria.

A defesa que o governo poderia fazer seria elevar as taxas de juros acima da inflação, de modo que os indivíduos que ainda não se interessassem pelos títulos públicos, passassem a se interessar. Sob a hiperinflação, no entanto, elevar a taxa de juros acima da inflação extremamente alta seria o mesmo que elevar a dívida pública também extremamente, então esta solução não é viável. O governo não possui mais nenhuma forma de financiar os seus déficits.

Barbosa e Sallum (2002) procuram encontrar as causas da inflação a partir da análise qualitativa, ou seja, não acreditam que a análise quantitativa seja suficiente para responder aos principais questionamentos sobre causas e condicionantes do fenômeno. Para isto argumentam, seguindo a linha de Franco, que a hiperinflação ocorre no momento em que a restrição orçamentária do governo deixa de ser atendida, em que a senhoriação/imposto inflacionário não é mais capaz de financiar o déficit público. A duração e velocidade dos níveis hiperinflacionários terá relação direta com o tamanho da crise fiscal, bem como a inércia inflacionária permanecerá enquanto a inércia do déficit fiscal existir.

Para Franco (1990), a hiperinflação poderia se manter alta durante muito tempo, sem que houvesse a explosão observada nos casos clássicos. A explicação para a explosão reside em algum tipo de choque exógeno, em especial uma crise cambial. A lógica é simples: nas experiências clássicas, onde não havia o mercado de títulos públicos, a inflação se acelerava porque a dolarização afetava o câmbio e este, por consequência, afetava a inflação de modo absurdo; nas experiências mais recentes, o mercado de títulos públicos se tornava

desinteressante conforme avançava a inflação e, ao fim, também o efeito da dolarização se mostrava presente na explosão inflacionária.

A relação que Franco faz entre a hiperinflação e a taxa de câmbio também foi realizada por outros autores, e um caso em geral pouco observado talvez seja o de Ladislaus von Bortkiewicz. Merkin (1988) demonstra que a relação câmbio-hiperinflação em Bortkiewicz surge a partir da desconfiança na moeda interna, seguida da depreciação do câmbio e, conseqüentemente, elevação dos preços. A depreciação do câmbio é anterior à elevação da inflação, e não o contrário. Em países com extrema inflação, o aumento generalizado dos preços teria relação, portanto, com a falta de credibilidade da moeda e com as variações do câmbio. Para Bortkiewicz, por fim, a quantidade de moeda em circulação não seria a causa do aumento dos preços, mas apenas uma resposta ao aumento de preços gerado pela depreciação do câmbio. As afirmações de Bortkiewicz surgiram no período em que a teoria monetarista possuía mais aceitação - a elevação da quantidade de moeda ex-ante ao aumento dos preços -, então a sua visão pouco foi levada em conta no período.

Interessante observar como Salama e Valier (1992) retornam à discussão de Bortkiewicz, praticamente ignorada pelos monetaristas do período. A lógica clássica predominante era:

Déficit orçamentário → Emissão monetária → Alteração nos preços → Mudanças no câmbio

Porém a relação predominante deveria passar a ser a de que os preços seguem os impulsos dados pelo câmbio:

Variação no câmbio → Alteração nos preços

### 2.3.3 A estabilização

Para Franco (1990) a hiperinflação tem fim no momento em que a desmonetização avança ao ponto da moeda perder todas as suas propriedades e, assim, ser substituída por outra. A moeda antiga/hiperinflacionada será esquecida em prol da nova moeda, estável. Evidente que, para isto, é necessária a confiança na moeda, e isto o governo precisa garantir. Esta garantia, em

países pequenos, é fácil: bastam empréstimos em dólar no valor correspondente ao necessário para a introdução de uma moeda estável.

O final das hiperinflações tem se dado, geralmente, por uma ruptura mais ou menos súbita do processo, envolvendo a adoção de políticas que permitam chegar ao equilíbrio fiscal, novas regras de emissão monetária com restrições relativamente fortes quanto ao financiamento do Tesouro e sustentação da conversibilidade da moeda em uma divisa forte, a uma nova paridade (geralmente fixa). A superação das hiperinflações dos anos 20 e 40 contou, na maior parte dos casos, com ajuda externa. (ZINI JR, 1994, p.360)

Os indivíduos, sabendo dos empréstimos e tendo consciência de que, a partir disso, a hiperinflação será controlada, voltarão a confiar na nova política econômica. Foi assim que as hiperinflações da Áustria, Hungria, Polônia, Grécia e Bolívia terminaram. O grande problema, entretanto, está na estabilização em países grandes, tais quais Alemanha, Rússia, China e Brasil. Os empréstimos externos necessários para gerar a confiabilidade na política econômica precisariam ser demasiadamente grandes, o que era, sem dúvidas, incompatível com a já problemática rotina de déficits na balança de pagamento, por exemplo. Nestes países, a hiperinflação só terá fim no momento em que houver renegociação das dívidas e alguma parcela de empréstimos e reservas em dólar ou ouro suficientes para dar a impressão de que haveria estabilidade. De todo modo, o ponto principal é que o fim da hiperinflação tinha relação direta com a credibilidade do programa de estabilização.

Sargent, em 1982, estudou as hiperinflações clássicas de mais destaque e observou que, no momento da estabilização, nem mesmo houve aumentos substanciais no desemprego. Através dessa observação, e centrado-a no processo que levou à estabilização, Sargent sugeriu que o fim de hiperinflações poderiam ser indolores à sociedade porque na base do fenômeno hiperinflacionário estaria a teoria das expectativas racionais. Estas expectativas se apoiam no futuro, com base na sustentação de que os agentes possuem a informação necessária e que aprendem com os erros passados para projetar as suas ações futuras. Moraes (1994) comenta que a suposição de Sargent se apoia no fato de que a mudança clara da política monetária e fiscal gera o aumento da credibilidade do governo, sendo este um fator muito importante para a estabilização.

Sobre esta hipótese da inexistência de desemprego no fim da hiperinflação, e a partir do texto de Salama e Valier (1992), pode-se realizar uma observação: a inexistência de elevações no desemprego até podem ser observadas nas hiperinflações clássicas, mas nas hiperinflações



dos anos 80, dados os graves e duradouros conflitos distributivos derivados dos preços relativos, era muito comum a desestruturação da produção e consequente desemprego.

Sargent (1982), em suma, sustenta que três aspectos são a essência do fim da hiperinflação:

- Banco Central independente instaurado, com o total poder de se negar a financiar os gastos do governo sem que estes possuam cobertura em dólar ou ouro. Desta forma se impedia que as demandas governamentais estivessem em descompasso com a política econômica
- Política fiscal restritiva, com aumento dos impostos e redução de gastos, a fim de que este excedente pudesse respaldar os esforços fiscais de redução nos déficits.
- Mudança nas ‘regras do jogo’ da política fiscal e monetária responsável por sinalizar aos agentes que a estabilização estava sendo bem conduzida. Deste modo as expectativas de inflação seriam revisadas para baixo somente se os efeitos da política fiscal restritiva e da política monetária apertada apresentem resultados, dado que os indivíduos tinham acesso à toda informação disponível e tomavam decisões a partir destes dados.

Para Dornbusch (1985), a união da política monetária e fiscal era a principal parte responsável pelo sucesso do programa de estabilização. A questão da credibilidade se dava principalmente pelos resultados da política fiscal, que tinha basicamente quatro componentes: (i) aumento da arrecadação fiscal derivada da diminuição do imposto inflacionário; (ii) persistente eliminação da dívida pública de longo prazo; (iii) eliminação da dívida de curto prazo do Tesouro; e (iv) criação de novos impostos e corte de gastos.

Barbosa e Sallum (2002), em teoria de hiperinflação com conclusões semelhantes à encontrada por Sargent, determinam que o fenômeno se estabiliza no momento em que a restrição orçamentária do governo voltar aos patamares considerados sustentáveis. Este patamar, assim como em Sargent, só será alcançado se houver a mudança nos regimes fiscais e monetários.

O estudo de Sachs e Larrain (2006) determina que para acabar com a hiperinflação é necessária a combinação de políticas econômicas que afetem a taxa de câmbio, o orçamento público, a oferta monetária e, em alguns casos, as rendas. A conjunção destes fatores não é fácil, e é justamente esta a explicação para o esquema de tentativa e erro realizado pelos países em situação delicada. Os autores retomam o papel do câmbio no fim da hiperinflação, pontuando que a estratégia comumente utilizada foi a de deixar o câmbio flutuar por um tempo até que o mercado dê a sinalização de uma taxa de equilíbrio e, a partir deste momento, se realize a fixação da taxa de câmbio em torno da taxa de equilíbrio sinalizada pelo mercado. Evidente que o período de flutuação precisa ser curto e a fixação deve ser feita com cuidado, já que é necessário que a taxa fixa esteja em nível sustentável perante os objetivos do programa.

O impacto de mudanças no orçamento público e na política monetária já foi apontado através dos argumentos de Sargent e Dornbusch, então não há necessidade de reexplicar os efeitos destes dois parâmetros na questão da credibilidade da estabilização. Sachs e Larrain (2006), por fim, analisam uma questão que é fundamental para o fim da hiperinflação na maioria dos países dos anos 80: qual o papel da inércia inflacionária na estabilização?

É aqui que há a diferenciação entre os planos clássicos e os planos mais recentes de estabilização, que também podem ser divididos como planos ortodoxos e heterodoxos, respectivamente. Os planos ortodoxos, em geral, foram bem sucedidos nos países que não possuíam forte inércia inflacionária e as características deles estão expressas pelos argumentos acima.

Os planos heterodoxos se assemelham aos ortodoxos na maioria dos aspectos, mas a principal diferença é o papel que possui a política de renda. A política de renda é realizada pela intervenção direta no controle de preços e salários, através da instituição de tetos para preços e salários já no início da estabilização. A lógica inicial era fazer com que a população passasse um bom período de tempo com o mesmo salário e com o mesmo preço para uma cesta representativa, de modo que se acostume à esta situação e não tente, por memória inflacionária, gerar alterações nesse nível. Como analisam os estruturalistas e inercialistas, é preciso atenção especial ao desarranjo dos preços relativos, então o teto estipulado para as rendas precisa estar em um patamar que minimize os conflitos distributivos. Esta é uma das

grandes dificuldades da política heterodoxa de estabilização, bem como a definição de quanto tempo a política de renda precisará atuar a fim de quebrar a memória inflacionária.

Para melhor efeito ilustrativo, os dois capítulos seguintes terão suas análises repousadas em dois países representativos da hiperinflação clássica e da hiperinflação recente, respectivamente. A análise dos capítulos se estruturará de forma a explicitar o contexto do início da alta inflação, em como a alta inflação se tornou hiperinflação e em como, em cada um deles, o processo se findou. A Alemanha será a representante da hiperinflação clássica, com processo de estabilização ortodoxa, enquanto o Brasil será o país de hiperinflação mais recente, com estabilização via heterodoxia.

### 3 A EXPERIÊNCIA ALEMÃ

#### 3.1 O PÓS-GUERRA E O TRATADO DE VERSALHES

O século XX foi um século bastante turbulento e se a intenção for apontar o protagonista, muitos diriam, sem pensar duas vezes, que é a Alemanha. O país germânico, além do já conhecido protagonismo na Segunda Guerra, também foi o principal responsável pelo início da Primeira Guerra Mundial, ao dar apoio incondicional ao Império Austro-húngaro no Ultimato de Julho, sendo este uma lista de exigências enviadas à Sérvia em função do recente assassinato do arquiduque do império austro-húngaro – realizado por um sérvio. Em função da não aceitação de todas as exigências, a aliança formada por Alemanha e Áustria-Hungria declarou a primeira grande guerra em escala global. A guerra se iniciou em 1914 e teve fim em 1918, com a Tríplice Aliança (Alemanha, Áustria-Hungria e Itália) sendo derrotada.

Neste ano, após o fim da Primeira Guerra, se instalou na Alemanha a República de Weimar em substituição à monarquia. A República de Weimar era uma democracia representativa e as tensões sociais rodeavam a escolha por uma política internacional pacífica de reconstrução ou a escolha da retomada militar das tensões entre a Alemanha e os países vencedores da guerra. Em primeiro momento, a escolha política adotada foi a da saída pacífica, sendo substituída posteriormente pela postura militar mais agressiva. A alternativa pacífica começou a ser concretizada a partir de retomada das conexões financeiras e industriais com os Estados Unidos, com a França e a Grã-Bretanha. Logo em 1919, entretanto, esta tranquilidade começou a se transformar em tensão (TOOZE, 2013).

Em 1919, os vencedores da I Guerra Mundial se reuniram para discutir as estratégias para manutenção da paz na Europa, no que se chamou de Conferência de Paris. A reunião, entretanto - e como aponta Keynes -, se mostrou apenas como uma conferência para determinar a punição da Alemanha e aliados pela guerra. A consequência desta reunião é o Tratado de Versalhes, a que Keynes (2002) se debruça em seu texto. Em muitos pontos do livro, Keynes aponta que o Tratado não levaria à paz na Europa, mas sim a uma nova guerra:

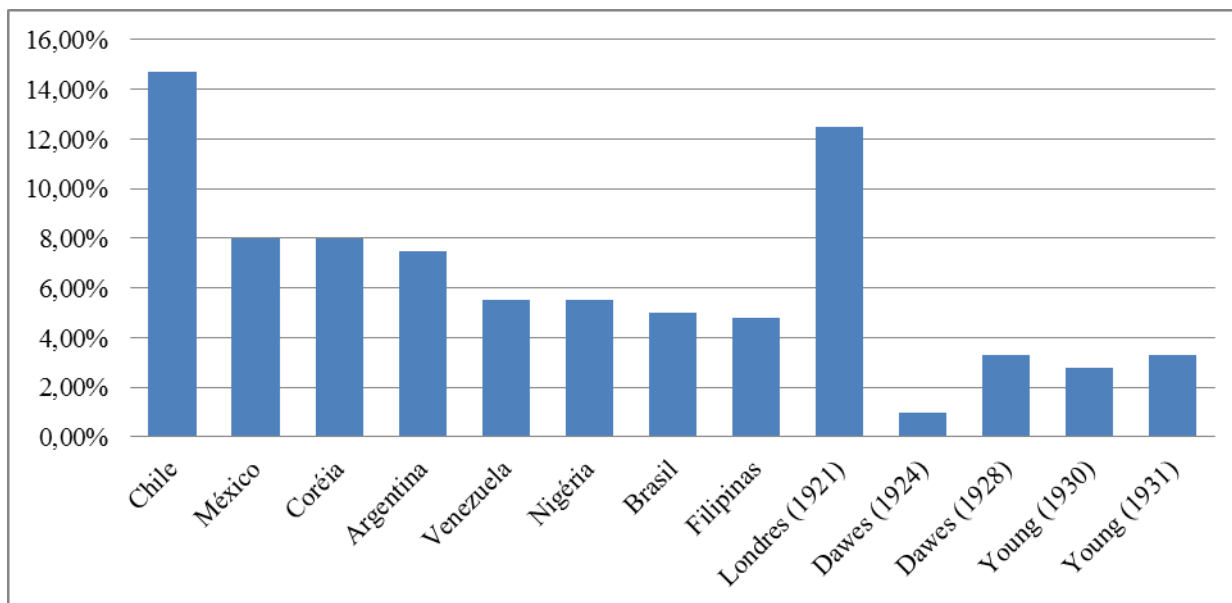
Se a guerra civil europeia deve terminar com a França e a Itália usando abusivamente o poder momentâneo da sua vitória para destruir a Alemanha e a Áustria-Hungria, que jazem prostradas, estão convidando a própria destruição, por estarem tão profunda e indissolúvelmente ligadas às suas vítimas, por vínculos econômicos e espirituais ocultos. (KEYNES, 2002, p.2)

O Tratado de Versalhes foi constituído de 440 artigos, mas alguns em especial foram extremamente punitivos para a Alemanha: (i) pagamento de reparações da guerra aos países vencedores; (ii) destruição de todo equipamento de guerra; (iii) proibição de edificar construções militares na margem do Rio Reno; (iv) perda da região mineradora do Sarre para a França; (v) imposição à Alemanha de toda a responsabilidade moral pela guerra; (vi) perda das colônias na África ; (vii) entrega das regiões da Alsácia-Lorena, Prússia Ocidental e Alta Silésia para os aliados. Todas essas punições afetaram a economia alemã de alguma forma, pois já tinha uma estrutura produtiva pronta e as punições exigiram um rearranjo. Entretanto nenhuma dela foi tão grave quanto à punição das reparações financeiras.

A reparação financeira, na época do Tratado de Versalhes, foi estipulada em 8 bilhões de libras esterlinas, sendo passível de revisão. A revisão foi realizada em 1921, através do Ultimato de Londres: a Alemanha deveria pagar cerca de 24 bilhões de libras esterlinas aos países aliados, entre danos causados diretamente pela guerra, pensões e outras indenizações. Schacht (1931), futuro Presidente do *Reichsbank*, já naquele período considerou a punição financeira muito forte, o que comprometeria anualmente 80% das exportações alemãs e aproximadamente 12% do PIB. Somado a isso, havia a impossibilidade de efetuar o pagamento em marco alemão (por não ser moeda aceita internacionalmente), mas apenas em divisa forte, ouro ou mercadorias.

Representantes importantes do senado dos EUA e do ministério britânico também se opuseram às reparações financeiras, afirmando que elas se tratavam apenas da expressão da raiva dos países vencedores, inclusive pontuando que não era possível compreender como imputariam todos os gastos do esforço de guerra aos países já derrotados e incapacitados de prover tamanha compensação (COUTO; HACKL, 2007). O gráfico 5 a seguir faz uma relação entre o esforço alemão necessário para pagamento das reparações, em comparação com os encargos da dívida externa dos países em desenvolvimento na década de 80.

Gráfico 5 - Reparações de Guerra da Alemanha a partir de 1921 x Encargos da dívida externa dos países em desenvolvimento na década de 1980 (em % do PIB)



Fonte: Zini Jr (1994)

Ohlin (1929) foi em direção oposta à Keynes, Schacht, entre outros, advogando que a questão da transferência devido à dívida de guerra não comprometeria a saúde financeira da Alemanha, que poderia sim saldar as suas dívidas através de superávits comerciais. O principal ponto de Ohlin era que a transferência financeira para outro país, geraria um demanda por importações neste país receptor, que poderia comprar parte da produção da Alemanha. Este processo geraria, ao fim das contas, superávits para a Alemanha.

Olhando apenas pelo lado financeiro e produtivo – sem incorporar a análise da transferência -, de fato, a Alemanha não estava tão distante da França e Inglaterra em termos de equilíbrio econômico, como aponta Alpert:

No final da guerra, a situação financeira e monetária da Alemanha não era pior, mas ligeiramente melhor, que a da França e talvez mesmo que a da Grã-Bretanha. (...) Quanto às condições econômicas do país, também em comparação com a França, a Alemanha se encontrava em uma situação melhor porque não sofrera nenhuma devastação significativa com a guerra. (...) No final de 1918, portanto, não havia razão para se supor que em poucos anos a Alemanha seria vítima da maior hiperinflação que o mundo já vira até então. (ALPERT apud ZINI JR, 1994, p.358)

Schacht não via saída saudável para o pagamento da dívida e cria que seria melhor para todo o mundo uma Alemanha financeiramente sadia, ao invés de um país destinado à permanente

crise. Na sua autobiografia, Schacht reflete sobre esta questão, apontando o problema das reparações como um problema derivado da política:

Hoje é unânime a ideia de que as reparações exigidas na época foram um absurdo econômico. Mas naquele tempo os políticos não tinham a menor ideia de como tais reparações poderiam ser pagas e quais seriam as consequências econômicas. (SCHACHT, 1999, p. 230)

Ohlin (1929), entretanto, mantém o seu argumento e acrescenta um dado interessante à questão: o problema das transferências não tinha relação com as reparações de guerra, mas sim com os empréstimos de grande volume que a Alemanha tinha tomado no pós-guerra. Se estes empréstimos não tivessem ocorrido, na medida em que eles aumentam os efeitos da importação, a Alemanha teria segurança para pagar as dívidas de guerra. A dificuldade alemã era, portanto, manter as importações em baixo nível e o das exportações em bom vigor. É inclusive este efeito de aquecimento sobre a demanda que o autor considera como importante para o aumento dos preços internos já neste período de reorganização econômica.

É também claro que o aumento dos salários e os preços do mercado doméstico alemão nos últimos anos seja provavelmente inevitável, mas muito infeliz, na medida em que, no futuro, será certamente necessário para esvaziar os salários e preços em certa medida, se a intenção é obter mais exportação. (OHLIN, 1929, p. 177. Tradução nossa)

Entre 1919 e 1921, a inflação alemã variou moderadamente, tanto positivamente quanto negativamente (deflação), que eram justificadas pelas reuniões e decisões acerca das reparações de guerra.

Dornbusch (1985) esclarece que o aumento da inflação foi um fato comum no pós-guerra, acontecendo, por exemplo, nos Estados Unidos, no Reino Unido e França, além da Alemanha. O preço de todos estes países mais do que dobrou ainda em 1919, mantendo este patamar elevado no ano seguinte. Para Dornbusch, a diferença entre os países foi o esforço que cada um empregou para estabilização da moeda assim que a guerra terminou. O ponto de mudança para todos foi o ano 1921, quando os países experimentaram deflação, exceto a Alemanha. A tabela 2 ilustra este fato, tendo 1914 como ano-base, a fim de realizar a comparação entre o pré e o pós-guerra.

Tabela 2 - Preço e Câmbio no pós-guerra, 1919-1922

Anos	Estados Unidos	Reino Unido		França		Alemanha	
	Preço	Preço	Câmbio	Preço	Câmbio	Preço	Câmbio
1914	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
1919	2,6	2,5	1,1	3,4	1,4	3,9	7,8
1920	2,6	3,1	1,4	4,9	2,8	14,1	13,5
1921	1,4	2	1,4	3,4	2,6	18,1	10,2
1922	1,3	1,6	1,3	3,1	2,4	323,3	101,8

Fonte: Dornbusch (1985)

No segundo semestre de 1921, houve preocupação na população alemã devido ao Ultimato de Londres e à transferência oficial da Alta Silésia para a Polônia, o que gerou fuga para o dólar e consequente desvalorização da moeda (COUTO; HACKL, 2007). No começo de 1922 a inflação beirava média de 30% ao mês. Este patamar, entretanto, ainda não caracterizava a hiperinflação clássica de Cagan (50% ao mês), patamar que foi alcançado ainda naquele ano.

Segundo Bresciani-Turroni (1968), este período de alta inflação foi estranhamente benéfico para a Alemanha, pois as famílias gastavam sua renda logo que a recebiam, bem como empresas investiam em aumento da capacidade produtiva de forma imediata. O alto consumo e o alto grau de investimento levaram à queda do desemprego na Alemanha, alcançado o patamar praticamente nulo em meados de 1922. No início da hiperinflação, entretanto, o desemprego começou a crescer, como bem aponta a tabela 3 a seguir.

Tabela 3 - Taxa de Desemprego na Alemanha, 1918-1923 (em %)

	1918	1919	1920	1921	1922	1923
Janeiro	0.9	6.6	3.4	4.5	3.3	4.2
Fevereiro	0.8	6.0	2.9	4.7	2.7	5.2
Março	0.9	3.9	1.9	3.7	1.1	5.6
Abril	0.8	5.2	1.9	3.9	0.9	7.0
Mai	0.8	3.8	2.7	3.7	0.7	6.2
Junho	0.8	2.5	4.0	3.0	0.6	4.1
Julhi	0.7	3.1	6.0	2.6	0.6	3.5
Agosto	0.7	3.1	5.9	2.2	0.7	6.3
Setembro	0.8	2.2	4.5	1.4	0.8	9.9
Outubro	0.7	2.6	4.2	1.2	1.4	19.1
Novembro	1.8	2.9	3.9	1.4	2.0	23.4
Dezembro	5.1	2.9	4.1	1.6	2.8	28.2

Fonte: Sbrocco, 2011.



Ainda sobre o emprego, Franco (1989) observa que o processo de indexação dos salários se tornou forte a partir de 1918. A Alemanha era um país que não estava acostumada a taxas altas de inflação e a inflação razoável do período logo após a guerra fez com que os trabalhadores passassem a não aceitar longos contratos fixos, como forma de se defender da inflação. As renegociações salariais, realizadas coletivamente, tinham prazos cada vez menores. Antes da guerra os salários eram negociados anualmente e, em 1921, os salários já eram negociados trimestralmente, com picos de negociações semanais a partir de 1922 ou diários em 1923. Aproximadamente 84% da população trabalhadora fazia parte da negociação coletiva, que era feita quase que automaticamente a partir dos índices. A indexação dos salários era feita através de índices de custo de vida considerados confiáveis, mas conforme a inflação aumentava, os índices perdiam a razão de ser e, por vezes, as negociações ficavam sem boas referências de indexação. O último índice confiável de reajuste utilizado foi a taxa de câmbio média dos últimos dois meses.

Para Dornbusch (1985), o hábito que se criou de reajustar preços e salários a partir do ouro ou de moedas estrangeiras propiciou aceleração nos níveis da inflação. O aspecto fundamental do surgimento da hiperinflação alemã, em Dornbusch, foi a adoção do reajuste salarial diário e automático. Argumenta, inclusive, que a inércia inflacionária desapareceu no momento em que os preços explodiram a partir dos reajustes. Esta observação de Dornbusch é bastante interessante, pois entra em conformidade com a ideia de alguns autores que as hiperinflações clássicas trazem consigo um dos genes de sua própria destruição: a quebra da inércia.

Na segunda metade de 1922, o marco alemão se desvalorizou ainda mais e passou a não ser mais possível ocorrer a conversão em divisa, então a Alemanha suspendeu temporariamente o pagamento da dívida. Segundo Couto e Hackl (2007), isto gerou um descontentamento internacional, em que a França tomou a região que mais produzia na Alemanha (Ruhr) para garantir os produtos relacionados à dívida alemã, além de gerar desconfiança na população que começou, mais uma vez, a fugir para o dólar. A Alemanha não podia produzir para exportar e isto começou a prejudicar ainda mais a sua balança comercial. Os dirigentes alemães tentaram uma forma de represália e começaram a imprimir papel-moeda para pagar aos trabalhadores do Ruhr para que eles não trabalhassem para os franceses. Esta medida, de certo ponto irracional, fez com que a Alemanha perdesse o controle de suas finanças e fez com que o processo hiperinflacionário se instaurasse por definitivo. A inflação explodiu neste período, chegando ao extremo de 29.607% em outubro de 1923. A tabela 4 a seguir revela a

taxa mensal de inflação alemã entre 1919 e 1924, sendo marcado de vermelho o período considerado como hiperinflacionário – começo na passagem de julho/agosto de 1922 e final em novembro/dezembro de 1923.

Tabela 4 - Taxa mensal de inflação na Alemanha (1919-1924)

	1919	1920	1921	1922	1923	1924
Janeiro	6,94%	56,41%	-0,07%	5,10%	88,68%	-7,01%
Fevereiro	3,05%	34,16%	-4,38%	11,95%	100,68%	-0,98%
Março	1,48%	1,43%	-2,76%	32,42%	-12,48%	3,87%
Abril	4,38%	-8,31%	0,9%	16,97%	6,63%	2,80%
Maio	3,85%	-3,77%	-1,36%	1,62%	56,75%	-1,28%
Junho	3,7%	-8,36%	4,43%	8,86%	137,27%	-5,36%
Julho	10,06%	-1,09%	4,54%	43,09%	285,80%	-0,78%
Agosto	24,49%	60,70%	34,24%	90,87%	1.162,31%	4,35%
Setembro	16,82%	3,31%	7,82%	49,48%	2.431,67%	-5,83%
Outubro	14%	-2,14%	19,01%	97,21%	29.607,11%	3,14%
Novembro	0,64%	2,93%	38,86%	103,89%	10.121,13%	-1,53%
Dezembro	18,44%	-4,57%	2,08%	27,82%	73,85%	1,55%

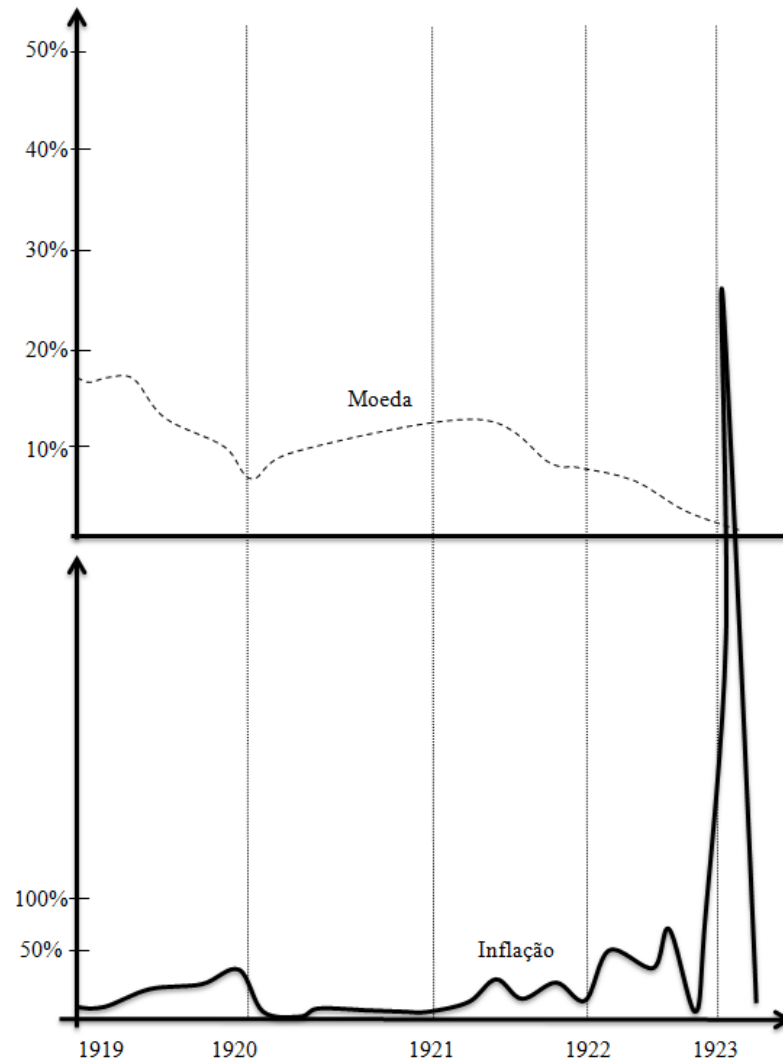
Fonte: Couto e Hackl (2007)

Como aponta Franco (1999), a partir de 1922 a moeda alemã foi perdendo sua função de unidade de conta e reserva de valor, mantendo apenas a sua função de meio de pagamento. Esta característica, segundo o autor, é uma das que definem um processo hiperinflacionário: a moeda perde progressivamente as suas três funções.

Logo chegou o dia em que era necessária uma nota de 1 bilhão de marcos para comprar uma passagem de bonde. Inúmeras cidades e firmas passaram a imprimir seu próprio ‘dinheiro de emergência’ e com ele pagar despesas. O *Reichsbank* não pôde recusar-se a aceitar aquele dinheiro em seus caixas e a tratá-lo como de igual valor que as próprias cédulas. Tornou-se impossível controlar o dinheiro de emergência emitido. Toda a circulação de meios de pagamento se tornou um caos. (SCHACHT, 1999, p. 222).

É neste ponto em que, além das duas primeiras funções, o marco alemão perde, inclusive, a sua função de meio de pagamento. Outras moedas alternativas particulares - de valor constante indexado à alguma *commodity* -, como a do *Roggenentebank* e do *Oldenburg* (atreladas ao centeio), começaram a aparecer na economia alemã, além das trocas sendo feitas também em dólar. A diferença dessas moedas para as fiduciárias era que os preços das *commodities* estavam relacionadas ao preço internacional do dólar e, sendo assim, tendiam a manter o valor constante.

Gráfico 6 - Taxa de Inflação x Moeda/PIB na Alemanha, 1919-1923



Fonte: ZINI JR (1994)

O gráfico 6 acima demonstra como, ao longo dos anos, enquanto a inflação crescia, a quantidade de moeda em razão do PIB decrescia. Importante notar como em 1923 a moeda já tinha razão moeda/PIB praticamente nula, o que reforça o efeito da dolarização e da utilização de moedas alternativas como meio de pagamento.

### 3.2 O RENTENMARK

Este grave processo em que a economia alemã se viu inserida levou à reflexão dos realizadores da política alemã, que concluíram que uma reforma monetária precisava ser feita urgentemente. As propostas de estabilização tinham maior representação a partir das ideias do socialista Rudolf Hilferding, do banqueiro Hjalmar Schacht e do Secretário de Estado Julius

Hirsch. Todas elas tinham como centro a criação de um banco emissor associado ao *Reichsbank*, que pudesse administrar a existência de uma nova moeda lastreada em ouro. O problema de todas essas propostas era a necessidade de existir um bom volume de reservas internacionais, que permitissem um nível adequado de conversibilidade. A estabilização por esta via ortodoxa necessitava de um bom aumento nas divisas, justamente o tipo de alternativa que não era possível no momento.

Alguns fatos ocorridos no período foram fundamentais para um cenário favorável de instituição da nova moeda, a que se destacam três: (i) a suspensão da resistência passiva do Ruhr, que era claramente prejudicial para a economia alemã; (ii) aprovação de uma lei que dava amplos poderes ao governo, desde que as medidas adotadas fossem do interesse econômico nacional; e (iii) realização de empréstimos com lastro em ouro para emissão de títulos – chamados de marcos-ouro -, que serviam como meio de pagamento temporário (DORNBUSCH, 1985). Os títulos com lastro em ouro foram particularmente interessantes, pois a conversibilidade na verdade não era completamente garantida e, mesmo assim, a população passou a utilizar mais estes títulos do que as moedas privadas, por exemplo. Neste cenário favorável, é que surgem as propostas mais palpáveis, chamadas de heterodoxas pelos estudiosos do período.

A mais interessante proposta heterodoxa surge com as ideias de Karl Helfferich, onde propunha a criação de uma moeda indexada atrelada ao preço do centeio. Observa-se que Helfferich tentava uma proposta se aproximando das experiências bem sucedidas das moedas alternativas com lastro em mercadoria física ou *wertbestandigs*. Além disto, propunha a criação de um banco emissor independente do *Reichsbank*, unicamente responsável por gerenciar a nova moeda, que tinha como garantia a hipoteca de bens imobiliários dos alemães. A nova moeda teria duas fases de existência: a primeira seria a emissão do título hipotecário, chamados de *rentenbriefe*; a segunda fase seria a da transformação do título em meio de pagamento, sendo transformada em *roggenmarks*, sendo esta plenamente conversível aos títulos e vice-versa.

A proposta de Karl Helfferich foi bem aceita pela maioria dos formuladores políticos, que começaram a articular a condução do processo. Hjalmar Schacht, então Presidente do *Reichsbank*, conhecido pelo seu grande interesse em políticas monetárias e apreço por estabilizações de moedas, foi convocado para auxiliar na formulação da reforma monetária.

Neste ponto houve uma pequena e importante alteração sobre a indexação da moeda: seria mais interessante que ela fosse indexada ao dólar, pois este era um indexador superior ao centeio, o que traria mais confiança.

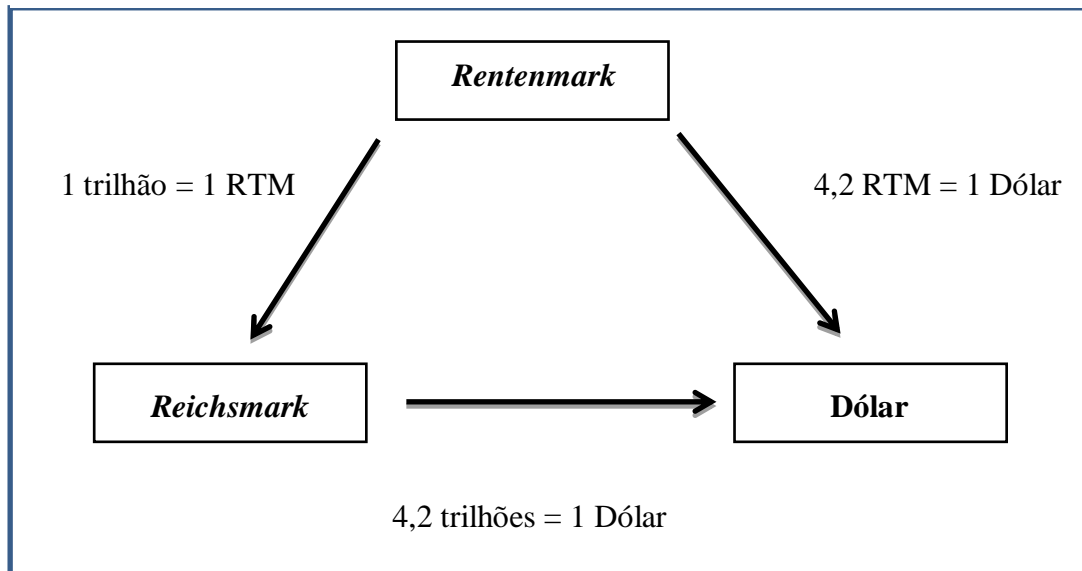
Em novembro de 1923 a nova moeda alemã foi criada com o nome de *Rentenmark* – marco atrelado a hipotecas com valor em dólar -, juntamente com o *Rentenbank*, independente do *Reichsbank*, responsável apenas pela manutenção do *Rentenmark*. A moeda, entretanto, só passaria a circular no mês seguinte, pois o mês de novembro funcionaria apenas como uma espécie de aviso ou conscientização para a população (FRANCO, 1989). A ideia por trás do *Rentenmark* era que esta moeda pudesse ser tão plenamente utilizada pela sociedade que o marco alemão deixaria de ser usado completamente, de modo que a moeda não mais existisse e, por consequência, deixaria de existir também a hiperinflação e a memória inflacionada à moeda atrelada.

No momento da criação do *Rentenbank*, foram necessárias algumas mudanças institucionais, para que o processo fosse bem organizado e bem sinalizado para a sociedade. A primeira mudança foi da legislação, que precisou inserir o novo banco como semipúblico, pois possuía capital constituído a partir de propriedades privadas como terras e bens industriais, porém o controle era estatal para fins de utilidade pública. A segunda mudança dizia respeito à relação entre o *Rentenbank* e aos bancos privados: as moedas seriam aceitas, mas com restrições em termos de conversibilidade, pois a troca pelas moedas não poderia ser demasiadamente onerosa ao governo. Os títulos lastreados em ouro, por exemplo, estavam sendo convertidos na proporção de 1 para 1 com o *Rentenmark* no primeiro momento da estabilização. A última mudança dizia respeito à função do *Reichsbank*, que ficava desautorizado a descontar os títulos do governo, sendo esta uma atribuição exclusiva do novo banco criado (DORNBUSCH, 1985).

Como já se destacou anteriormente, a taxa de câmbio tem papel relevante nas estabilizações de hiperinflação. A introdução do *Rentenmark* também afetou a taxa de câmbio, a partir da decisão de que a nova moeda indexada ao dólar determinaria uma taxa de câmbio fixa. A tabela de conversão das moedas, a partir de novembro, obedeceu à seguinte regra: um dólar equivaleria a 4,2 unidades do *Rentenmark*; um trilhão de *reichsmark* equivaleria a um *Rentenmark*; e 4,2 trilhões de *reichsmark* equivaleriam a um dólar. A figura 1 a seguir ilustra bem como seria a relação de conversão entre as moedas. Este ataque duplo ao câmbio através

do *Reichsbank* e do *Rentenbank* efetivaram a taxa de câmbio fixa necessária para a estabilização da moeda (FRANCO, 1989).

Quadro 1 - Taxa de conversão *Rentenmark*/Dólar/*Reichsmark*



Fonte: Elaboração própria

O *Rentenmark* era, portanto, uma moeda de valor-constante e a sua emissão pela venda de títulos indexados ao dólar, era semelhante a um empréstimo externo. Assim como a obtenção de um empréstimo exagerado poderia comprometer o equilíbrio financeiro do país, a emissão exagerada do *Rentenmark* poderia causar o mesmo efeito destrutivo. Deste modo, a cautela foi importante e a emissão da nova moeda foi definida em 762 milhões de dólares, podendo ser aumentada progressivamente a depender da quantidade demandada.

A sociedade alemã teve muita confiança na nova moeda e, no primeiro mês a demanda pelo *Rentenmark* foi muito grande. Como mostra a tabela 5 a seguir, no primeiro mês oferta da nova moeda foi de aproximadamente 200 milhões de dólares, ou seja, teve realmente muita aceitação por parte da população. Para manter as conversões entre as moedas e a taxa de câmbio fixa, observa-se também que as moedas comuns também aumentaram bastante no mesmo período.

Tabela 5 - Oferta aproximada de moeda na Alemanha, 1923 (em milhões de dólares)

	Novembro	Dezembro
<i>Wertbestandigs</i> privados	14,71	30,02
Notas do empréstimo-ouro	65,6	113,0
Notas do sistema ferroviário	2,4	33,8
Moedas estrangeiras	440,0	440,0
<i>Rentenmark</i>	0	199,4
Total de notas de valor estável	522,7	816,6
Moeda comum	41,2	125,8
Total	563,9	942,4

Fonte: FRANCO, 1989.

Ainda a partir da tabela acima, percebe-se que a utilização de moedas alternativas era muito disseminada no mês de introdução do *Rentenmark* e, se elas mantivessem o mesmo ritmo de aumento que a moeda comum, as moedas de valor estável se tornariam um problema, pois rivalizariam com a nova moeda introduzida pelo *Rentenbank*. Schacht também acreditava que o segundo passo para a estabilização seria eliminar as moedas alternativas e, como presidente do *Reichsbank*, determinou que a partir de Dezembro as notas alternativas não seriam mais aceitas pelo banco central alemão. Evidente que esta medida geraria conflito, pois os bancos e empresas particulares tinham bons lucros a partir da emissão e negociação das moedas alternativas. O *Reichsbank*, entretanto, se manteria firme na decisão (COUTO; HACKL, 2007).

Surpreendentemente, cerca de dois meses depois, a hiperinflação alemã acabaria, no que se convencionou chamar de ‘milagre do *Rentenmark*’. Galbraith, em sua análise sobre a moeda, comenta este caso alemão:

No final de 1923, em um dos episódios mais notáveis na história do dinheiro, a inflação alemã foi eliminada. (...) Foi mais uma razão para as pessoas atribuírem poderes mágicos ao dinheiro. (GALBRAITH apud COUTO; HACKL, 2007, p. 321)

Segundo Franco (1999), a reforma na política fiscal e o rígido controle na emissão da moeda foram fundamentais para a estabilização do marco. Neste sentido, há uma aproximação com a conclusão de Sargent, em que a clara mudança nas regras do jogo foi fundamental para que a população enxergasse no *Rentenmark* uma moeda confiável. A tabela 6 deixa claro quão grande foi o esforço da política fiscal, de modo que as despesas e as receitas pudessem estar

equilibradas. Percebe-se que logo no primeiro ano da estabilização o nível de receitas aumentou enormemente, principalmente em função da recuperação do valor da moeda e da elevação dos impostos.

Tabela 6 - Orçamento alemão, 1922-1925 (em milhões de marcos-ouro)

	1922	1923	1924	1925
Despesa	3.951	5.278	7.220	7.444
Receita	1.508	588	7.757	7.334
Déficit Orçamentário	2.443	4.690	-537	110

Fonte: Dornbusch (1985)

Dornbusch (1985), entre outros, argumentam que a parte monetário-fiscal, de fato, tem um papel relevante na estabilização de uma hiperinflação, mas que ao *Rentenmark*, especificamente, pode-se atribuir um efeito psicológico muito grande, pois, a princípio, era uma moeda fiduciária, sem conversibilidade assegurada tanto quanto o marco-ouro era, o que significa que não há uma explicação definitiva sobre o porquê de o *Rentenmark* ter sido tão bem aceito pela população. Junto da política fiscal e monetária, o forte desestímulo ao crédito também teve o seu papel de destaque: o governo alemão não desejava que as pressões de demanda pudessem fazer a inflação retornar, então uma exagerada elevação dos juros foi realizada assim que o *Rentenmark* entrou em circulação. As taxas de juros praticadas em dezembro de 1923 estavam próximas a 90% ao ano, sendo reduzidas mês a mês, conforme as sinalizações de desaquecimento e equilíbrio dos preços.

Observa-se que a experiência alemã se enquadra bastante bem nas conclusões dos primeiros estudos sobre a hiperinflação. A estabilização da economia alemã possuiu características importantes tanto das teorias que pregavam a estabilização via restrição monetário-fiscal, quanto pelas teorias da política de taxa de câmbio, o que significa que o plano econômico do *Rentenmark* foi satisfatório às duas correntes de pensamento. A estabilização foi concretizada pela via considerada neste trabalho como ortodoxa - embora na época ela fosse vista como uma proposta alternativa. O fator credibilidade foi muito importante, como bem apontam diversos autores. Embora houvesse forte pressão pela indexação, a sociedade absorveu bem a nova moeda, sem grandes mobilizações em inércia inflacionária. As pressões sindicais, também fortes antes da estabilização através das rodadas de negociação, não afetaram o andamento do programa nos primeiros anos, o que não exigiu, por parte dos formuladores,



uma política de renda. Justamente esta ausência da política de rendas é que concretiza o fato de a experiência alemã ser considerada clássica e ortodoxa.

### 3.3 A ALEMANHA APÓS A ESTABILIZAÇÃO

Quando não restava praticamente nenhum *reichsmark* em circulação, sendo totalmente substituído pelo *Rentenmark*, ficou estabelecido que em meados de 1924 o mesmo *reichsmark* voltaria a circular na economia alemã, em substituição ao *Rentenmark* e com paridade de 1 para 1 com a moeda utilizada na estabilização. A substituição da nova moeda pela antiga tinha prazo máximo de dez anos, sendo, portanto, um processo gradativo. Para manter a paridade entre as moedas, a taxa cambial entre o *reichsmark* e o dólar foi atualizada e também fixada (COUTO; HACKL, 2007).

Schacht advogava que a principal tarefa da política monetária a partir do fim da hiperinflação era manter o valor constante do papel-moeda e que o objetivo final não seria alcançado a menos que as dívidas da guerra fossem repensadas. Por isto, em 1924, os dirigentes alemães prontamente concordaram em assinar o Plano Dawes que, entre outras medidas, reduziria a carga de exportações destinada ao pagamento das dívidas - a redução foi de 80% das exportações comprometidas para uma taxa entre 5% e 20% das exportações -, ofereceria empréstimos para fomento da indústria alemã e retiraria todas as tropas francesas das regiões industriais.

A taxa cambial se manteve fixa até 1926, quando a taxa de câmbio do marco – reintroduzido na economia aos poucos - passou a flutuar novamente. Neste momento, os países começaram a ver o investimento na Alemanha com bons olhos novamente, a que Schacht (1999, p. 270) reflete: “Havíamos readquirido nossa idoneidade creditícia internacionalmente. A reputação da Alemanha como parceiro comercial honesto estava salva”.

Muitos empréstimos e investimentos externos se direcionaram para a Alemanha a partir de 1924. Os políticos alemães, entretanto, tentavam a todo custo destinar os empréstimos concedidos pelo exterior para o pagamento das reparações de guerra. O problema nisto era: desta forma a dívida não deixaria de existir, sendo apenas repassada de um credor para outro. A solução evidente era que os empréstimos externos fossem destinados para o crescimento da

indústria alemã e esta, através das exportações, contribuiu para o fim das dívidas. Em 1929, realizou-se nova rodada de reunião e o Plano Young foi posto em prática pela manutenção da dívida herdada com o Plano Dawes e pela criação de um banco internacional (BIS - Bank of International Settlements), que enviase empréstimos aos países em desenvolvimento, para que estes pudessem contribuir na compra dos produtos alemães (COUTO; HACKL, 2007).

A tabela 7 abaixo demonstra o panorama dos empréstimos externos destinados à Alemanha, e é fácil observar que os Estados Unidos possuem papel de destaque na reestruturação alemã. Tooze (2013) argumenta que o interesse dos Estados Unidos na reorganização alemã já era sentido desde a condução das reuniões do Plano Dawes e Young, onde grande personalidade industriais americanas e de Wall Street tentavam decidir em favor da Alemanha, no sentido de que reparações menores melhorariam a indústria alemã, indústria esta que poderia estar associada à americana. Os Estados Unidos acreditavam que a melhoria econômica da Alemanha traria benefícios também para o país norte-americano.

Tabela 7 - Empréstimos do exterior: dívida externa alemã, 1931 (em milhões de *reichsmarks*)

	Curto Prazo	Longo Prazo	Total
Estados Unidos	3.143	5.265	8.408
Grã-Bretanha	2.053	1.100	3.153
Holanda	2.069	1.174	3.243
Suiça	1.878	512	2.390
Outros	2.826	1.494	4.320
<b>Total</b>	<b>11.969</b>	<b>9.545</b>	<b>21.514</b>

Fonte: TOOZE, 2013

Evidente que a crise de 1929 prejudicou este processo de investimentos na Alemanha e também danificou a caminhada de reestruturação da economia alemã, mas o ponto chave é que não afetou o equilíbrio do marco, de modo que a retomada do *reichsmarks* manteve o seu caminho sem grandes preocupações quanto à inflação até cerca de 1933, quando o processo de desemprego e falta de competitividade da indústria alemã preocupou os formuladores da política econômica. A tabela 8 indica de que modo o volume físico de produção per capita da Alemanha variou entre 1920 e 1927, demonstrando forte queda especialmente em 1923 – ano da hiperinflação e do aumento do desemprego – e retomada a partir de 1924.

Tabela 8 - Índice de volume físico de produção per capita da Alemanha, 1920-1927

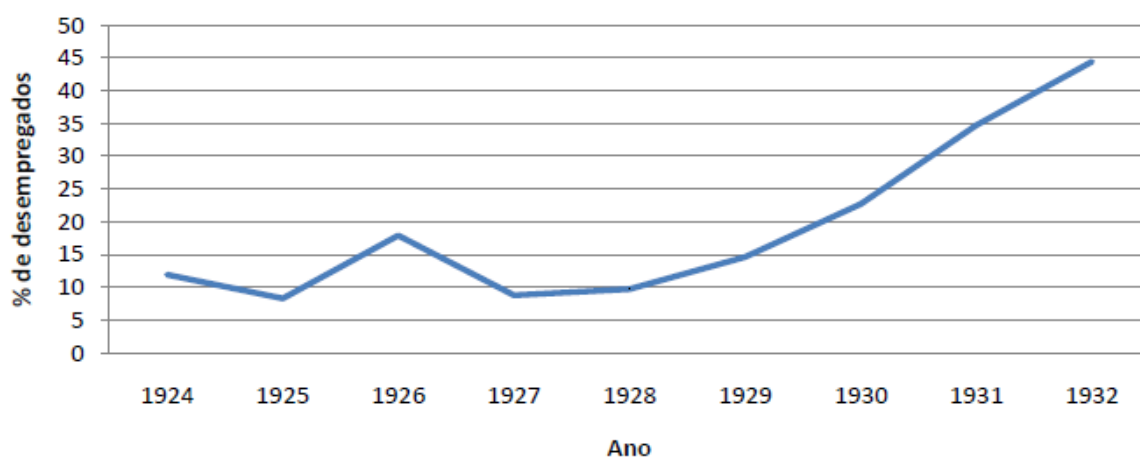
Ano	Índice de produção
1920	61
1921	77
1922	86
1923	54
1924	77
1925	90
1926	86
1927	111

Fonte: Sargent, 1982

Entre 1924 e 1929, com a estabilização e reorganização da indústria alemã com os fomentos dedicados à exportações, a taxa de desemprego alemã se reduziu e esteve mensalmente entre 5% e 15%. Sargent (1982) aponta que, embora não existam evidências da Curva de Phillips para os casos clássicos de hiperinflação – em que a Alemanha se inclui –, é inegável que as consequências do fenômeno afetam o lado real da economia de alguma forma.

Apenas a partir de 1929, com os efeitos da crise econômica mundial, o desemprego cresceu enormemente, chegando a aproximadamente 45% em 1932.

Gráfico 7 - Taxa de desemprego na Alemanha, 1924-1932 (em %)

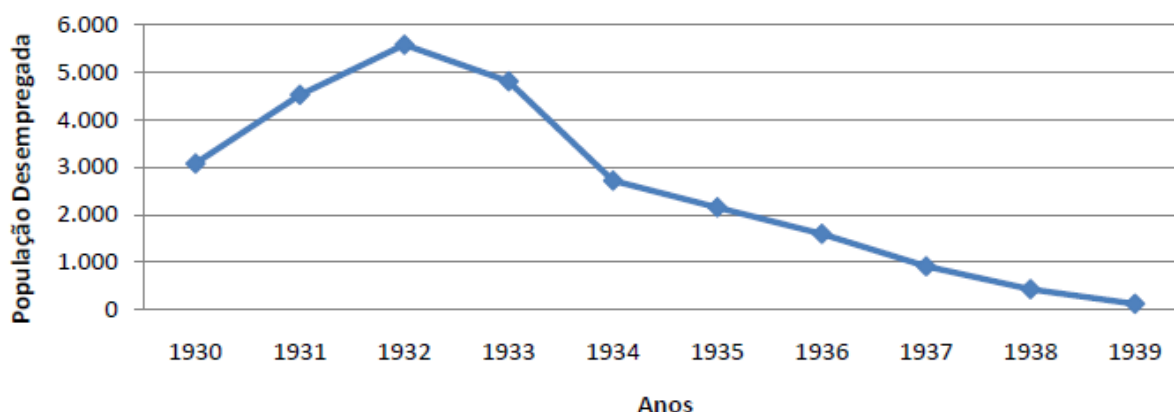


Fonte: Sbrocco, 2011.

Entre 1933, quando Hitler foi nomeado Chanceler da Alemanha, e o início da II Guerra Mundial, a massa desempregada alemã se reduziu drasticamente, chegando a nível praticamente nulo em 1939. Tooze (2013) argumenta que Hitler tinha obsessão por eliminar o desemprego, não interessando a forma como conseguiria isto. Para tentar dar viabilidade aos

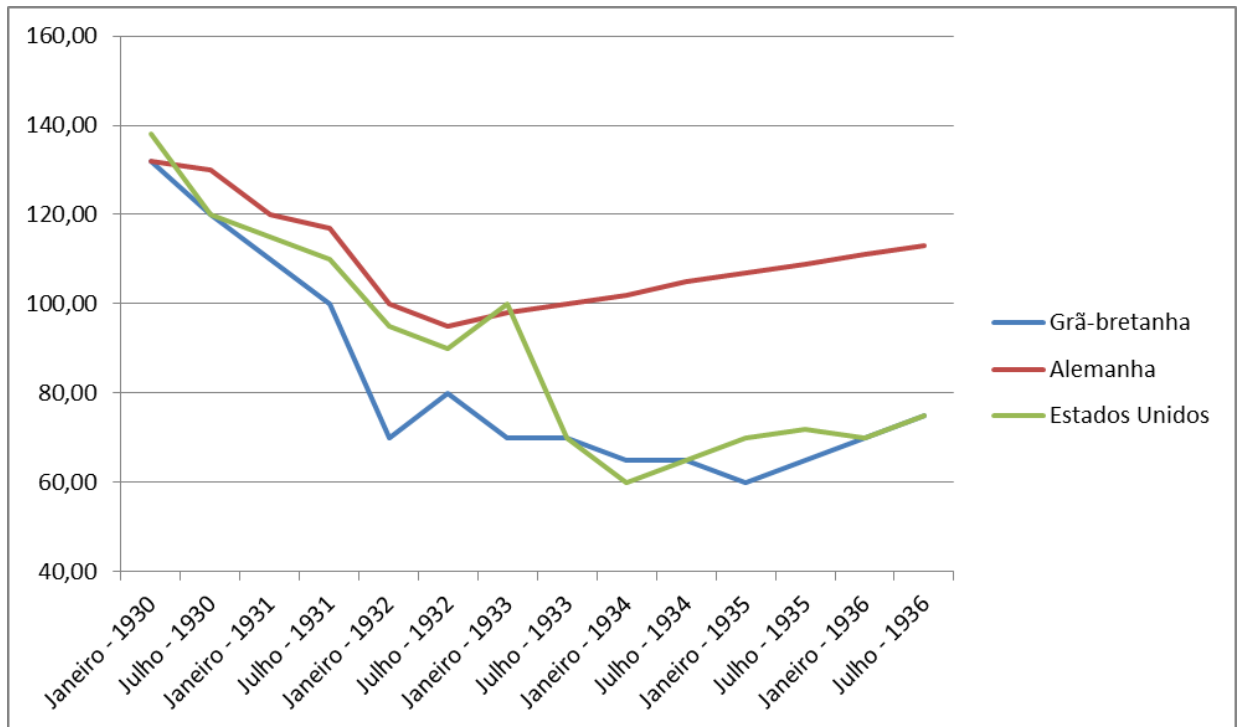
projetos pró-trabalhadores, Hitler convocou Schacht para retomar o seu posto de presidente do *Reichsbank* após quatro anos da saída do mesmo. Schacht, em princípio, não se viu motivado a trabalhar com Hitler e o seu quadro política de atitudes tão duvidosas, mas o seu desejo de resolver o problema econômico alemão era maior. Aceitou o cargo e conduziu a Alemanha a um processo de espetacular eliminação do desemprego.

Gráfico 8 - População desempregada na Alemanha, 1930-1939 (em milhares)



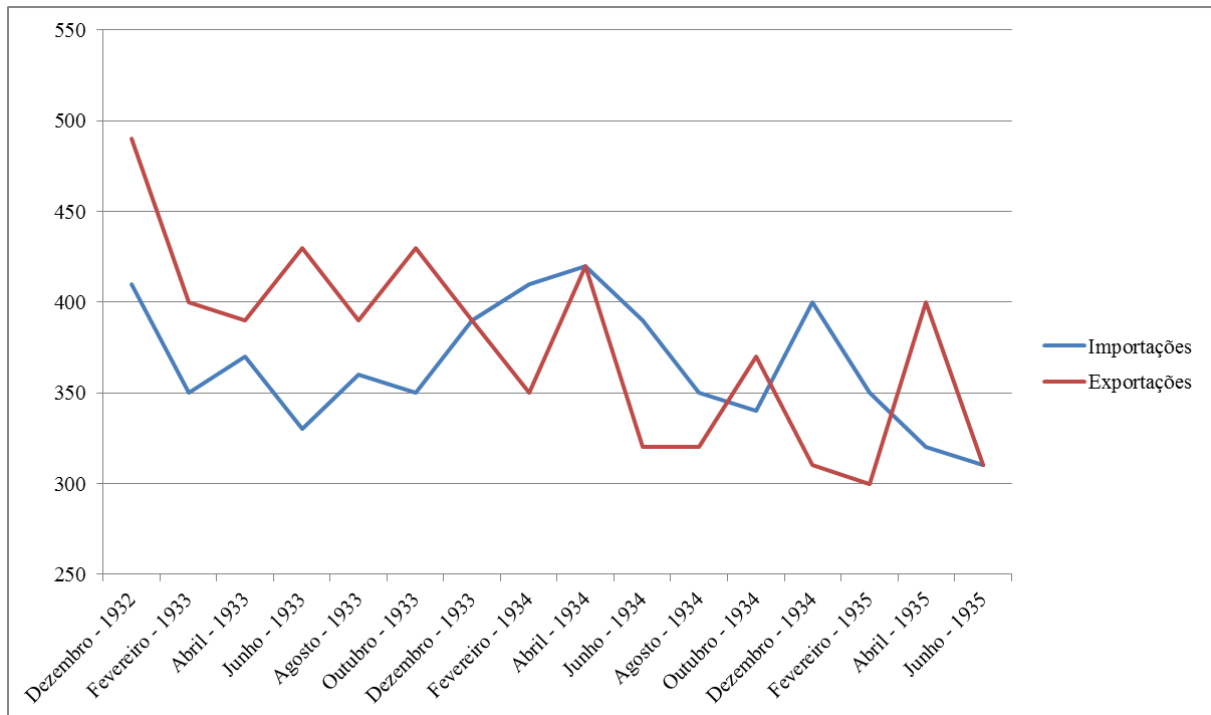
Fonte: Sbrocco, 2011.

Com respeito à competitividade, a manutenção dos preços em patamares equilibrados em relação ao dólar e a libra também se tornou uma espécie de obsessão dos novos líderes políticos. A explicação para esta obsessão era, justamente, a memória da hiperinflação. Os pensadores da política acreditavam que qualquer movimento ou ataque sobre a moeda e a taxa de câmbio faria com que a população retomasse o pânico existente no período de hiperinflação, de modo que a taxa de câmbio se manteve ao longo dos anos em nível próximo da libra e dólar. O grande problema é que a partir da Crise de 1929, tanto a libra quanto o dólar flutuaram para baixo, a fim de aumentar a competitividade da indústria dos seus respectivos países, enquanto o marco ainda se mantinha alto. O gráfico 9 ilustra esta diferença de preços no atacado de uma mesma cesta de bens, a partir dos índices de comércio do período.

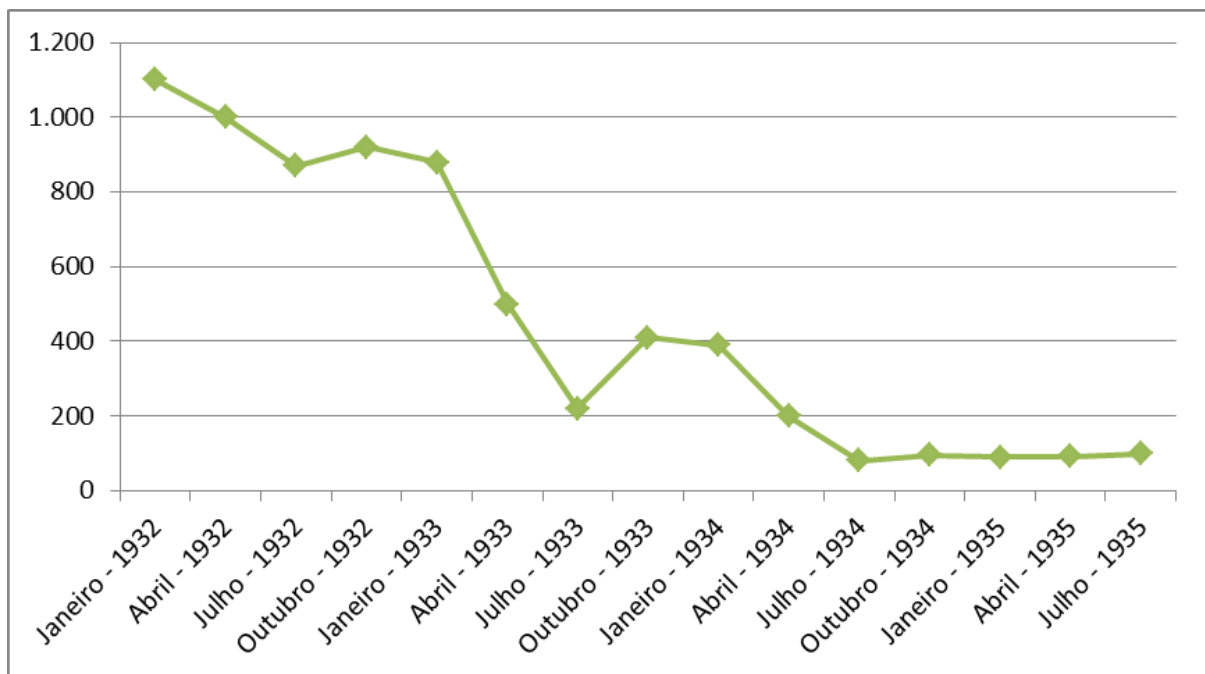
Gráfico 9 - Preços no atacado na Grã-bretanha, Alemanha e Estados Unidos (em *reichsmarks*)

Fonte: TOOZE, 2013

O resultado disto é que a indústria alemã perdeu muito em competitividade internacional, o que afetou grandemente o balanço de pagamentos e as reservas em divisa – como ilustram os gráficos 10 e 11 a seguir. A crise no balanço de pagamentos alemão fez com que a figura de Hitler surgisse ainda mais forte no cenário político, determinando as políticas econômico-sociais com bastante agressividade, mesmo que estas viessem a manchar a reputação comercial alemã no panorama internacional (TOOZE, 2013).

Gráfico 10 - Importação x Exportação na Alemanha, 1932-1935 (em milhões de *reichsmarks*)

Fonte: TOOZE, 2013

Gráfico 11 - Reservas em ouro e divisas do *Reichsbank*, 1932-1935 (em milhões de *reichsmarks*)

Fonte: TOOZE, 2013

A situação político-econômica entre 1918-1924 promoveu o avanço do sentimento ultranacionalista na população alemã, e o debate estratégico, portanto, nunca foi tão vivo para

a Alemanha quanto neste período pós-guerra (TOOZE, 2013). A preocupação com a inflação passou a ser uma obsessão e muitas medidas foram utilizadas para que o terror da hiperinflação não retornasse. A hiperinflação estava controlada, mas havia feito uma marca profunda na sociedade alemã daquele tempo.

## **4 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA**

### **4.1 CONTEXTO HISTÓRICO**

Após a Segunda Guerra Mundial, os representantes da Aliança das Nações Unidas (aliados na guerra) se reuniram na cidade de Bretton Woods para criar os parâmetros e as instituições que garantissem a estabilidade do sistema monetário internacional. A ideia central do acordo de Bretton Woods era que os países participantes pudessem adotar comportamentos econômicos em comum acordo, de modo que o bloco pudesse atingir alto nível de prosperidade nos anos seguintes. A discussão na reunião possuiu duas frentes argumentativas: a americana, através do Plano White, e a britânica, com o Plano Keynes (CARDIM DE CARVALHO, 2004).

O plano americano saiu vencedor na discussão e o dólar se tornou a moeda universal, o que significava que a liquidez da economia internacional estava dependente da economia americana. O problema do Acordo de Bretton Woods era que o bom funcionamento do plano só ocorreria se os Estados Unidos obtivessem déficits constantes na balança de pagamentos a fim de manter a liquidez monetária internacional, o que no longo prazo poderia diminuir a confiança dos agentes e arruinar o Acordo (KILSZTAJN, 1989). Argumenta-se que o resultado do acordo e a criação das instituições FMI e Banco Mundial representaram a tentativa dos aliados – principalmente os Estados Unidos – de aumentar a sua participação na economia mundial, uma espécie de novo imperialismo (CARDIM DE CARVALHO, 2004).

Neste período, o Brasil passava pelo Processo de Substituição de Importações (PSI), desenvolvido após a década de 30, em decorrência da crise mundial desta década. O PSI dependia de três condicionantes: estrangulamento externo, pauta de importações diversificada e base industrial prévia. O Brasil possuía tais condições e, por isto, o processo de iniciou a partir do momento em que se passou a importar tecnologia dedicada para a produção e consumo interno. Primeiramente, o PSI se centrou nos bens de consumo menos elaborados, mas sem deixar de lado a produção dos bens duráveis e de capital (TAVARES, 1977).

O PSI no Brasil pode ser dividido em três partes: a industrialização restringida, o Milagre e o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). O primeiro período tem lugar entre 1930 e 1955, e possui este nome porque se considera que se deu muita atenção à produção dos bens de consumo popular, o que restringia a indústria à produção do Departamento 2, se



observados os departamentos de Kalecki. No segundo período (1956-1973) a produção começou a se espalhar para os outros departamentos, sendo os bens de consumo duráveis priorizados. O último período, do II PND, pôs fim ao processo do PSI ao privilegiar a produção dos bens de capital (REGO; MARQUES, 2011).

Em 1973, ano anterior ao II PND, veio a primeira crise de petróleo da década. A elevação do preço desta matéria-prima, fundamental para a manutenção do padrão de industrialização dos países capitalistas, fez com que estes países entrassem em um período de estagflação e ajustes estruturais (FILGUEIRAS, 2006). Segundo Colistete e Santos (2010), o II PND surgiu como tentativa do governo brasileiro de manter o crescimento do país em meio à crise e, para isto, de modo ufanista, manteria os investimentos públicos, bem como ampliação dos empréstimos externos. Entre 1974 e 1979 o PIB cresceu 6,8% e a formação bruta de capital fixo cresceu 22,7%, enquanto a inflação passou de 19,4% entre 1968-1973 para 38,9% entre 1974-1979. O endividamento externo mais do que quadruplicou entre 1974 e 1979, passando de US\$ 7 bilhões para US\$ 31 bilhões.

Alguns autores, como Castro e Zockun<sup>3</sup>, argumentam que o II PND trouxe ao Brasil o rompimento da barreira do subdesenvolvimento, onde a economia passou a dispor de um interessante núcleo básico de energia, metalurgia, química e bens de capital. Segundo Castro, após este período o Brasil estava livre das barreiras externas e internas ao crescimento, ou seja, estava livre para crescer. Existia, entretanto, bastante crítica sendo feita ao II Plano Nacional de Desenvolvimento, principalmente porque as medidas adotadas, embora levassem ao crescimento e ampliação do parque industrial-manufatureiro do país, também levavam à maior inflação, menor produtividade e cada vez mais preocupante endividamento externo (COLISTETE, 2010). Outra crítica feita ao Plano foi que este se reproduziu dentro de uma posição tecnológica atrasada e, ao final do período, embora a estrutura fosse robusta, não era compatível com a revolução tecnológica que ocorria no mundo no mesmo período (REGO; MARQUES, 2011).

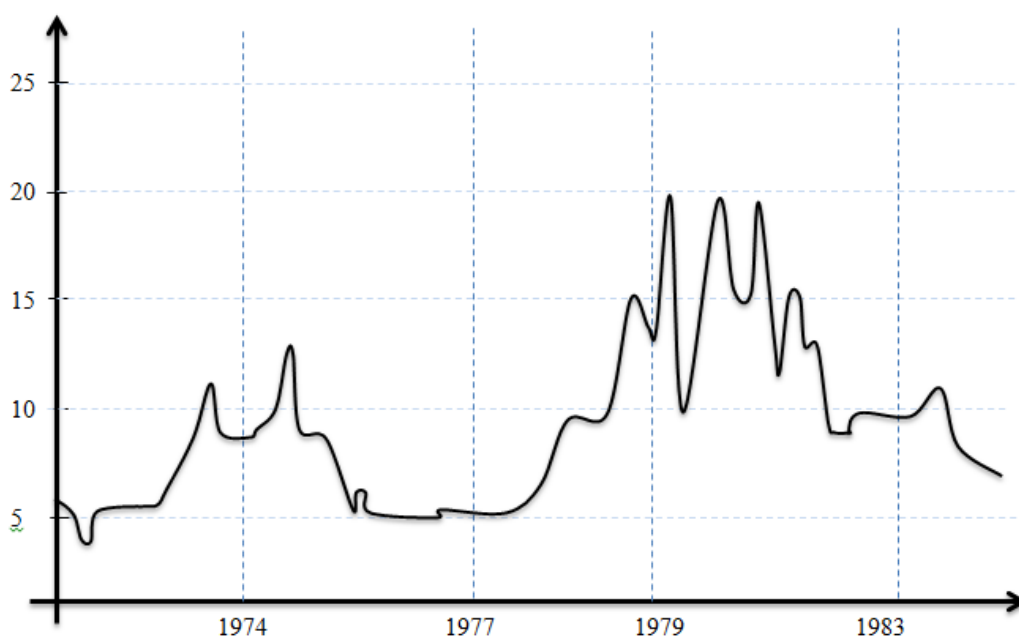
Dado o nível de endividamento assumido – para o qual o II PND contribuiu sobremaneira –, o País havia se colocado numa situação bastante vulnerável a qualquer mudança nas condições vigentes – seja do lado das exportações, das importações, das condições de oferta, de demanda ou de financiamento. (CARDOSO, 2009, p.3)

---

<sup>3</sup> Ver texto de Castro (1985): “Ajustamento e Transformação: a economia brasileira de 1974 a 1984”; e de Zockun (1988): “A queda das importações e o ajustamento da indústria na recessão”.

Em 1979 houve a segunda crise do Petróleo, e este fato fez com que os Estados Unidos elevassem a sua taxa de juros para aproximadamente 19%, o que significou a retirada dos recursos financeiros dos países em desenvolvimentos (FILGUEIRAS, 2006). Neste momento se dava por encerrada a estratégia do II PND, dado o desaparecimento de recursos financeiros internacionais necessários para a manutenção do plano.

Gráfico 12 - Taxa de Juros dos Estados Unidos entre 1970 e 1985



Fonte: Federal Reserve

A retirada do dólar dos países em desenvolvimento fez com que a pressão sobre o câmbio se tornasse cada vez mais insustentável, bem como aumentou o montante de juros a ser pagos pelos empréstimos realizados no começo da década (FILGUEIRAS, 2006).

As elevadas taxas de juros praticadas pelos EUA e pelos principais países desenvolvidos se constituem como sendo a causa principal dos erráticos movimentos de capital, da consequente variação nas taxas de câmbios e, também, da redução na demanda dos produtos básicos exportados pelos países em desenvolvimento. A crise internacional, então, se espalhou pela América Latina através de três canais de transmissão: as taxas de juros, o comércio internacional e a reversão dos investimentos internacionais. O aumento nas taxas de juros internacionais fez com que o serviço da dívida externa se ampliasse enormemente, aumentando ainda mais os déficits em conta corrente dos países da região latino americana.

Em tempos de crise, os países em geral tendem ao protecionismo, evitando volumes exagerados nas importações, o que impacta o volume do comércio internacional, praticamente paralisado entre os anos de 1980 e 1982. Os investimentos internacionais, por sua vez, se reduziram pela metade entre 1979 e 1982, uma redução bastante agressiva para um período curto, o que obrigou aos países em desenvolvimento a utilizar suas reservas internacionais, a fim de manter o processo de industrialização (CEPAL, 1983).

Em 1983 o Presidente do Equador, Osvaldo Hurtado, em carta à CEPAL, demonstrou a sua grande preocupação com o próprio país e também com os países que fazem parte da América Latina:

Desde a Grande Depressão dos anos 30, o mundo não conheceu uma crise tão profunda e prolongada. (...) Se encontra, pois, em jogo, como nunca antes, a paz social das nações e a estabilidade do sistema democrático; em suma, o destino de vastas comunidades humana que, dia a dia, vem agravando seus problemas sociais e que com temor advertem à possibilidade de uma hecatombe. (HURTADO apud CEPAL, 1983, p. 9)

Nestes primeiros três anos após a crise internacional a taxa de desemprego aumentou consideravelmente, dado que alguns países tiveram seus ritmos de crescimento estancados, bem como a inflação alcançou patamar não imaginável nas décadas anteriores, principalmente naqueles países que precisaram desvalorizar suas moedas para minimizar o desequilíbrio no balanço de pagamentos. Tornou-se evidente que os países da América Latina precisavam realizar uma análise autocrítica, de modo a repensar o modelo de desenvolvimento industrial sustentado pelo exterior, em geral pautados na exportação de produtos básicos, bem como maior parte do consumo estar voltado para as classes média e alta da sociedade (CEPAL, 1983).

Ainda em meados de 1982, o México declarou que não possuía mais condições de arcar com o serviço da dívida, declarando paralização no pagamento por noventa dias. A partir disto os bancos internacionais, responsáveis pela concessão dos empréstimos, ficaram ainda mais na defensiva<sup>4</sup> e o FMI, instituição nascida no pós-guerra justamente com o objetivo de enfrentar crises de balanços de pagamento e cambiais e de curto prazo, foi visto como a saída para o reestabelecimento do equilíbrio das contas externas. Bacha (1983) argumenta que, para obter o apoio do FMI, era preciso compreender bem as regras do jogo e jogar conforme as mesmas.

---

<sup>4</sup> Este tipo de defensiva pode ser mais bem compreendido a partir da leitura do texto “Changes in Bank Lending Standards and the Macroeconomy”, de Basset et al (2013). Este bem estruturado artigo procura demonstrar quais fatores mudam as estratégias emprestadoras dos bancos e como os padrões de empréstimos se tornam mais rígidos em períodos de turbulência macroeconômica.

Neste ponto o suposto projeto imperialista dos Estados Unidos e países aliados, concretizado pela criação do FMI no pós-guerra, faz bastante sentido.

O FMI condiciona sua assistência financeira ao país que adote medidas econômicas internas destinadas a ajustar o déficit do balanço de pagamentos de forma que ele se reduza para uma magnitude que possa ser financiada, através de investimentos diretos ou outros canais financeiros internacionais normais. (...) O objetivo fundamental de um programa de ajuste acordado com o FMI é, portanto, uma melhoria da balança comercial. (BACHA, 1983, p.6)

A principal crítica que pode ser feita ao jogo do FMI é que a receita para os problemas de balança de pagamentos envolve mergulhar o país em uma recessão, pois se considera que o país só está com dificuldade porque tem uma demanda interna que excede os recursos disponíveis localmente, o que caracterizaria um problema de absorção interna. A solução, para tanto, envolvia a diminuição da demanda interna, elevação da taxa de juros e desvalorização da moeda. O problema do receituário do FMI é que existe a hipótese do país estar em pleno emprego, mas este nem sempre é o caso – no Brasil não era – e, se há desemprego, a política de ajuste fiscal e sucessivas desvalorizações cambiais proposta pelo FMI só agravará a crise interna do país (BACHA, 1983).

O fato é que, como indica a tabela 9, a inflação brasileira de 1983 – ano em que o FMI passou a agir de fato na economia – foi muito superior à do ano anterior, e este nível se manteve até o ano de 1986. A espiral inflacionária que se iniciava neste período é resultado das maxidesvalorizações adotadas para resolver o problema da crise, e tem relação com os processos de indexação da economia brasileira.

Tabela 9 - Taxa Anual de Inflação IPCA no Brasil (1980-1993)

Ano	%
1980	99,25
1981	95,62
1982	104,79
1983	164,01
1984	215,26
1985	242,23
1986	79,66
1987	363,41
1988	980,21
1989	1.972,91
1990	1.620,97
1991	472,70
1992	1.119,10
1993	2.477,15

Fonte: IBGE/SNIPC

Tornava-se óbvia a necessidade de um plano de estabilização para a economia brasileira, que se via em crescentes dificuldades com o passar dos anos, e o primeiro plano de estabilização do período foi o Plano Cruzado.

#### 4.1.1 O Plano Cruzado (1986)

Em 1985, o secretário do Tesouro norte-americano propôs um plano para tentar resolver o problema de liquidez econômica nos países em desenvolvimento. O Plano Baker tinha por objetivo fazer uma melhor gestão da dívida externa desses países e, neste sentido, propunha um contato mais próximo entre o Banco Mundial e os bancos privados, que em linhas gerais seriam os emprestadores dos recursos para o desenvolvimento de projetos. Este plano não funcionou, principalmente pela inefetiva participação dos bancos comerciais, mas o Banco Mundial apareceu com força no cenário internacional, sendo este um indicativo de que teria participação mais ativa na questão da dívida externa (PEREIRA, 2013).

Em meados da década de 80 já existiam algumas propostas de estabilização, entre as quais se destacam as propostas de Lara Resende, Gustavo Franco, Fernando Barbosa, entre outros. As propostas eram diversas, principalmente no que tange à escolha da melhor política econômica, mas uma ideia era comum: era preciso reestabelecer a saúde fiscal do país antes de iniciar a

estabilização (COSTA, 1998). Havia, como identificam Bresser e Nakano (1991) – e como já se destacou anteriormente –, inflação inercial no Brasil, e Lopes foi o primeiro a propor um plano de caráter heterodoxo. Um plano econômico heterodoxo considera que a política anti-inflacionária não deve agir segundo os preceitos econômicos tradicionais, mas deve agir fora da curva e atacar diretamente as tendências da inflação, pondo fim à inércia inflacionária (RAMOS, 2004).

A proposta de Lopes (1985) consistia em congelamento total e generalizado dos preços e rendimentos, seguido de políticas monetárias e fiscais passivas, o que significa dizer que haveria uma fase de congelamento total dos preços seguida de ajuste dos preços relativos através de posterior elevação moderada dos preços, a fim de reestabelecer a estrutura dos preços relativos. A proposta de Lopes foi bastante influenciada pelos resultados de medidas anti-inflacionárias realizadas na Argentina, na década de 1970. Lopes comenta que os resultados observados na Argentina em termos de redução do nível de inflação foram espetaculares, embora tenham gerado desequilíbrios nos preços relativos, ponto este já contemplado e resolvido nas propostas de Lopes.

A crítica ao congelamento dos preços e rendimentos é feita principalmente por Lara Resende (1985), que argumenta não haver possibilidade de congelar os preços em uma economia em que os preços estão sempre em vésperas de reajuste, ou seja, independente do dia da escolha do congelamento, haveria grave e incontornável distorção na relação entre os preços relativos. A proposta de Lopes, portanto – e segundo Lara Resende –, não fugiria muito dos parâmetros ortodoxos, já que a aplicação de qualquer um destes planos traria ainda mais desestabilidade.

O próprio Lara Resende (1985), em conjunto com Pécio Arida, sugere outro plano, com a ideia de criação de uma nova moeda, indexada ao que se chamava de ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional). A proposta (conhecida como Larida) consistia, além da criação da nova moeda (Novo Cruzeiro), na fixação da taxa de câmbio em relação ao dólar, na conversão voluntária do Cruzeiro para Novo Cruzeiro, bem como na correção de salários e aluguéis a partir da média do semestre anterior. Os preços da economia seriam dados a partir do Novo Cruzeiro, mas taxa de inflação continuaria sendo medida a partir do Cruzeiro, para induzir a população à troca para a nova moeda. Lara Resende argumenta que este plano proposto por ele e Arida foi bastante influenciado pela estabilização do marco alemão de 1924 e introdução do *Rentenmark* para dar fim ao processo hiperinflacionário alemão, justificando

que, assim como na Alemanha da década de 20, no Brasil era necessária a introdução de uma moeda que renovasse a confiança da população.

Lopes, de igual modo, fez uma crítica à proposta de Lara Resende, onde o ponto central foi a argumentação que se todos os indivíduos da sociedade adotassem o Novo Cruzeiro de forma automática, e se todos os preços passassem a ser cotados na nova moeda, a inflação apenas passaria de uma moeda para outra, mas continuaria a existir ainda em patamar elevado. Lopes reconhece a Larida como sendo bastante engenhosa, porém muito otimista e sem praticidade.

O diagnóstico feito pelos formuladores da política econômica era que o Governo já havia alcançado o equilíbrio fiscal, os preços relativos estavam alinhados, os preços públicos estavam em níveis adequados, a safra agrícola tinha sido um sucesso, o câmbio não estava subvalorizado, havia bom desempenho nas exportações, o nível de reservas era bom e, por fim, a disputa entre lucros e salários estava estabilizada. O momento, portanto, era ideal para a aplicação do plano econômico com caráter heterodoxo (FILGUEIRAS, 2006).

No início de 1986, o então Presidente José Sarney – primeiro presidente da era democrática - toma a decisão de implantar o Plano Cruzado, que teve inspiração em todas as propostas existentes, mas adotou prioritariamente as medidas encontradas em Francisco Lopes. A ideia central do Plano Cruzado era eliminar a inflação e dar poder aquisitivo à população. A nova moeda (Cruzado) seria convertida do cruzeiro, mas não seria indexada à ORTN – agora chamada apenas de OTN -, nem teria câmbio fixo ao dólar. A nova moeda teve muita aceitação por parte da população, que inclusive se dedicou em fiscalizar os estabelecimentos comerciais para verificar se o congelamento de preços estava, de fato, sendo praticado. Os preços congelados teriam valor fixado através de uma tabela de conversões, conhecida como Tablita.

A taxa de inflação em 1986 se reduziu consideravelmente, o que aparentava indicar que o plano estava sendo um sucesso, como bem explicitou Bresser Pereira no mesmo ano:

Na verdade o Plano já é um extraordinário êxito, uma grande conquista da teoria e da política econômica. É indiscutível o caráter predominantemente inercial da inflação brasileira, e o plano, embora mereça algumas restrições, especialmente por não haver regulamentado as relações interempresariais, foi sem dúvida realizado com competência técnica. (BRESSER PEREIRA, 1986, p.22)

A animação com o Plano Cruzado era evidente, mas existiam preocupações e, infelizmente, elas se concretizaram. O primeiro dos problemas foi a duração do congelamento, que não tinha data fixa de terminar, principalmente por motivações dos principais líderes políticos, que não queriam o fim do congelamento. O segundo problema foi a questão dos preços relativos, que permitiram a existência de empresas com grandes lucros ao mesmo tempo em que outras tinham grandes prejuízos, ponto que já era motivo de debate antes da formulação do Plano e mesmo assim não foi resolvido (BRESSER PEREIRA, 1988). Outros problemas foram as pressões de demanda geradas pelo congelamento e aumento real de 8% nos salários, que evidenciaram a manutenção do problema inflacionário, principalmente quando os produtos oferecidos à população começaram a desaparecer. Logo se percebeu, também, que a desindexação da economia não havia sido realizada por completo, pois a duração do processo de congelamento dos preços fez surgir expectativas no sentido do aumento exagerado dos preços, algo que traria novamente a inflação a patamares elevados, próximos à hiperinflação, no começo de 1987 (RAMOS, 2004). Filgueiras (2006), por sua vez, acredita que a questão que fundamentalmente prejudicou o Plano Cruzado foi a situação econômica internacional desfavorável, já que os mercados internacionais permaneciam com baixa liquidez – especialmente para empréstimos a países em desenvolvimento. A queda das exportações após a aplicação do Plano resultou na brusca queda das reservas brasileiras, que entrou no ano de 1987 prestes a entrar em crise cambial.

#### **4.1.2 O Plano Bresser (1987)**

Durante os primeiros meses o Plano Cruzado foi muito bem sucedido no controle da inflação. Mas, como sabemos agora, foi, afinal, um fracasso, um grande fracasso, não somente porque foi incapaz de erradicar a inflação, mas também porque provocou distorções e uma acentuada crise econômica e financeira. (...) Nunca o número de insolvências e falência foi tão grande no Brasil (BRESSER PEREIRA, 1988, p. 54)

Em 1987, Luiz Bresser Pereira foi nomeado ministro da Fazenda do Brasil e, portanto, principal responsável pela implantação de um novo plano de combate à inflação. O Plano Bresser de 1987 também era um choque heterodoxo e se baseava no congelamento de preços, tal qual o Plano Cruzado, entretanto se diferenciava quanto aos objetivos, condições de implantação e características.



O objetivo principal do Plano de 1987 não era eliminar a inflação – como no Plano Cruzado -, mas apenas detê-la e afastar o perigo da hiperinflação. Após o congelamento de preços e desvalorização do cruzado, a expectativa era que a inflação voltasse a 10% no mês de dezembro (em junho era aproximadamente 20%). As condições em 1987, por sua vez, eram completamente diferentes das do ano anterior. Se em 1986 o Brasil tinha bons indicadores em termos de PIB, balanço de pagamentos e superávits comerciais, que permitiram a aplicação do Plano Cruzado, no ano de 1987 a situação era alarmante: salários 20% abaixo do nível ano anterior, investimento em colapso, firmas de pequeno e médio porte em falência e balanço de pagamentos em condições deploráveis, isto sem citar, evidentemente, a inflação descontrolada. A característica fundamental do Plano Bresser era a de ser um plano emergencial e, por isto, possuía metas mais modestas, bem como não reformaria a economia por completo, mantendo a indexação existente, por exemplo. A aplicação de minidesvalorizações na moeda também foi prática utilizada neste período, com o objetivo de manter o superávit em nível interessante. A fim de não cometer o mesmo erro do Plano Cruzado, os formuladores da política estabeleceram um prazo para o fim do congelamento da economia, e deixaram isto bem claro para todos (BRESSER PEREIRA, 1988).

O reequilíbrio dos preços relativos não foi foco do Plano Bresser, pois sabiam da dificuldade que era definir qual preço estava em alta e qual estava em baixa. A esperança dos formuladores era que a taxa de inflação de fato se encontrasse no patamar de 10% em dezembro, para que um posterior reequilíbrio dos preços relativos não aumentasse demasiadamente a inflação e o problema da hiperinflação retornasse à agenda. Para que este patamar de inflação fosse alcançado, também se deu a devida atenção à demanda agregada, que não poderia pressionar a inflação para cima. Esta medida, entretanto, foi vista pelos trabalhadores como prejudicial e houve grande protesto contra o arrocho salarial. Atrelado à pressão dos trabalhadores, os empresários começaram a tentar aumentar seus lucros via aumento de preço – o que quebraria o congelamento -, pois já não confiavam mais na política econômica proposta pelo governo.

O resultado é que em dezembro a inflação foi de aproximadamente 15%, ou seja, bem maior do que o desejável pelos idealizadores do Plano e próximo ao valor encontrado no início do ano. Ficava evidente que para controlar a inflação seria necessário um pacto social – com trabalhadores e empresários -, bem como um pacto político. Todas as forças deveriam

convergir para o reequilíbrio econômico, onde cada parte teria de fazer um sacrifício (BRESSER PEREIRA, 1988).

#### 4.1.3 O Plano Verão (1989)

Ao final de 1988, Bresser Pereira saiu do Ministério da Fazenda, dando lugar a Maílson da Nóbrega, responsável pela política do *feijão com arroz*, que basicamente consistia em conviver com a inflação sem tomar medidas drásticas, apenas medidas localizadas para impedir a hiperinflação. O resultado desta política ministerial se refletiu na inflação, acelerando-a até chegar ao nível de 1.000% ao ano (RAMOS, 2004).

Em janeiro de 1989, o Presidente José Sarney lançou o Plano Verão:

Não podíamos perder tudo o que construímos. Por isso, eu não estou apresentando um programa econômico, eu estou convocando o país para uma obra comum de salvação nacional. Exigirá renúncias, coragem. Para não termos sangue e lágrimas, temos de ter suor e sacrifício. (SARNEY, 1989, p.128)

O Plano Verão possuía grandes semelhanças com o Plano Cruzado e poucas com o Plano Bresser. A principal semelhança com o Plano Cruzado era o fato de ser um Plano pautado na reforma monetária e desindexação da economia, aliado a à rígida política monetária e fiscal. Haveria, também, a troca da moeda utilizada na economia, passando a ser denominada Cruzado Novo – valorizado em relação ao dólar -, entretanto sem as regras de indexação propostas pelo Plano Cruzado, por exemplo. Por fim, extinguiu-se a OTN, pois considerava-se que esta estava servindo como indexador geral da economia e, portanto, alimentador da inflação.

Poucos meses após a aplicação do Plano Verão, observava-se que havia sido um fracasso: a inflação retornara aos mesmos níveis do mês de aplicação da política, a política monetária não se tornou rígida e o déficit público não diminuiu, mas sim aumentou no período. Ainda mais grave do que o insucesso do Plano Verão no campo econômico, a falta de credibilidade do governo em resolver os seus problemas pareciam claros para a população e agentes econômicos em geral. As dificuldades em sanar a alta inflação, em reestabelecer os salários – em claro declínio -, além da diminuição da produção industrial e aumento do desemprego

deixavam claro que o Brasil passaria por uma crise aguda em breve (BRESSER PEREIRA, 1989).

Haverá ainda tempo para evitar a crise aguda que se prenuncia? Creio que sim. (...) Hoje há quase unanimidade entre os economistas de que, para evitar o pior, o governo terá que apressar as correções nos preços relativos, principalmente do câmbio, corrigir com mais rapidez os preços dos setores cipados, liberar o dos setores competitivos e aprovar rapidamente uma lei de indexação de salários (BRESSER PEREIRA, 1989, p. 135)

No final de 1989, como indica a tabela 10, a inflação mensal alcançou o temido patamar hiperinflacionário clássico de 50%. Neste mesmo período, efetivou-se outra estratégia pensada pelo Tesouro norte-americano em conjunto com o Banco Mundial e o FMI: o Plano Brady. Este plano, tal qual o Baker, tinha o propósito de resolver a questão da dívida externa dos países em desenvolvimento. A avaliação naquele momento era de que a redução das dívidas externas seria fundamental para a retomada do crescimento dos países endividados e que, por consequência, seria mais vantajoso para os países desenvolvidos também. O Plano Brady trouxe consigo a ideia de securitização da dívida, que é a transformação da dívida externa em títulos que poderiam ser negociados no mercado, sendo estes garantidos pelo Tesouro norte-americano. As transações dos títulos deveriam ser voluntárias, mas coube ao Banco Mundial e ao FMI estimular o mercado para que esta prática fosse efetiva e não repetisse o erro do Plano Baker. A efetividade do Plano Brady precisava de maior abertura comercial dos países com dívida externa elevada e desregulamentação financeira, o que indicava que a participação do plano estava restrita aos países que, mais uma vez, se subjugassem ao receituário proposto – que ficou conhecido como Consenso de Washington (PEREIRA, 2013).

A mudança no contexto internacional estava acontecendo e a esperança brasileira estava nas eleições presidenciais em novembro de 1989, e em como o novo presidente eleito e a sua equipe lidariam com a crise aguda instalada no Brasil.

#### **4.1.4 O Plano Collor (1990)**

Fernando Collor de Mello foi o vencedor das eleições e assumiu a Presidência da República em março de 1990. Nele estavam as esperanças do país, inclusive pelas promessas feitas durante as disputas presidenciais, entre os quais a caça aos servidores públicos com altos salários sem a devida prestação de serviço – a que chamava de marajás -, o fim da alta

inflação e o fim do desperdício público. No mesmo dia de sua posse, Collor anunciou o novo plano econômico do Brasil (RAMOS, 2004). Neste período ventilava a ideia de que poderia haver um calote da dívida interna a fim e reestabelecer a saúde fiscal do Estado. Carvalho (2006) argumenta que o Plano Collor foi uma resposta aos pedidos de intervenção e uma confirmação da ideia do bloqueio dos haveres financeiros.

Pela primeira vez, para além de uma política de estabilização, surgiu uma proposta de um projeto de longo prazo, que articulava o combate à inflação com a implementação de reformas estruturais na economia, no Estado e na relação do país com o resto do mundo, com características nitidamente liberais. (FILGUEIRAS, 2006, p.84)

O Plano Collor estabelecia a criação de nova moeda (retorno ao Cruzeiro), congelamento de preços e serviços a partir do nível encontrado no dia anterior, taxa de câmbio flutuante, Banco Central vendedor e comprador de moeda, Ministro da Fazenda autorizado a estabelecer o percentual de reajuste dos salários, liberalização das importações e, por fim, o bloqueio dos ativos financeiros. O bloqueio dos ativos limitava o saque de um único titular a uma determinada quantia em cruzeiros, enquanto o que estava acima deste limite seria devolvido após dezoito meses – o que reduziu a liquidez da economia de 25% para 10% do PIB. O Plano Collor ainda aumentou impostos e tarifas, criou novos tributos, suspendeu incentivos fiscais, realizou os cortes nos gastos públicos, propostos ainda durante a corrida presidencial, através da demissão de funcionários públicos e privatização de empresas estatais (RAMOS, 2004).

Através das propostas, nota-se que o Plano teve a intenção de combater a hiperinflação com muita atenção a três questões, todas relacionadas ao bloqueio dos ativos financeiros: a moeda indexada, o crescimento constante da dívida mobiliária e o possível crescimento abrupto da demanda agregada. Sobre a moeda indexada, tornou-se prática na economia brasileira a indexação das taxas pagas em aplicações financeiras às expectativas de inflação, e isto acabava por confirmar o aumento da inflação na medida em que os haveres financeiros poderiam ser transformados em moeda a qualquer momento sem perdas. A saída óbvia era desindexar as operações financeiras das expectativas de inflação, entretanto esta política poderia gerar fuga em massa das aplicações financeiras e conseqüente risco de crise bancária. Para reduzir o montante da dívida mobiliária, seria preciso reduzir os juros reais pagos em dívida, mas esta diminuição dos juros não aconteceria, também, sem a fuga das aplicações financeiras para onde os juros reais fossem mais interessantes. Por fim, a preocupação com a demanda agregada vinha dos planos econômicos anteriores, em que a demanda por moeda

pós-congelamento aumentava por demais a demanda por bens, serviços e aplicações financeiras, o que pressionava a inflação novamente. No período do Plano Collor este temor era agravado pela existência das aplicações financeiras que davam liquidez automática a cada agente econômico e poderia gerar uma monetização além do imaginado. A justificativa para o bloqueio dos haveres financeiros parecia ainda mais sólida, e esta opção foi a escolhida pela falta de esperança em qualquer outra (CARVALHO, 2006).

Bresser e Nakano (1991) argumentam que compreenderam as motivações por trás do congelamento dos ativos financeiros, porém acreditam que esta política poderia ser melhor aplicada se fosse em um segundo momento, a partir do ponto em que fossem identificados os problemas de demanda agregada e fuga dos haveres. Acreditava-se que uma medida drástica como o congelamento dos haveres – representados por M4 – poderia trazer a total desconfiança no Estado por parte da população. A ideia proposta por alguns economistas do período - entre os quais Bresser e Nakano se incluem - era, portanto, a aplicação do congelamento dos ativos apenas posteriormente, e apenas no caso de os temores dos formuladores se apresentassem como verdadeiros.

Tabela 10 - Taxa Mensal de Inflação IPCA no Brasil (em %)

Mês/Ano	1986	1987	1988	1989	1990
Janeiro	14,37	13,21	18,89	37,49	67,55
Fevereiro	12,72	12,64	15,70	16,78	75,73
Março	4,77	16,37	17,60	6,82	82,39
Abril	0,78	19,10	19,29	8,33	15,52
Maiο	1,40	21,45	17,42	17,92	7,59
Junho	1,27	19,71	22,00	28,65	11,75
Julho	1,71	9,21	21,91	27,74	12,92
Agosto	3,55	4,87	21,59	33,71	12,88
Setembro	1,72	7,78	27,45	37,56	14,41
Outubro	1,90	11,22	25,62	39,77	14,36
Novembro	5,45	15,08	27,94	47,82	16,81
Dezembro	11,65	14,15	28,70	51,50	18,44

Fonte: IBGE/SNIPC

O Plano Collor, como se observa na tabela 10, teve êxito nos primeiros dois meses. Este plano, entretanto, desorganizou a produção do país (principalmente a indústria), que não conseguiu reagir aos sinais propostos pelo governo.

Os economistas do período, em geral, partiam do pressuposto que qualquer plano de estabilização, naquele momento, faria o país entrar em recessão. A questão, entretanto, era a duração e o grau desta recessão, e no Plano Collor a recessão foi inicialmente considerada como moderada. O bloqueio dos ativos financeiros não atingiu apenas as pessoas físicas e é neste aspecto que residiu o problema da desorganização produtiva: o congelamento da dívida interna bloqueou o capital de giro das empresas, mergulhando o país em uma recessão muito maior do que a esperada. Estima-se que houve redução de aproximadamente 70% nas vendas da indústria, o que refletiu em grande aumento no desemprego. A questão dos preços relativos parecia, novamente, não ter sido resolvida e alguns segmentos da indústria ficaram posicionados em boas situações após o congelamento enquanto outros estavam em péssimas.

Noventa dias após o lançamento do Plano Collor, a recessão continuava a ser o resultado mais provável, ao mesmo tempo em que se tornava claro que a inflação estava de volta. (BRESSER PEREIRA; NAKANO, 1991, p. 107)

Nos dois primeiros meses o congelamento foi efetivo, sem que empresas ou trabalhadores se movimentassem no sentido de pressionar os preços e salários. O desemprego em alta e a diminuição do nível de atividade, no entanto, fizeram com que o congelamento fosse rompido, tendo como causa essencial os segmentos oligopolizados da indústria, que começaram a pressionar os preços para cima. Argumenta-se, também, que a política monetária não foi justa o suficiente, em decorrência de má análise do cenário da oferta de moeda necessária, o que influenciou a subida de preços. A taxa de câmbio flutuante também foi alvo de crítica, pois se acreditava que o Brasil não tinha condições de se sujeitar às variações inesperadas no câmbio, o que significa dizer que a política cambial foi arriscada. Outro ponto de crítica foi a falta de conversa dos formuladores do Plano Collor, que não dialogaram com a população, nem com o Congresso, dando a negativa impressão de autoritarismo justamente no primeiro governo democrático escolhido através de eleições diretas. Faltou o tão necessário pacto social e político.

Para ser bem sucedido, o novo plano terá que ser cuidadosamente preparado, terá que ser precedido por um pacto social e irá necessariamente combinar uma política de rendas com políticas convencionais nas áreas fiscal e monetária (BRESSER PEREIRA; NAKANO, 1991, p. 112)

## 4.2 O PLANO REAL

A inflação estava de volta, mas se situava em patamar mais baixo (cerca de 25% ao mês), como aponta Bacha (1995). Todos os planos de estabilização – ortodoxos ou heterodoxos – haviam falhado em acabar com a alta inflação, entretanto foram um sucesso em defender o país da hiperinflação aberta – pelos parâmetros de Cagan -, grande temor dos formuladores de políticas do período. A hiperinflação aberta, como a da Alemanha na década de 20, traria consequências ainda mais devastadoras para o Brasil, podendo até mergulhar o país em uma volta aos modelos primitivos de trocas de mercadorias. No contexto em que foram aplicados, os Planos foram considerados razoáveis, sendo comumente configurados como emergenciais, a exceção do Plano Cruzado.

O Plano Brady, iniciado em 1989, obtivera até ali resultados considerados bem positivos nos países latino-americanos, que passavam por graves problemas devido à dívida externa e eram o foco das medidas propostas pelo Consenso de Washington. Em conjunto com as medidas internacionais adotadas através do Plano Brady, outro ponto positivo para a melhoria do contexto externo foi a diminuição da taxa de juros para empréstimos em dólar, que passou de 8,32% em 1989 para 3,93% em 1992, o que diminuiu o serviço da dívida externa (PORTELLA FILHO, 1994). Os indicadores econômicos dos países da América Latina melhoraram no período, como se observa na tabela 11 a seguir.

Tabela 11 - Indicadores econômicos da América Latina e Caribe durante o Plano Brady (1989 – 1992)

	1989	1990	1991	1992
Pagamento Líquido de Juros e Lucros	37,9	34,7	30,9	29,6
Entrada Líquida de Capitais	9,6	20,3	69,2	57
Transferência Líquida de Recursos Financeiros	-28,0	-14,4	8,4	27,4
Dívida Externa Bruta	425,4	440,9	442,6	450,9

Fonte: Portella Filho, 1994.

Ao analisar os dados, percebe-se que a dívida externa bruta continuava a aumentar no período, porém com menos força. O cenário internacional trazia boas evidências de mais liquidez e, deste modo, estava mais propenso a novas medidas econômicas para estabilização do panorama interno de cada país.

No Brasil, o ano de 1992 foi importante e dramático para a política, pois o Presidente em exercício (Collor) sofreu o processo de impeachment após acusações de corrupção em seu governo. O vice-presidente Itamar Franco assumiria o posto de Presidente até que novas eleições ocorressem, dois anos depois. Lara Resende (1992) comenta que até aquele momento o governo Collor – a despeito da corrupção e da ainda alta taxa de inflação - incluiu propostas de reforma muito próximas da que os formuladores do período consideravam importantes para combater o processo inflacionário brasileiro, entre as quais a reorganização da dívida pública, a redefinição dos papéis institucionais, a desburocratização e a realização de avanços no campo científico e tecnológicos.

Em 1993 Fernando Henrique Cardoso assumiria o Ministério da Fazenda, nomeação celebrada no período pelo fato de FHC já ser um político e intelectual de destaque no cenário brasileiro. A primeira ação da nova equipe econômica foi a criação do Programa de Ação Imediata (PAI), cuja intenção imediata era reequilibrar as contas públicas antes de por em prática a reforma econômica. O principal argumento teórico a favor desta medida foi o Efeito Olivera-Tanzi às avessas, em que os impostos também são indexados à inflação e não apenas a despesa pública, bem como há relação direta entre o déficit público e o aumento da inflação – no caso brasileiro esta relação era negativa. Seria necessário, portanto, reorganizar a relação entre despesa pública e inflação/imposto inflacionário antes de qualquer outra medida. A inflação continuou a crescer até o fim de 1993 e começo de 1994, estabilizando-se em aproximadamente 45% ao mês.

As propostas ventiladas pela equipe de apoio do Ministério da Fazenda – formada por pesquisadores da PUC-RJ – possuíam três tendências: a heterodoxa tradicional de congelamento de preços, a gradualista e a total reformista. As duas primeiras opções não eram bem cotadas, primeiro por experiências passadas e fracassadas com o congelamento, segundo porque o nível de inflação do Brasil não permitia mais a adoção de uma medida gradual. A opção mais interessante era, portanto, a aplicação de uma reforma completa na economia brasileira (BACHA, 1995).



Alguns pontos foram bastante discutidos pela equipe ministerial, principalmente a necessidade de restaurar as três funções da moeda brasileira, que naquele momento só possuía a função de meio de pagamento e unidade de conta. A alternativa proposta por Lara Resende (1992) tinha suas bases na criação de um órgão independente do governo, responsável pela administração da moeda. A proposta também considerava a adoção alternativa da dolarização, onde uma moeda atrelada ao dólar circularia concomitante à velha moeda. Este padrão era conhecido como *Currency Board* e se acreditava que a nova moeda, emitida pelo órgão independente, atrairia a atenção da população, que aos poucos deixaria de usar a moeda velha e passaria a usar a nova moeda – mais confiável e estável -, acabando assim com a memória inflacionária da moeda antiga.

Para sustentar tal estabilidade, é evidente, será necessário que o excessivo déficit público tenha sido eliminado e que não haja emissão além da estritamente compatível com a demanda da moeda. Não há aqui nenhum milagre. Estabilidade monetária requer disciplina fiscal. Não há estabilidade sustentável sem equilíbrio orçamentário (LARA RESENDE, 1992, p. 117)

Ainda com relação aos pontos debatidos entre os pensadores do novo plano econômico, Franco (1993) deixa claro que a questão do pacto social era mesmo muito importante para a condução do processo. Argumenta-se que o grande problema era a existência dos caronas (*free-riders*), que não exatamente se sentiriam dispostos a aderir ao movimento de utilização do bem-público representado pelo congelamento de preços, por exemplo.

Como cada agente, tomado individualmente, percebe sua contribuição para o esforço coletivo como insignificante, e quando aquele que não contribui não pode ser excluído do consumo do bem público - no caso, a estabilidade de preços - o incentivo natural é no sentido de não contribuir, ou seja, de atuar como *free rider*. (FRANCO, 1995, p. 25)

No momento em que o congelamento se faz presente e muitos aderem a este movimento, alguns poderiam optar por não aderir, e é neste ponto que está o problema: para que o processo de estabilização ocorra é preciso coesão/organização social. No caso brasileiro, não há nem tanta desorganização (estabilização alcançada pela força empresarial) nem organização elevada (quando a sociedade confirma a estabilização), estando o Brasil na esfera intermediária de organização, considerada como pior dos mundos, pois neste caso nem o empresariado nem a população se responsabiliza por liderar o esforço coletivo. O pacto social, como se vê, não seria alcançado facilmente.

Apesar das dificuldades previstas, no início de 1994 foi executado o Plano Real através de uma exposição feita por Cardoso (1994), que buscou a estabilização da moeda em três etapas: instrumentalizar o equilíbrio do orçamento, estabelecer uma unidade de conta para os preços - a URV (Unidade Real de Valor) e, por fim, a transformação da URV na nova moeda a partir de uma relação com o dólar.

A moeda degradada que hoje temos está intimamente ligada ao apartheid social que vivemos no país. É uma moeda para o pobre que não tem como se defender da inflação. A moeda do rico é a moeda indexada, que o isola do processo inflacionário e chancela transferências de renda a favor deste grupo. A moeda forte que este programa procurará introduzir eliminará essa dualidade e será um passo essencial para a construção de uma nação próspera e justa. (CARDOSO, 1994, p. 130)

O ajuste fiscal já estava sendo realizado desde dezembro de 1993, pois, com a ideia do Plano Real em mente, os formuladores da política acreditavam que o equilíbrio fiscal seria o ponto chave para a concretização do plano em 1994, já que isso modificaria as expectativas dos agentes e daria confiança ao Governo. Neste processo foi criado o Fundo Social de Emergência (FSE), considerado o principal instrumento da política fiscal e responsável por reduzir os gastos do governo e dar maior flexibilidade para a utilização dos recursos, o que, de certa forma, foi importante para resolver o problema da fragilidade de financiamento do Estado brasileiro. A fim de aumentar o montante de receitas, elevou-se as alíquotas de impostos em 5% e se reativou o imposto sobre movimentações financeiras, bem como se reduziu as despesas correntes em 40%. Também foram postas em práticas medidas para renegociar as dívidas dos municípios e estados do país, bem como impedir a emissão de novos títulos públicos, que foram adotadas com o claro objetivo de sinalizar à população que o governo não gastaria além do recebido como receita (FILGUEIRAS, 2006). Bacha (1995) argumenta que a aprovação e aplicação da reforma fiscal foi ex-ante à política econômica e que, a partir desta sinalização positiva, foi possível por em prática a segunda etapa do plano: a URV.

A ideia da URV tomou forma a partir da discussão de como reintegrar as três funções da moeda nacional, já que o consenso entre os pensadores era que a moeda tinha perdido uma de suas funções – a de reserva de valor. As duas outras funções (unidade de conta e meio de pagamento) se mantinham através dos mecanismos de indexação. As alternativas à reunificação das funções tanto se baseavam em experiências anteriores quanto como ideias novas. Entre as experiências observadas estão a da Alemanha da década de 20 e a da Hungria da década de 40, onde foram utilizadas, em um dado momento, duas moedas ao mesmo tempo

na economia – uma nova indexada e a antiga deteriorada. Estas experiências foram bastante trabalhadas e tinham Francisco Lopes, Pécio Arida e Lara Resende como principais interlocutores. Como resultado destas discussões se identificou que o melhor não seria a utilização de duas moedas concomitantemente, mas sim a separação das funções da uma mesma moeda – sendo esta a única utilizada na economia (FRANCO, 1995).

A problemática que se colocava era a necessidade de haver um indexador viável para se atrelar à nova moeda, em que pese a questão da correção monetária a partir da inflação. A melhor opção neste sentido seria a criação de um indexador contemporâneo, que pudesse refletir com qualidade a melhor estimativa da inflação, mas esta opção esbarrou na questão jurídico-constitucional e o seu avanço foi freado por um tempo. A argumentação a favor do indexador contemporâneo se mantinha sólida e os formuladores precisaram pensar em alternativas que pudessem se enquadrar dentro do panorama constitucional vigente. A solução encontrada, em primeiro lugar, foi atrelar a nova moeda a três fortes índices de inflação (IGP-M, IPCA-E e IPC-FIPE) para efeito de correções da nova moeda. Em segundo lugar, materializou-se a URV quando se considerou que a Unidade Real de Valor serviria apenas como unidade de conta, dotada de valor legal para servir exclusivamente como padrão de valor monetário. As funções de reserva de valor e meio de pagamento só seriam concretizadas quando a URV fosse transformada na nova moeda – o Real.

Para que esta divisão de funções se tornasse viável, evidente que a população precisaria entender os mecanismos por trás da URV. À primeira vista a ideia era bastante complexa para a população em geral, e por isto se pode considerar que foi uma abordagem corajosa, mas a sociedade brasileira se adequou demasiadamente bem. Esta ótima recepção pode ter sido fruto da experiência que a população vinha enfrentando através de vários planos econômicos. Franco (1995) argumenta, inclusive, que a mesma descrença e posterior boa recepção também aconteceu na Alemanha de 20, sendo a URV, de fato, uma espécie de *rentenmark*.

Os contratos de salário eram uma das preocupações dos formuladores do Plano e, para conter os problemas envolvidos nestas novas negociações, sugeriu-se que os salários fossem reajustados segundo o valor real médio do quadrimestre anterior, que os contratos não fossem indexados a curto prazo e que, para não haver pressões, os preços de aluguéis, mensalidades escolares e serviços públicos fossem ajustados segundo a lógica do plano. Neste aspecto, a URV tinha o claro objetivo de alinhar os preços relativos de forma minimamente aceitável.

Junto com a política de renda, também se determinou que, embora os salários fossem expressos agora unicamente em URV, os preços no varejo precisariam demonstrar também o preço em cruzeiros reais. Este mecanismo fez com que os custos de cardápio, representados pelos custos que se tem em refazer correções diárias nos preços, pudessem controlar ainda mais a inflação impregnada no cruzeiro real e que esta não contaminasse a URV.

A URV/Real foi lançada com paridade de 1 para 2.750 com o cruzeiro real. A transformação do URV em Real não foi imediata à aplicação do Plano, mas tinha uma data específica para começar a acontecer. A data da primeira emissão do Real seria anunciada 35 dias antes, com o objetivo claro de frear as expectativas da população quanto à transição de um padrão monetário para outro, levando a população a crer que a reforma monetária não dependeria de congelamentos de preços/salários, nem de tablitas - como aconteceram nos planos anteriores e geraram grande insatisfação (FRANCO, 1995). Segundo Costa (1998), todo o espírito da proposta da URV e dos problemas envolvendo salários/contratos estavam presentes já em Lara Resende (1992) e também em Francisco Lopes<sup>5</sup>.

Em junho de 1994 o Banco Central realizou a primeira grande compra de dólar em Real, com cotação de aproximadamente 95 centavos de real para cada dólar, o que dava o sinal de dois importantes fatos: (1) as emissões do Real aconteceriam no próximo mês e (2) a moeda estava muito valorizada e flexibilizada para baixo. Este pacote de sinalizações dadas pelo Banco Central fez com que houvesse um impacto positivo sobre as expectativas, o que auxiliou bastante na condução do processo. O medo que o mercado tinha, entretanto, era que a taxa de cambio muito apreciada promovesse o processo da Doença Holandesa e consequente desindustrialização. Para evitar isto - e a entrada de capitais interessados apenas na taxa de juros de curto prazo - foi adotada a estratégia de tributar as entradas de capitais, de modo que um imposto de maior magnitude pudesse fazer com que o capital estrangeiro que entrasse no país tivesse o seu tempo de permanência estendido.

Nos primeiros três meses, a partir de junho, a emissão do Real foi bastante limitada, expressando o caráter contracionista da proposta. A lógica por trás desta abordagem era o fato de que, com a diminuição da inflação, a renda da população obteria ganhos reais consideráveis, então era preciso que as políticas monetária e fiscal fizessem um movimento

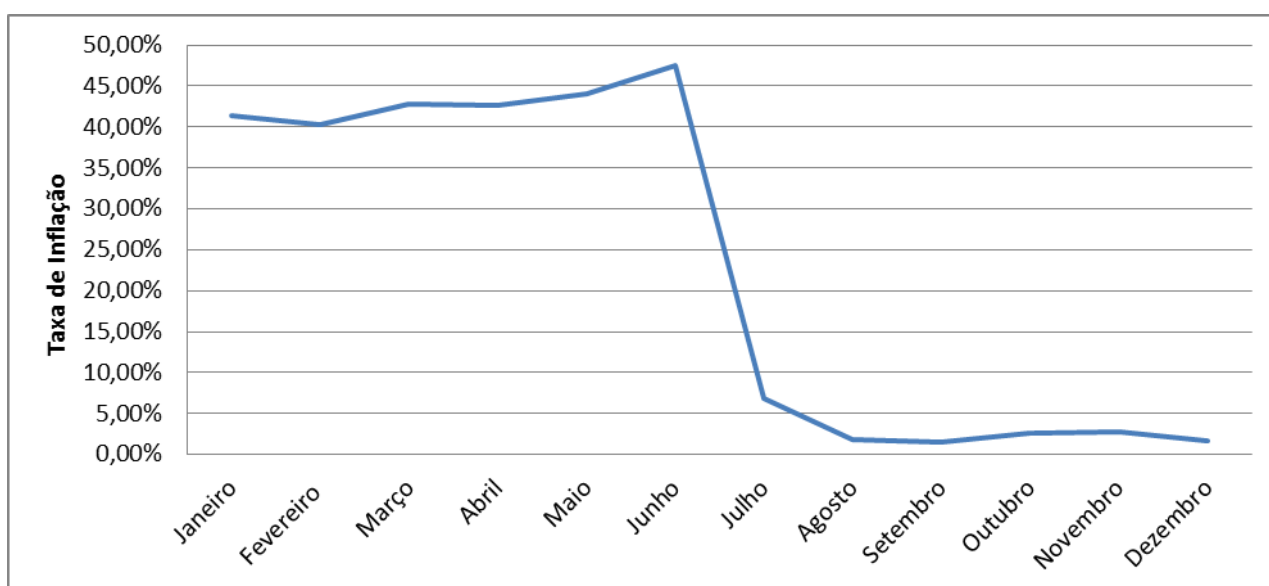
---

<sup>5</sup> LOPES, Francisco. O Desafio da Hiperinflação: Em Busca da Moeda Real. RJ, Campus, 1989.

contrário, de modo que não houvesse aceleração sobre a inflação. Esta contração duraria até 1995, quando seria gradualmente liberalizada a partir dos resultados observados durante o ano (FRANCO, 1995).

O resultado de todos estes esforços foi que a inflação realmente diminuiu de forma abrupta. Entre junho e agosto a inflação passou de cerca de 45% para 2% ao mês, como mostra o gráfico 13, se mantendo constante a partir deste ponto.

Gráfico 13 - Inflação Mensal IPCA em 1994



Fonte: IBGE/SNIPC

O gráfico anterior ilustra bem a frase de Bacha, em 1995, e de como o Plano Real foi percebido pelos especialistas da época:

(...) O Plano Real foi extremamente bem sucedido. No início deste ano a inflação mensal estava em 1,5%, um índice que, sem levar em conta o efeito de congelamento temporário de preços, não se via no Brasil desde o início da década de 70. Este resultado foi obtido sem congelamento de preços, sem confisco de ativos ou recessão econômica. (...) O Brasil parece, assim, ter uma oportunidade econômica e política única de finalmente derrotar a inflação e retomar o crescimento. (BACHA, 1995, p.23-24)

Ramos (2004) argumenta que um ponto fundamental no Plano Real é que a indústria, ao contrário do ocorrido no Plano Collor, conseguiu liderar o processo e alcançou níveis próximos a 15% de crescimento em 1995, utilizando sua capacidade produtiva em 80% no mesmo período. O consumo também cresceu após a implementação do Plano Real, mas de

forma sustentável, como bem previram os formuladores do plano e já combatiam durante a aplicação.

A regeneração da moeda no Brasil representava um profundo reordenamento social. O impacto do Plano real sobre o processo eleitoral, o mais visível desses efeitos, talvez tenha sido apenas a superfície. A nova moeda recomporia as trocas sociais e permitiria que as pessoas percebessem o 'valor da coisas'. (FRANCO, 1995, p. 77)

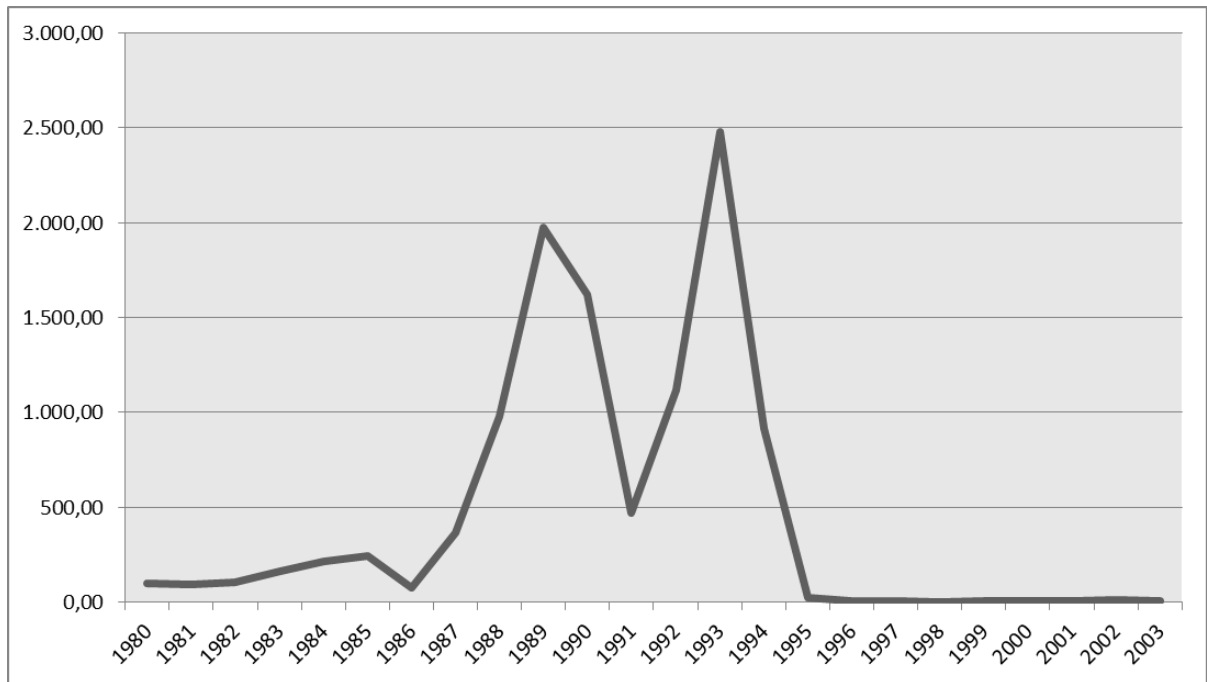
#### 4.3 O BRASIL PÓS-PLANO REAL

Em 1995, Fernando Henrique Cardoso - Ministro da Fazenda de Itamar Franco durante a elaboração do Plano Real – assumiu a Presidência da República, sendo eleito sob a bandeira da manutenção do plano econômico e continuidade do projeto de estabilização. Evidente que, dados os bons resultados do Plano Real nos primeiros meses, a popularidade de FHC estaria muito elevada, o que pode ter afetado bastante o resultado das eleições. Durante as corridas eleitorais, Rubens Ricupero e Ciro Gomes foram, seguidamente, os Ministros da Fazenda. Com as crises do México-94, países asiáticos-97 e Rússia-98, a continuidade do Plano Real não seria nada fácil.

A partir de 1995 já havia preocupação quanto a taxa de câmbio praticada durante o período. Evidente que a manutenção desta taxa era essencial para manter a inflação em níveis diminutos, no entanto a crise cambial mexicana preocuparia bastante os economistas da década, visto que várias consequências poderiam afetar a economia brasileira de modo a instabilizar a condução do plano. Entre as consequências possíveis estão o direcionamento do capital estrangeiro para outros países e o posterior aumento do déficit em conta corrente (BACHA, 1995).

A primeira e principal análise deve se dar, é claro, sobre a inflação, já que a diminuir consideravelmente era o desejo principal dos formuladores da política. Após o Plano Real a inflação ficou relativamente estável até o início do século XXI, estando no patamar de aproximadamente 15% ao ano, e mantendo a lógica de queda durante os anos 2000. O gráfico a seguir reflete esta passagem, em que a taxa de inflação sai dos aproximados 2.500% de inflação anual em 1994 para os 15% em 1996.

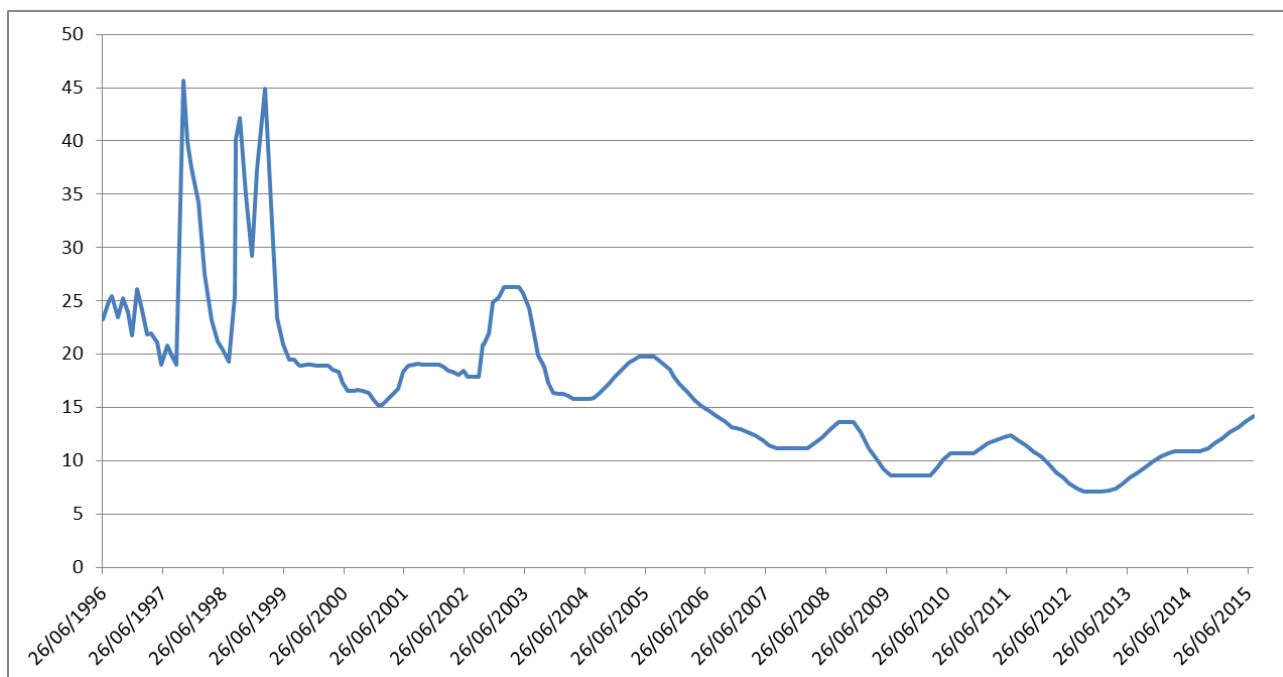
Gráfico 14 - Taxas de de inflação IPCA anual do Brasil, 1980-2003 (em %)



Fonte: IBGE/SNIPC

A taxa SELIC, no começo da década de 90, situava-se normalmente acima da inflação e, com o Plano Real esta lógica não foi alterada. Como se observa no gráfico 15 a seguir, a taxa básica de juros se manteve fixada entre 5% e 25% nos vinte anos antes e depois do Plano Real, com flutuações de alta entre 1997-1999 devido às crises financeiras..

Gráfico 15 - Taxa SELIC (1996-2015)

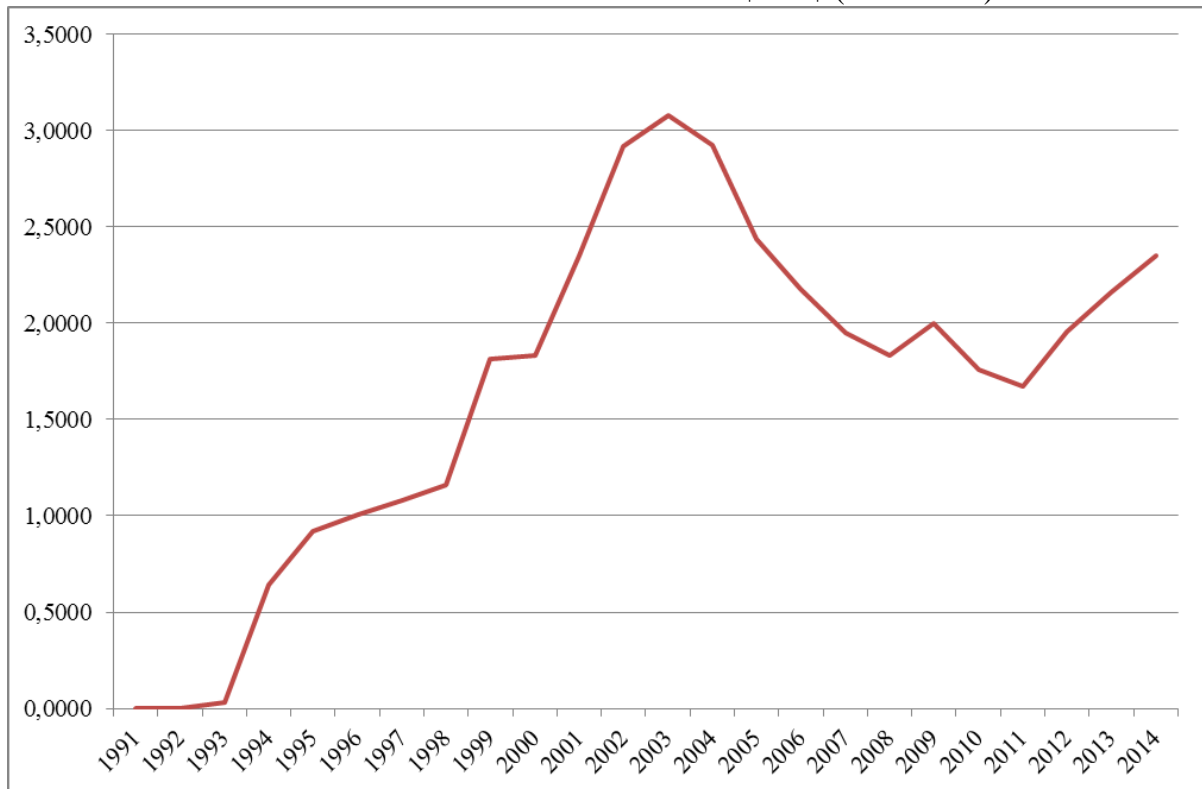


Fonte: BCB

A principal consequência da aplicação do Plano Real, como bem previam os observadores mais atentos, seria objetivada pela taxa de câmbio. Se por um lado a taxa de câmbio apreciada mantinha a inflação bem controlada, por outro afetava bastante a balança comercial, os déficits em conta corrente e a dívida externa, nesta ordem. Faz-se importante pontuar que a partir de 1995 o câmbio passou a ser administrado a partir de bandas, em que o governo determinava um ponto mínimo e máximo em que o câmbio poderia flutuar. Em geral, e a partir dos dados do gráfico 16, observa-se que o câmbio nominal esteve entre R\$ 0,8 e R\$ 1,2 para cada dólar entre 1994 e 1998, quando o câmbio se flexibilizou e teve trajetória ascendente.



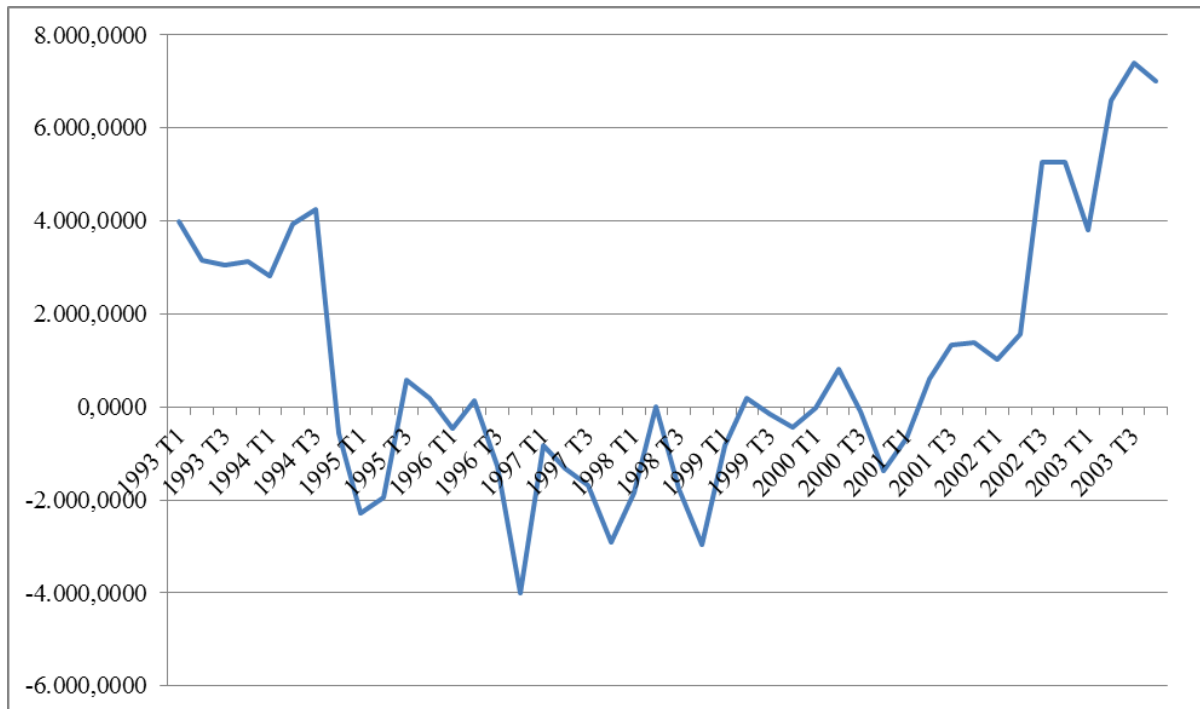
Gráfico 16 - Taxa de câmbio nominal R\$-US\$ (1991-2014)



Fonte: BCB

Evidente que a manutenção da taxa de câmbio praticamente rígida entre 1994 e 1998 afetaria a relação entre exportação e importação, ou seja, a balança comercial. A partir de 1994 o saldo da balança comercial passou a orbitar próximo a zero, mas com tendências para o lado negativo.

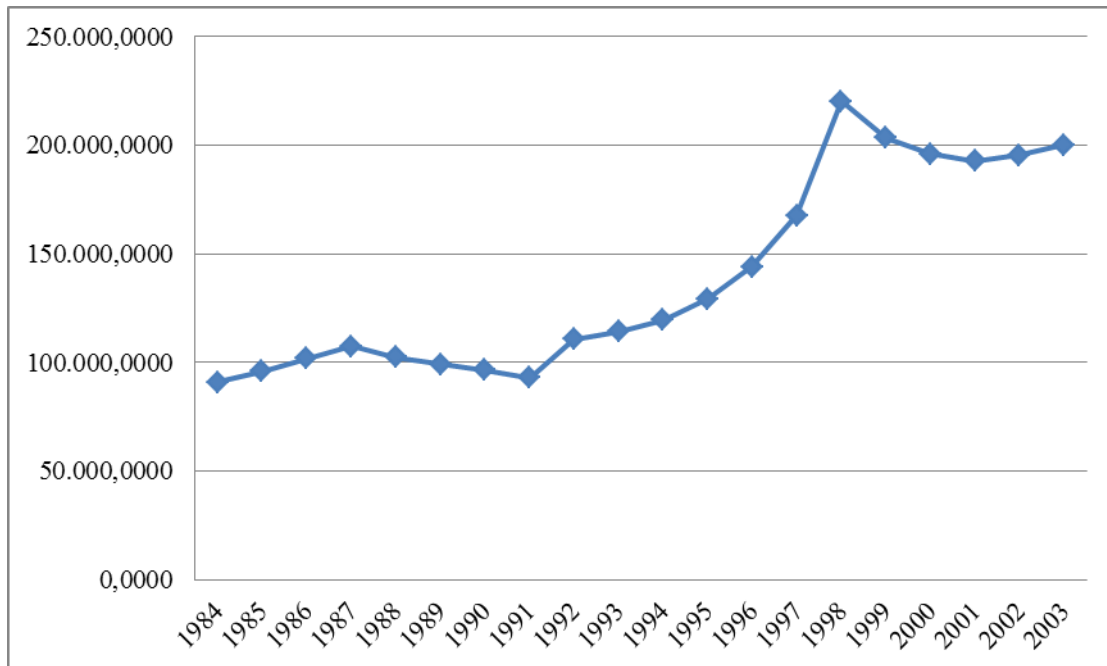
Gráfico 17 - Saldo da Balança Comercial do Brasil em milhões de US\$ (1993-2003)



Fonte: BCB

Os sucessivos saldos negativos da balança comercial foram compensados tanto pela entrada de capitais estrangeiros quanto pela utilização das reservas em dólar. A consequência é que entre 1993 e 2000 a dívida externa bruta brasileira cresceu sistematicamente e praticamente dobrou. O investimento estrangeiro no Brasil, por sua vez, passou de US\$ 2,1 bi em 1994 para US\$ 28,7 bi em 1998, incluindo as vendas de empresas nacionais para capitais externos. Este panorama indicava, claramente, que o Brasil estava se tornando refém dos capitais externo, principalmente os de curto prazo (FILGUEIRAS, 2006).

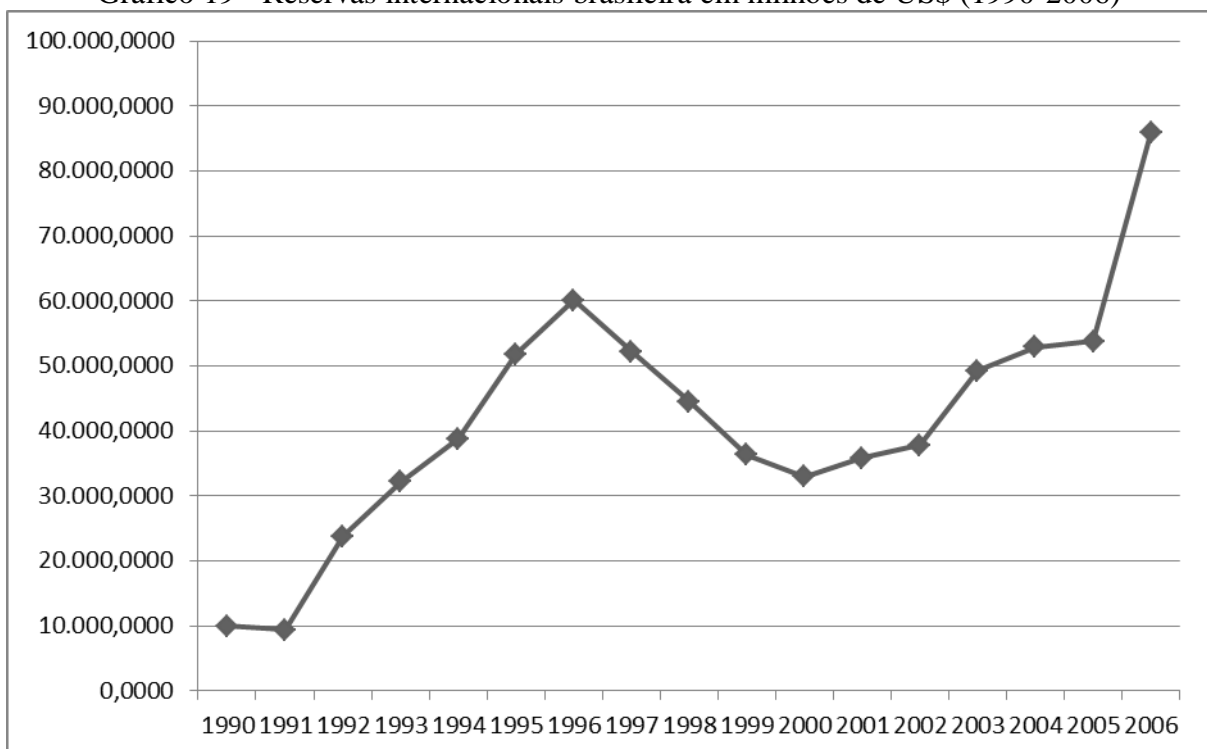
Gráfico 18 - Dívida Externa brasileira em milhões de US\$ (1984-2003)



Fonte: BCB

O nível das reservas, por sua vez, sofreu redução de aproximadamente 50% entre 1995 e 1999, sendo regenerada e acrescida posteriormente a partir de medidas emergenciais adotadas pelo governo brasileiro para enfrentamento das crises financeiras da Ásia-97 e Rússia-98.

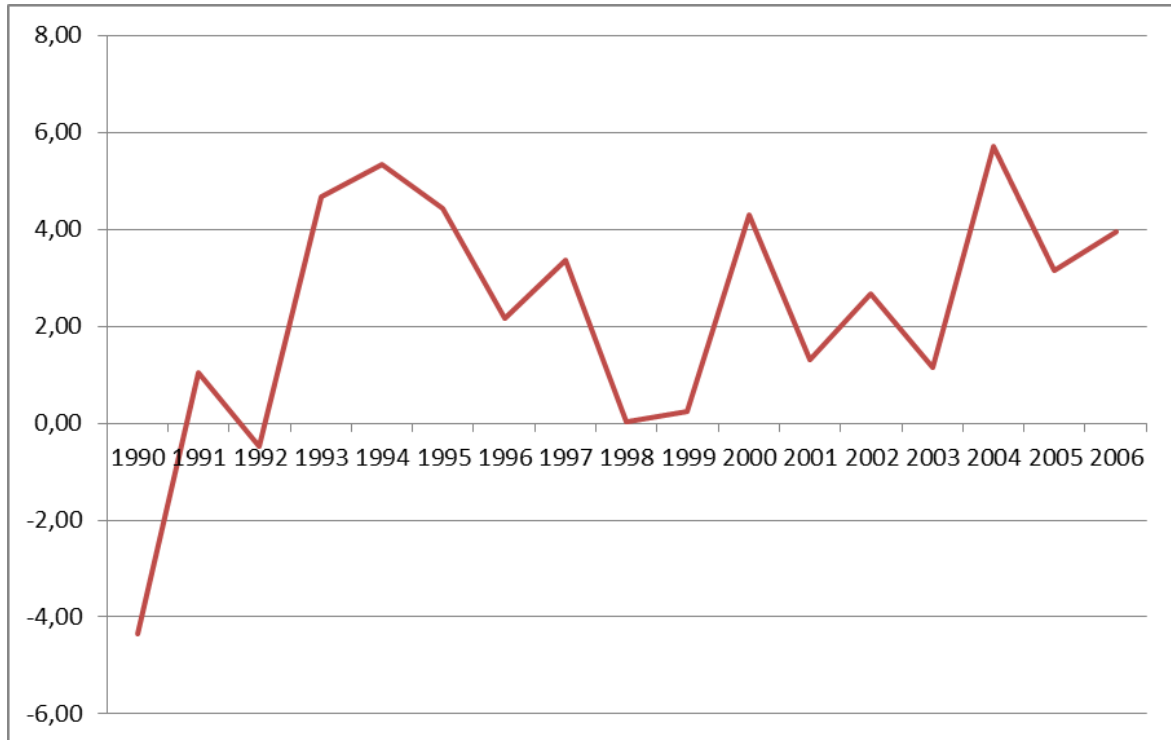
Gráfico 19 - Reservas internacionais brasileira em milhões de US\$ (1990-2006)



Fonte: BCB

A partir do gráfico 20, verifica-se que a taxa de crescimento do PIB possuiu caráter declinante após o Plano Real, saindo de aproximadamente 5% em 1994 para crescimento nulo em 1998, seguido de taxas com tendência ascendente a partir de 1999.

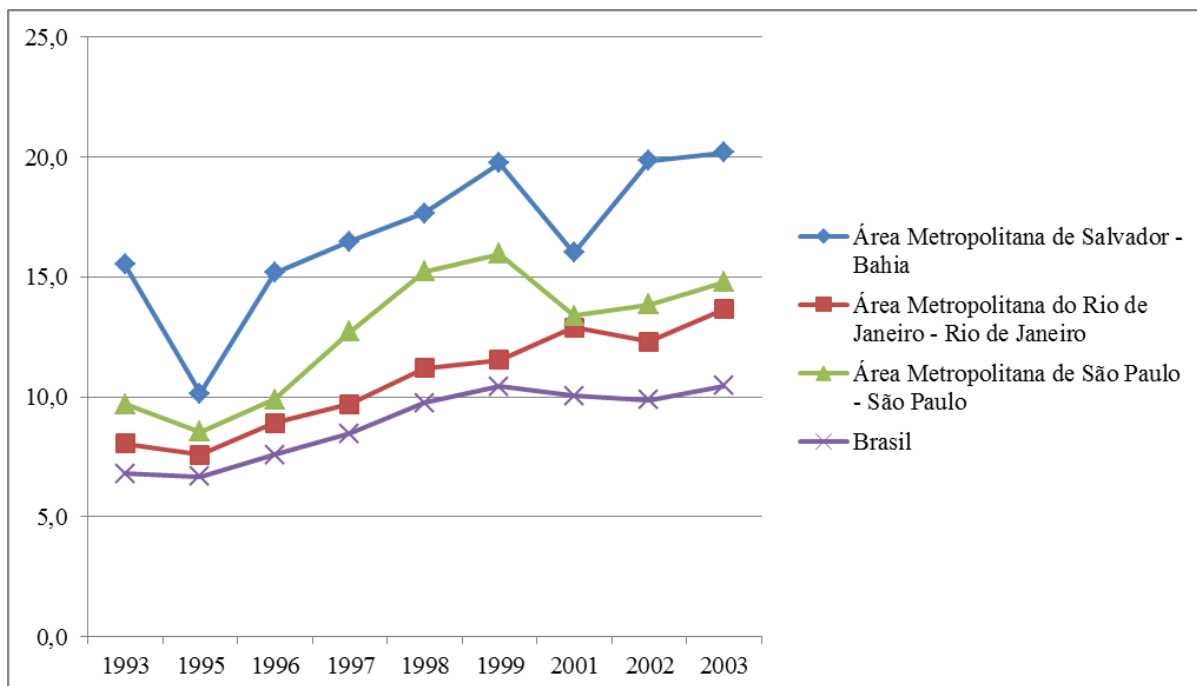
Gráfico 20 - Crescimento do PIB brasileiro, em % (1990-2006)



Fonte: BCB

Observando o mesmo período de tempo, as taxas de desemprego aumentaram no Brasil (considerando apenas os principais estados do sudeste, norte e nordeste), passando de 6,8% para 10,44%. Analisando isoladamente o desemprego em São Paulo (RMSP) e Salvador (RMS), o desemprego aumentou de 9,7% e 15,5%, respectivamente, para 16% e 19,8% no mesmo período. O gráfico 21 a seguir aborda estas análises e demonstra a taxa de desemprego em cada um dos anos. Os elementos fundamentais do Plano Real, embora segurassem a inflação, conduziam o país a uma armadilha que envolvia estagnação econômica e elevados níveis de desemprego (FILGUEIRAS, 2006).

Gráfico 21 - Taxa de Desemprego no Brasil, na Área Metropolitana de São Paulo, na Área Metropolitana do Rio de Janeiro e na Área Metropolitana de Salvador



Fonte: IPEA

A explicação básica para o aumento do desemprego no período foi a reestruturação do mercado de trabalho, neste ponto definida pela abertura da economia e pela consequente introdução de novas tecnologias e formas de gestão/organização. Houve, seguindo esta lógica, a diminuição das oportunidades de emprego, e se por um lado da massa empregada houve aumento da renda real, por outro também houve muita terceirização e precarização do emprego em alguns setores da economia (FILGUEIRAS, 2006).

Em agosto de 1998 a Rússia anunciou a moratória de suas dívidas, o que gerou enorme fuga de capitais dos países considerados frágeis ou em desenvolvimento. Como o Brasil estava incluso neste grupo, e como dependia bastante dos recursos externos, a sua situação macroeconômica se agravou. Modenesi (2010) argumenta que o instrumento da taxa de juros já não era tão eficaz como se imaginava, e neste período de instabilidade sua eficácia se tornava ainda menor.

No início de 1999, o governo tentou aumentar a banda cambial, desvalorizando o Real em menos de 10%, a fim de controlar o ataque especulativo sobre a moeda brasileira. Dadas às evidentes dificuldades cambiais advindas da moratória russa, ainda em 1999 decidiu-se pelo abandono da âncora cambial e adoção do regime de metas de inflação, caracterizado pelo

compromisso do Banco Central com a estabilidade de preços, mesmo que para isto o crescimento econômico seja sacrificado. Neste momento o câmbio passou a flutuar livremente. (FILGUEIRAS, 2006)

O Brasil, neste instante, inicia um processo bastante perigoso, onde os custos da diminuição e equilíbrio da inflação a partir das taxas de juros – transmissão considerada ineficaz - são repassados em grande medida para a população, ampliando assim o sacrifício imposto à sociedade<sup>6</sup> (MODENESI, 2010). Mesmo com todos estes problemas pós-Real, era visível, entretanto, que o Plano Real foi exitoso no principal ponto: afastar definitivamente o Brasil da hiperinflação.

---

<sup>6</sup> Para melhor compreensão dos custos do RMI, ver MODENESI (2012): “Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil pós Plano Real: uma agenda de pesquisa”.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O fenômeno da hiperinflação começou a ser bem estudado em meados da década de 1950, a partir do trabalho de Cagan e derivado da motivação que a escola monetarista tinha em entender a moeda e a sua relação com a inflação. Estes estudos referiam-se às experiências da década de 1920 e da década de 1940, ou seja, eram casos acontecidos no contexto das consequências das guerras mundiais. Os escritos de Thomas Sargent também foram muito importantes para o debate da hiperinflação, na medida em que procurou isolar o aspecto das expectativas adaptativas e inserir as expectativas racionais nas explicações. É justamente no momento do confronto que o estudo do fenômeno se amplia e novos conhecimentos são produzidos.

Não apenas o caso alemão – um dos focos deste trabalho -, mas também cerca de uma dezena de experiências hiperinflacionárias são muito bem compreendidas a partir dos resultados decorrentes deste confronto de teorias. A política econômica necessária para estabilização do processo envolvia sempre a diminuição da dívida externa, controle das contas públicas, criação de uma nova moeda, emissão monetária rígida, fixação da taxa de câmbio e credibilidade nas medidas governamentais. Através do aspecto da credibilidade, os autores observam que, portanto, o fator psicológico da sociedade é muito importante, pois sem que não haja o entendimento geral de que a estabilização dará certo, provavelmente haverá o fracasso.

Na experiência alemã, o plano para a criação do *Rentenmark* foi o golpe certo dado pelos formuladores da política econômica. A nova moeda possuía conversão em dólar e também na moeda antiga. Uma das grandes estratégias foi o ataque duplo à taxa de câmbio, de maneira que o banco central alemão (*Reichsbank*) e o novo banco criado apenas para a estabilização (*Rentenbank*) agiam em conjunto para manter a taxa de câmbio fixa em relação ao dólar. Desta maneira, a sociedade alemã aceitou o *Rentenmark* como moeda saudável, a comunidade internacional retomou o volume de comércio com a Alemanha e a hiperinflação teve fim. A Alemanha continuou a supervisionar a inflação até a metade da década seguinte, quando as motivações de guerra ressurgiram com bastante força.

As explicações para as causas e políticas de estabilização não estavam dando conta, entretanto, para resolver os problemas hiperinflacionários dos países latino-americanos, na

década de 1980. A necessidade exigiu uma revisão dos estudos sobre o tema, na tentativa de definir qual era a característica que diferenciava as experiências clássicas para estas mais recentes. Por isto o debate ocorrido a partir das teorias estruturalistas foi importante, pois identificaram que o grande problema da experiência latino-americana de hiperinflação – neste trabalho visualizado a partir do caso brasileiro – era o desarranjo estrutural da economia, refletido no agravamento dos preços relativos.

Após vários planos sem sucesso, o Plano Real foi o que, enfim, controlou a hiperinflação no Brasil. Todos estes planos levaram em conta a relação entre os preços relativos e, por isto, foram considerados heterodoxos. A política de renda era a característica específica de todos eles, sendo alguns voltados ao congelamento de preços ou ao congelamento dos ativos. O Plano Real, por sua vez, não apostou no congelamento da economia, pois se acreditava que o congelamento apenas cristalizava o desarranjo estrutural. Deste modo, pensou-se em alternativas a partir de médias salariais e restrição de reajustes dos salários em curto prazo, de modo a quebrar a indexação. A introdução da URV como parte da nova moeda criada – o Real – também teve papel fundamental como indexador, o que aproxima o caso brasileiro do alemão e seu *Rentensmark*. Assim como nos casos clássicos de hiperinflação, a experiência brasileira terminou muito rapidamente após a realização da estabilização considerada como correta, bem como precisou administrar as consequências do plano de estabilização até a década seguinte.

Fato é que os dois casos aqui apresentados possuem muitas características em comum, tanto nas causas dos fenômenos quanto na forma com que as experiências hiperinflacionárias tiveram fim. Classifica-se, portanto, o processo alemão como clássico e a sua estabilização via choque ortodoxo, enquanto a experiência à moda brasileira como alternativa e estabilização via choque heterodoxo. Importante ressaltar que esta dicotomia explícita entre heterodoxia e ortodoxia hoje é combatida por algumas correntes, que acreditam ser uma discussão já superada, de modo que em geral as políticas possuem influências significativas tanto da ortodoxia quanto da heterodoxia. Neste trabalho se fez esta diferenciação para melhor didática.

Neste trabalho se entendeu, entre outros pontos, que a hiperinflação ocorre após uma grande crise, sendo esta causada por guerras ou por crises financeiras, por exemplo. Entendeu-se, também, que a hiperinflação não ocorre exatamente no ano em que a crise ocorreu, mas as



causas se estendem ao longo dos anos, com picos hiperinflacionários ocorrendo após cinco e dez anos, em média. Evidente que não fez parte do escopo deste trabalho, mas uma análise da possibilidade de hiperinflação nesta década de 2010 pode ser um novo caminho de pesquisa. A Crise de 2008 foi uma das maiores crises financeiras da história mundial e, deste modo, uma agenda de trabalho poderia ser criada a fim de, a partir da análise das experiências recentes, observar se algum país apresenta as características iniciais do processo hiperinflacionário. Outro ponto interessante a se observar é como acontece no Brasil o reaquecimento do debate sobre os motivos da inflação, justamente a mesma espécie de debate ocorrido entre monetaristas-estruturalistas-inercialistas nas décadas de 1970 e 1980. Sobre esta dinâmica recente da inflação brasileira, a nova agenda de pesquisa poderia se iniciar, por exemplo, a partir do entendimento dos condicionantes macroeconômicos para a manutenção/alimentação da atual inflação.

## REFERÊNCIAS

BACHA, Edmar. Prólogo para a terceira carta. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.3, n.4, Outubro/Dezembro, 1983.

\_\_\_\_\_. Plano Real: Uma Avaliação Preliminar. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.2, n.3, p.3-26, Jun., 1995.

BARBOSA, F. H. ; SALLUM, Elvia Mureb. Hiperinflação: um Arcabouço Teórico. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 56, n.4, p. 517-549, 2002

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. 5.ed.. São Paulo, Pearson Prentice Hall, 2011.

BRESCIANI-TURRONI, C.. **The economics of inflation** – a study of currency depreciation in post-war Germany. Northhampton, John Dickens & Co Ltd , 1968. 3ª ed.

BRESSER PEREIRA, L.C. Inflação inercial e Plano Cruzado. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.6, n.3, julho-setembro, 1986.

\_\_\_\_\_. Os dois congelamentos de preços no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.8, n.4, outubro-dezembro, 1988.

\_\_\_\_\_. O Plano Verão e a crise estrutural da economia brasileira. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.9, n.4, outubro-dezembro, 1989.

\_\_\_\_\_. A descoberta da inflação inercial. **Rev. Econ. Contemp.**, Rio de Janeiro, v.14, p. 167-192, 2010.

BRESSER PEREIRA, L. C. ; NAKANO, Y.. Hiperinflação e estabilização no Brasil: o primeiro Plano Collor. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.11, n.4, outubro-dezembro, 1991.

CAGAN, P..The monetary dynamics of Hyperinflation. In: FRIEDMAN, Milton (Org.). **Studies in the Quantity Theory of Money**. Chicago: The University of Chicago Press, 1956.

CARDOSO, F. G.. A economia brasileira em marcha forçada: uma apreciação sobre a interpretação clássica do II PND. **Boletim de Informações FIPE**, São Paulo, v.349, p. 20-23, out., 2009.

CARDOSO, F.H. Plano Fernando Henrique Cardoso: exposição de motivos n. 395, de 7 de dezembro de 1993. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.14, n.2, p. 114-131, abr./jun., 1994.

CARVALHO, Carlos E.. As origens e a gênese do Plano Collor. **Nova Econ.**, Minas Gerais, v.16, p. 101-134, 2006.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. Alta Inflação e Hiperinflação: Uma Visão Pós Keynesiana. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 10, n.4, p. 62-82, 1990.

\_\_\_\_\_. Bretton Woods aos 60 anos. **Novos estud.** - CEBRAP, São Paulo, v. 70, p. 51-63, 2004.

CEPAL. **Bases para una respuesta a la crisis económica internacional.** Naciones Unidas: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, n.20, agosto, 1983.

COLISTETE, R.P. ; SANTOS, F.G. . Reavaliando o II PND: uma abordagem quantitativa. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA - ANPEC, 38, 2010, Salvador. **Anais**, Salvador, 2010.

COSTA, Fernando Nogueira da; Teorias de inflação moderada, inercial, acelerada e hiperinflação. In: \_\_\_\_\_. **Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista**, Makron Books, 1998, v.1.

COUTO, Joaquim Miguel; HACKL, Gilberto. Hjalmar Schacht e a economia alemã (1920-1950). **Econ. soc.**, Campinas , v. 16, n. 3, Dec., 2007.

DORNBUSCH, R.. **Stopping Hyperinflation: Lessons from the German Experience of the 1920's.** NBER Working Paper no. 1675, 1985.

FILGUEIRAS, Luiz. **História do Plano Real.** 3a. ed. São Paulo: Boitempo, 2006.

FRANCO, G. H. B.. O Milagre do Rentenmark: Um Experimento Bem Sucedido Com Moeda Indexada. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 43, n.3, p. 431-450, 1989.

\_\_\_\_\_. Hiperinflação: teoria e prática. In: REGO, José Marcio (Org.). **Inflação e Hiperinflação: interpretações e retórica.** São Paulo: Editora Bernal, 1990.

\_\_\_\_\_. Alternativas de estabilização: gradualismo, dolarização e populismo. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 13, p. 28-45, 1993.

\_\_\_\_\_. O Plano Real e a URV: fundamentos da reforma monetária brasileira de 1993-1994. In: \_\_\_\_\_. **O Plano Real e Outros Ensaio.** Rio de Janeiro: Editora Francisco Alves, 1995.

\_\_\_\_\_. Schacht: aspectos econômicos. In: SCHACHT, H. **Setenta e seis anos de minha vida: a autobiografia do mago da economia alemã da República de Weimar ao III Reich.** São Paulo, Editora 34, 1999. (Prefácio)

FUNARI, Pedro Paulo. **Grécia e Roma.** São Paulo: Contexto, 2002. 2ª ed. (Repensando a História)

FÜRSTENAU, Vivian. Inflação: monetaristas e estruturalistas. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.2, n2, p.25-35, 1981.

IAS 29. **Financial Reporting in Hyperinflationary Economies**, 2013. Disponível em:<<http://www.ifrs.org/IFRSs/IFRS-technical-summaries/Documents/English%20Web%20Summaries%202013/IAS%2029.pdf>>. Acesso em: 22 mar. 2015.

KANDIR, Antônio. **A dinâmica da inflação**. São Paulo, Nobel, 1989.

KEYNES, John Maynard. **Inflação e Deflação**, São Paulo: Nova Cultural, 1985. 2ª ed. (Coleção Os Economistas)

\_\_\_\_\_. **As consequências econômicas da paz**. Brasília/São Paulo: Editora UnB/IPRI, 2002.

KILSZTAJN, Samuel. O Acordo de Bretton Woods e a evidência histórica: o sistema financeiro no pós-guerra. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 9, n.4, outubro-dezembro, 1989.

LARA RESENDE, André. A moeda indexada: Uma proposta para eliminar a inflação inercial. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.5, n.2, abril-junho, 1985.

\_\_\_\_\_. Da inflação crônica à hiperinflação: observações sobre o quadro atual. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.9, n.1, janeiro-março, 1989.

\_\_\_\_\_. O Conselho da Moeda: um órgão emissor independente. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.12, n.4, outubro-dezembro, 1992.

LOPES, Francisco Lafaiete. Inflação inercial. hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.5, n.2, abril-junho, 1985.

MERKIN, Gerald. Para uma teoria da inflação alemã: algumas observações preliminares. In: REGO, José Márcio (Org.). **Hiperinflação: algumas experiências**. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988.

MODENESI, A. M. . Política Monetária no Brasil pós Plano Real (1995-2008): um breve retrospecto. **Economia & Tecnologia (UFPR)**, Curitiba, v. 21, p. 21-30, 2010.

MORAES, R. C.. Teoria da Inflação: Do Princípio da Demanda Efetiva à Curva de Phillips com Expectativas Adaptadas. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, RS, v.12, n.1, p.3-40, 1991.

\_\_\_\_\_. As hiperinflações e o caso brasileiro. **Indicadores Econômicos**, Porto Alegre, v.21, n.4, p. 145-152, 1994.

OHLIN, Bertil. The Reparation Problem: A Discussion. **The Economic Journal**, United Kingdom, v.39, p.172-182, June, 1929.

PALMEIRA, Miguel. Moses Finley e a economia antiga: interdisciplinaridade na produção de uma inovação historiográfica. **Revista Vernáculo**, Curitiba, v.7, n.8-10, p.114-124, 2003.

PEREIRA, João M. M. O Banco Mundial e a construção política dos programas de ajustamento estrutural nos anos 1980. **Revista Brasileira de História (Online)**, v. 33, p. 359-381, 2013.

PORTELLA FILHO, Petrônio. O ajustamento na América Latina: crítica ao modelo de Washington. **Lua Nova: Revista de Cultura e Política**, n.32, p. 101-132, 1994.

RAMOS, Fernando Antônio Cunha. **Análise Comparativa dos Planos Cruzado e Real**. Dissertação (Mestrado em Mestrado Em Finanças e Economia Empresarial) - Fundação Getulio Vargas - EPGE, 2004.

REGO, J. M. R.; MARQUES, Rosa Maria. **Formação Econômica do Brasil**. São Paulo: Editora Saraiva, 2011. 2ª ed.

SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN, Felipe B. **Macroeconomia em uma economia global**. São Paulo, Pearson Makron Books, 2006.

SALAMA, Pierre; VALIER, Jacques. **A Economia em decomposição: ensaios sobre a hiperinflação**. São Paulo: Nobel, 1992.

SARGENT, Thomas J.. The Ends of Four Big Inflations. In: HALL, Robert. **Inflation, Causes and Effects**. Chicago: The University of Chicago Press, 1982.

SARNEY, José. O Plano Verão. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.9, n2, abril-junho, 1989.

SBROCCO, Fernando Moreira. **A Alemanha no período entre-guerras: um estudo sobre a hiperinflação e a ascensão do nazismo**. 2011. 67 f. Trabalho de Conclusão de Curso (graduação), UNESP, São Paulo, 2011.

SCHACHT, Hjalmar H. G.. **The end of reparations**. Nova Iorque: J. Cape & H. Smith, 1931.

\_\_\_\_\_. **Setenta e seis anos de minha vida: a autobiografia do mago da economia alemã da República de Weimar ao III Reich**. São Paulo, Editora 34, 1999.

SENNA, José Júlio. **Política Monetária: Ideias, Experiências e Evolução**. Rio de Janeiro, Editora FGV, 2010

SHAPIRO, Edward. **Análise Macroeconômica**. São Paulo: Atlas S.A,1975.

TAVARES, M. C. Auge e declínio do processo de substituição de importações no Brasil. In: \_\_\_\_\_. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1977. 6. ed.

TOOZE, Adam. **O preço da destruição: construção e ruína da economia alemã**. Rio de Janeiro, Record, 2013.

ZINI Jr., A. Hiperinflação, credibilidade e estabilização. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v.24, n.3, p. 345-390, dez. 1994.