

# A experiência argentina: alta inflação, hiperinflação e estabilização fracassada

RICARDO LÓPEZ MURPHY

*Este trabalho analisa a experiência argentina recente, inclusive os dois momentos de hiperinflação do período 1989/90 e a fracassada tentativa de estabilizar o nível geral de preços. Aborda também as características principais dos fenômenos inflacionários tanto quanto os requisitos básicos que um plano de estabilização deve atender para ter êxito. Finalmente, faz uma resenha do processo que culminou na primeira hiperinflação, das razões do fracasso da primeira tentativa de deter a taxa explosiva de elevação do nível de preços e do programa subsequente que, felizmente, alcançou um relativo êxito. A última parte expõe as principais lições a serem apreendidas da experiência argentina.*

## 1 - Introdução

Este trabalho se propõe a analisar a experiência argentina recente, na qual se combinam a exacerbação hiperinflacionária e os repetidos e fracassados esforços de estabilização. Na realidade, reflete mais as experiências de um formulador de políticas do que uma elaboração teórica ou conceitual sobre os eventos ocorridos no passado imediato. O propósito é oferecer uma descrição e interpretação do processo econômico que possibilite entender a evolução recente da conjuntura econômica argentina.

A apresentação está organizada da seguinte forma: na Seção 2 são apresentadas algumas reflexões gerais sobre o problema inflacionário e sua pertinência para o caso argentino; na Seção 3 estão alguns dados selecionados da evolução recente; na Seção 4 procura-se explicar os sucessivos esforços estabilizadores empreendidos a despeito da resistência que geram e do fracasso anteriormente experimentado; na Seção 5 examinam-se os requisitos gerais que deveriam ser atendidos por um plano de estabilização; na Seção 6 são descritos os planos recentes de estabilização da alta inflação e o processo que levou à primeira hiperinflação; na Seção 7 examinam-se os planos aplicados para deter a hiperinflação e as razões de seu fracasso no primeiro caso e de seu êxito relativo no segundo; e, finalmente, na Seção 8 procura-se comentar as lições fundamentais que se podem obter com a experiência argentina.

---

Nota do Editor: Tradução não revista pelo autor.

## 2 - Algumas reflexões gerais

Talvez seja na Argentina que se dê em grau extremo uma simbiose de conflito, inércia e desequilíbrio monetário, que permite, simultaneamente, distintas interpretações do processo inflacionário e, sem sombra de dúvida, um elevado consenso profissional sobre o que se deve fazer para derrubar de maneira decisiva um ritmo de elevação de preços que chega a comprometer a convivência civilizada.

Falamos de conflito pois convergem sobre a sociedade e o Estado demandas que claramente excedem os recursos disponíveis e se traduzem em um agudo desequilíbrio do setor público e em um clima de conflito e politização das negociações entre operários e patrões. O conflito se manifesta no incremento dos preços públicos e privados, juntamente com os salários, convalidado pelo desequilíbrio fiscal e sua contrapartida monetária.

Falamos de inércia porque a larga tradição inflacionária criou uma mecânica de ajustes permanentes com base na inflação passada para a maior parte dos contratos por prazo mais extenso, entendendo-se por este o que excede um mês.

Falamos de desequilíbrio monetário porque, em última instância, a possibilidade de uma subida sistemática do nível de preços está indissolivelmente ligada ao aumento de quantidade de moeda que decorre do desequilíbrio de financiamento do setor público.

O pano de fundo dessa evolução econômica é um estado falido, no sentido de que seus recursos não lhe permitem fazer frente a seus compromissos operacionais, de investimento e da dívida, sem o recurso à deterioração em um grau extremo da moeda local e, em outros casos, sem nem sequer chegar a isto, já que o sistema degenera na hiperinflação. Na realidade, o problema não é de um ano apenas ou fruto de uma circunstância exógena. A falência se verifica intertemporalmente uma vez que as receitas futuras descontadas não dão para cobrir os gastos previsíveis a menos que se interponha uma reforma estrutural tanto do lado dos dispêndios como do das receitas. O problema está em que tal reforma não é marginal e nem administrativa e enfrenta gravíssimas dificuldades no âmbito instrumental e do consenso político.

Ao mesmo tempo, a falência do estado torna praticamente indefinido o direito de propriedade, já que não deixa estabelecida em faixas razoáveis a tributação futura, ficando claro que nas condições atuais o setor público é "infinanciável". Esta circunstância afeta essencialmente a taxa de desconto pelas perdas potenciais a ela associadas. Inevitavelmente debilita o processo de inversão e a taxa de crescimento da economia, resultando, assim, em uma debilidade fiscal ainda mais grave, já que compromete a renda futura. A crise de crescimento, por sua vez, potencializa os conflitos sociais e a taxa de inflação pela antecipação de um maior imposto inflacionário futuro, o qual, por si, agrava ainda mais o processo inflacionário e o colapso do processo de investimento. Tal interação foi muito importante na crise argentina da década de 80 e é fundamental levá-la em conta para que seja superado o processo de inflação elevada e decréscimo da renda *per capita*.

Em tais circunstâncias, o programa de reforma econômica deve atender não somente aos desequilíbrios conjunturais, porém também à dominante sensação de pessimismo ou inviabilidade econômica que condiciona os agentes econômicos.

Antes de finalizar esta seção convém assinalar uma questão conceitual implícita no argumento anterior, porém imprescindível de ser retida para que se capte o núcleo da argumentação. A inflação é um fenômeno monetário no sentido de que é impossível que ela se verifique na ausência de moeda ou de uma unidade de conta e, mais ainda, não se pode conceber na ausência de uma resposta pelo lado monetário. Esta afirmação não coloca em juízo o debate entre estruturalistas e monetaristas — que se refere, essencialmente, ao que determinou o processo inicial, se foi um desequilíbrio real ou de custos ou um desequilíbrio monetário —, e sim resume-se a analisar sua permanência no tempo e é nesse sentido que se lhe atribui o caráter de fenômeno monetário. Em segundo lugar, reconhece o caráter fiscal do processo inflacionário no sentido de que a capacidade de emissão outorga ao monopolista (o Banco Central) a possibilidade de apropriar-se de recursos reais em troca de papéis impressos. A necessidade de pelo lado monetário cria um recurso que não deve necessariamente cobrir o déficit do setor público não financeiro mas ainda pode vir a atender o desfinanciamento por resgate da dívida pública, a reposição do estoque de reservas ou a geração de crédito para o setor privado. Em todos os casos o setor público obtém uma melhora patrimonial que é a que se encontra implícita no caráter impositivo da inflação. Em última instância, fica impossível a permanência do processo inflacionário na ausência do déficit, pois a contínua melhora patrimonial do Estado age antecipando uma futura revalorização da moeda doméstica devido à riqueza implícita do setor público. (Em outras palavras, isto poderia intuitivamente explicar por que nas décadas de 50 e 60 o processo inflacionário não afetou de maneira irreversível a demanda por dinheiro, já que na prática o setor público ia-se capitalizando no sentido de diminuir suas dívidas em termos reais.)

### 3 - Alguns dados selecionados

Com vistas a ilustrar as características dos problemas argentinos em termos econômicos é interessante apresentar, em linhas muito gerais, a evolução do PIB *per capita*, o investimento *per capita*, a inflação, o grau de monetização e o déficit público.

As cifras não pretendem servir de base estatística para um estudo aprofundado da problemática argentina, mas estabelecer a magnitude da crise em termos sumamente genéricos, embora nem por isso menos precisos e impactantes. Em síntese, ocorreu na Argentina uma calamidade econômica, principalmente por erros organizativos e de política econômica, com a qual é difícil encontrar semelhança no mundo contemporâneo (Nicarágua, Panamá, Haiti e Peru são casos comparáveis). Talvez não se avalie isto em sua totalidade pela enorme riqueza natural do país e a enorme capitalização e vantagens derivadas das gerações anteriores (ver a Tabela 1).

Um breve comentário sobre as cifras induz a assinalar que, em que pese a sua dramaticidade, a queda do PIB *per capita* subestima a deterioração econômica, uma

TABELA 1  
Indicadores

PIB <i>per capita</i>	(US\$ de 1970)
1970	3.650
1980	4.000
1990	3.060
Investimento <i>per capita</i>	(US\$ de 1970)
1970	770
1980	900
1990	250
Inflação	(valores anuais, em %)
1960/70	20
1970/82	136
1989	5.000
1990 (março)	20.000
1990	1.050
1991	100/200
Monetização	(M1/PIB, em %)
1970	15,0
1980	8,0
1989 (julho)	1,6
1990	3,5
Déficit	(% do PIB)
1960/64	6,0
1965/69	2,5
1970/72	3,7
1973	8,1
1974/75	11,9
1976/77	10,5
1978/80	7,3
1981	7,3
1982	11,8
1983	20,2
1984	17,0
1985	15,5
1986 <sup>a</sup>	6,5
1987 <sup>a</sup>	9,0
1988 <sup>a</sup>	9,8
1989 <sup>a</sup>	20,0

<sup>a</sup>Nestes anos foram utilizadas fontes e metodologias diferentes.

vez que as relações de troca caíram em relação ao ano base e, adicionalmente, o país se endividou externamente de forma que a queda da renda nacional *per capita* excede com folga a do PIB *per capita*.

O investimento *per capita* é uma variável que mostra a deterioração econômica em toda a sua profundidade. Não se trata de um nível de produtividade *per capita* menor, o ajuste na acumulação é muito mais profundo, pelo que o futuro só pode ser muito mais cinzento. A percepção deste problema ainda não se ampliou no país e em sua classe dirigente e talvez venha a alcançar todo o seu dramatismo somente quando se traduzir em níveis crescentes de desemprego e marginalidade. Traz em grande medida uma forte correlação com os enormes déficits públicos e as extravagantes taxas reais de juros com os quais a comunidade argentina se acostumou a viver como se fossem inócuos.

A taxa de inflação vem tendo uma persistência e uma dimensão surpreendentes. O incrível é que uma sociedade, mesmo em sua decadência, se tenha acostumado a conviver com ela. O correlato da mesma é a destruição da moeda local ao ponto de se apresentar como um fator normal a fixação da grande parte dos preços e dos cálculos em moeda estrangeira.

O déficit fiscal alcançou níveis absolutamente excepcionais. A série apresentada o calcula nominalmente e sem praticar um ajuste pela inflação da dívida interna, mesmo quando esta não tenha sido muito significativa, como ocorreu em outros países latino-americanos. Ademais, foram somadas perdas incorridas pelo setor público por conta de seguros de câmbio em suas variadas alternativas. Em todo caso, a comparação relevante com a monetização dá uma idéia geral da magnitude com que o problema se apresenta. Mesmo corrigido pela inflação, o desequilíbrio fiscal requeria anualmente taxas de expansão monetária excepcionais até mesmo nos cenários mais favoráveis que se pudessem imaginar. Como sempre se procurou financiar uma parte do mesmo nos mercados interno e externo de capitais, ele deu lugar às taxas de juros excepcionais a que se fez referência anteriormente.

#### **4 - O objetivo estabilizador**

De modo geral todos os esforços de normalizar o processo inflacionário enfrentaram uma enorme resistência na Argentina. Isto se deve basicamente a que o ajuste implicava substituir um imposto muito regressivo, mas não de simples identificação, por uma redução de gastos e elevação de impostos de características muito evidentes e precisas. Todos os setores afetados reagem com virulência, possivelmente sem avaliar de forma correta o efeito mais deletério e profundo que gera a desordem inflacionária.

Apesar disso e das críticas, todos os governos tentaram sistematicamente processos de estabilização, alguns dos quais tiveram um breve, porém significativo êxito. A razão é que o custo do programa estabilizador é infinitamente menor que o processo alternativo de deixar a alta inflação transbordar em hiperinflação. Os países que a viveram em alguma medida (a Argentina o fez em duas oportunidades)

desenvolveram uma espécie de pânico coletivo ao processo de desarticulação do Estado que ela implica e à perda de toda ordem de convivência.

Em segundo lugar, as perdas na alocação de recursos atingem os graus máximos no sentido de que grande parte dos preços carece de significado enquanto representante de alternativas, já que não há possibilidade de processar informações devido à deterioração causada pela inflação sobre os valores nominais. A variabilidade dos preços afeta principalmente os mercados de capitais e de investimento, mas em casos extremos o próprio funcionamento da economia, como quando se interrompem as atividades comerciais na hiperinflação por falta de preços. As transações envolvendo o fornecimento de insumos se fazem a preço aberto e, em muitos casos, isso implica a impossibilidade de vender. Talvez um dos limites da má alocação de recursos seja a substituição de moeda ou dolarização. Importa-se a moeda estrangeira para sua utilização como meio de troca pela destruição causada na própria moeda. No entanto, nos países de grande tradição inflacionária isto não implica o abandono da determinação de preços com base em um padrão doméstico mesmo em casos extremos, senão o problema mencionado anteriormente de ausência de preços não existiria.

A inflação é particularmente destrutiva da organização fiscal. Assim, por exemplo, todo o sistema tributário requer um mínimo de nominalidade nos contratos e, em particular, naqueles de caráter direto. O orçamento, por sua vez, perde operacionalidade e sua característica de programa orientativo para tomar a forma de uma prestação de contas. A carência de moeda e de política fiscal convertem a sociedade em um fenômeno muito primitivo no qual, além do mais, a magnitude da tributação sobre os encaixes monetários ajuda a deteriorar ainda mais o perfil distributivo. Este grau de destruição e degradação moral, de fortunas acidentais e de fraude e exação comandadas pelo governo força a busca de um programa estabilizador. E isto ocorre mesmo quando se carece do poder político, do arcabouço técnico e da equipe para levá-lo a cabo. Desnecessário é dizer que tal circunstância desperta um ceticismo generalizado com relação à capacidade de lidar com o problema.

## **5 - Os requisitos do plano de estabilização**

A literatura tem tratado extensamente do tema, o qual desenvolvemos com cuidado em um outro trabalho (ver *La estabilización*, apresentado nas V Jornadas Anuais de Economía, Banco Central del Uruguay, 1990). Em todo o caso, parece pertinente repassar as principais idéias ali reunidas.

Em primeiro lugar, requer-se um fechamento do hiato fiscal de modo a não ter que recorrer à tributação via inflação como um mecanismo de financiamento. É importante, em particular, que a cobertura de fato dos gastos tenha características não transitórias. Se este não for o caso, é muito provável que parte da tributação adicional venha a se financiar com o desentouramento de recursos monetários domésticos, com impacto muito reduzido sobre a taxa de inflação.

Em segundo lugar, deve-se estabelecer uma âncora nominal, ou, em outras palavras, o numerário do sistema deve ser fixado de modo tal a não retroalimentar

o processo de modificação de variáveis nominais. Posto de outra forma, o resto dos preços se articula a partir dele e não afeta sua taxa de variação. Se não for assim, se carece de numerário. A questão não é que se requer um valor nominal fixo, porém que sua taxa de variação não fique dependendo dos outros preços determinados pelo numerário.

As alternativas principais são naturalmente a quantidade de dinheiro definida como a variável sob controle da autoridade monetária e a unidade de conta ou a taxa de câmbio da moeda estrangeira. Obviamente, a sustentabilidade de um ou de outro numerário depende do ajuste fiscal e da política de crédito da autoridade monetária, assim como de um volume inicial de reservas adequado em caso de taxa de câmbio fixa. A opção mais indicada dependerá, naturalmente, das circunstâncias específicas da economia a ser estabilizada.

Em terceiro lugar, o equilíbrio a ser alcançado deve ser sustentável no tempo no sentido de permitir o investimento e o equilíbrio externo. Em outras palavras, é possível que a estabilização seja alcançada com um nível de gasto público tão elevado que comprometa a viabilidade do investimento futuro pelos elevados impostos requeridos para sustentá-lo. No curto prazo isto é factível pelo caráter da taxa de depreciação dos grandes investimentos em capital fixo, muito embora seja inviável no longo prazo. O gasto público é, em última instância, um insumo do processo produtivo, e, se há sobrecusto, este tende a deslocar para outros países o investimento bruto. Por isso é que a ênfase na intertemporalidade do desequilíbrio fiscal tem outros aspectos além dos assinalados.

Um elemento do qual não se deve descuidar é da necessária coordenação entre os diferentes numerários que determina de um ou de outro modo a política pública. A elevação em termos dos numerários do gasto público, dos preços públicos e dos salários nominais a um ritmo claramente divergente da inflação internacional, por um prolongado período de tempo, sinaliza de forma clara que se começou mal o programa. Ou, então, se aqueles valores se encontram especialmente acompanhados de um forte desequilíbrio fiscal e externo, seu colapso é prematuramente visível. As experiências com o preanúncio das variações da taxa de câmbio nos países do Cone Sul (conhecido vulgarmente como tablita) são talvez o testemunho mais evidente deste problema. O desequilíbrio pode ocorrer mesmo na ausência de déficit, caso o mecanismo de ajuste de uma das variáveis nominais leve o sistema a um desequilíbrio intolerável. Por exemplo, a uma profunda recessão e elevado desemprego ou ao acúmulo de débitos que transmitam a crise a todo o sistema bancário em virtude de taxas de juros reais muito elevadas acarretadas pelo desequilíbrio. O efeito disto sobre a viabilidade da continuação do programa dependerá da institucionalidade financeira existente.

Um problema importante a ser levado em consideração é que o esforço de estabilização que, em grande medida, implica substituir o imposto inflacionário por outro tipo de recurso fiscal, vem em geral acompanhado de um desequilíbrio externo, o qual requer um corte na absorção doméstica. E é este que gera a maior parte dos transtornos e da resistência política às medidas.

O surpreendente no caso é que muitos países apresentem uma alta inflação e uma situação de superávit na conta corrente. Adicionalmente, seus déficits fiscais ajustados pela inflação desaparecem e se transformam em superávits, sendo a

inflação um mecanismo para reduzir a dívida interna ou externa e/ou acumular reservas. Chega-se a um ponto em que a estabilização requer, ao mesmo tempo, uma revalorização já que se utilizou a inflação como um meio de melhora patrimonial interna e externa do Estado.

Um outro fato ligado aos processos de estabilização é um sobreajuste inicial e no sentido contrário da taxa real de juros e dos salários reais. A elevada taxa de juros inicial tende a criar um excesso de oferta de modo a limitar os reajustes de preços ao ritmo anterior. Por seu lado, a queda real dos salários reforça o efeito do excesso de oferta pela maior propensão destes ao consumo, tanto quanto detém o processo de pressões de custos associado à inflação anterior. Naturalmente que isto se relaciona com o excesso de demanda por base monetária que se pode esperar inicialmente com a inflação menor.

A elaboração do programa deve respeitar esta lógica salvo se a inflação anterior estiver associada a preços acentuadamente reprimidos e a distorções de tal magnitude nos mercados de capital e de divisas que o processo estabilizador e a liberação de variáveis venha a gerar um processo econômico expansivo. Tal ocorreu, deve-se reconhecer, em ambas as experiências hiperinflacionárias da Argentina, onde a própria normalização da economia gerou um processo fortemente expansivo.

Um aspecto de difícil apreensão e formalização é a necessária credibilidade que o processo deve induzir nos agentes econômicos. Na realidade, o dinheiro fiduciário e o crédito existem em função deste conceito. Alcançar tal credibilidade é muito difícil e complexo e, como a reputação, pode-se perdê-la num instante. Para obtê-la são necessários um programa consistente, uma equipe idônea e um apoio político irreversível capaz de demonstrar que o programa não é desafiável e nem negociável. Naturalmente, este apoio será reforçado se o programa contar com a ajuda dos organismos multilaterais de crédito.

Em última instância, é requerida uma alteração do regime fiscal e monetário no qual a economia operava anteriormente, bem como que a própria lógica do programa implique a impossibilidade de seu regresso. Um aspecto decisivo nesse sentido é a viabilidade do alcance das metas fixadas em função dos elementos técnicos disponíveis. Da experiência argentina destaca-se com esse sentido o êxito inicial do Plano Austral e, no sentido contrário, o fracasso do plano de estabilização inicial do Presidente Menem conhecido como plano "Bunge y Born".

## **6 - A experiência argentina**

O esforço central desta seção se destinará a estudar as razões pelas quais uma sociedade como a argentina se lança em uma desordem de características catastróficas com a hiperinflação no período 1989/90, a qual a leva ao limite da dissolução da convivência civilizada e da própria existência do Estado.

O primeiro elemento de julgamento é, sem dúvida, o desequilíbrio fiscal de caráter estrutural. Conforme apresentado em seções anteriores, este chegou a limites que necessariamente implicam uma taxa muito alta de inflação. A persistência do fenômeno reduziu fortemente a demanda pela base monetária em termos



reais e a própria inviabilidade financeira (já que o déficit é crescente através do tempo) reduziu a limites mínimos a possibilidade de colocar, ou sequer renovar, a dívida pública em condições voluntárias.

Desde abril de 1988 a Argentina havia suspenso o serviço da dívida pública externa com os bancos comerciais e praticamente tinha deixado de renovar a dívida interna que não fosse com o sistema financeiro doméstico, o qual, por sua vez, era feito coercitivamente. Em tais circunstâncias, qualquer agravamento da situação fiscal deveria conter características explosivas já que o financiamento disponível adicional era negativo. O fator básico foi, sem dúvida, uma mudança na confiança que provocou uma brusca transformação dos portfólios, fazendo subir a taxa de câmbio real, o que encareceu fortemente o serviço da dívida pública em moeda estrangeira (os depósitos em dólares tinham cobertura de 100% e grande parte das divisas havia sido comprada via pré-financiamento) e, simultaneamente, produziu um atraso muito significativo nos preços públicos (aproximadamente 2/5 dos recursos totais, ver Tabelas 5 e 6).

Outro fator decisivo para este resultado foi a decisão do governo constitucional anterior de tentar, por volta de meados de 1988, um plano de estabilização, conhecido como Plano Primavera, visando reduzir a taxa de inflação de aproximadamente 25% ao mês para um nível de 4 a 5% mensais, o que parecia básico para que o processo eleitoral se pudesse desenrolar em um contexto de relativa confiança, sensatez e racionalidade. Não obstante, o referido plano pretendia atingir tais resultados como uma combinação de políticas de rendas, um novo imposto cambial (a diferença entre a taxa de câmbio de exportação e de importação) e uma modificação dos preços públicos que alterasse marginalmente o financiamento público. Logicamente, neste caso a redução da inflação somente era possível temporalmente à medida que se pudesse colocar um volume maciço de dívida interna e que a monetização pela redução do ritmo da alta de preços permitisse substituir o enorme fluxo de recursos que o imposto inflacionário gera. Para agravar as coisas, mas com o intuito de atrair o empresário industrial, a reforma começou com uma forte redução do imposto sobre o valor agregado, o que comprometia ainda mais a situação fiscal. A dívida interna acumulada neste período elevou-se muito, assim como os salários e o gasto público, em termos do numerário escolhido para controle, que era a taxa de câmbio comercial ou controlada. Isto também contribuiu para agravar a situação inicial.

A forma de colocar a dívida interna foi assegurar aos seus detentores um retorno elevado em termos de divisas estrangeiras. Com tal procedimento se estava comprando uma menor inflação presente em troca de uma maior inflação futura. Uma prova disso é que toda a colheita de grãos foi vendida por antecipação e os dólares deram entrada no Banco Central como forma de aplicar estes recursos às altas taxas internas de juros. Adicionalmente se maximizava o lucro se, no caso de uma crise, entrasse em vigor o controle de câmbio, pois que as divisas haviam sido vendidas por antecipação. A queda artificial da inflação que se mostra na Tabela 2 deveria ser posteriormente compensada por uma maior inflação, dado que o mecanismo utilizado para sua redução fora o aumento do endividamento. Em particular, pela colocação da dívida a prazo muito curto, o programa era muito vulnerável a uma crise de confiança, já que a não renovação da dívida interna implicava sua imediata monetização. Fundamentalmente, a única forma de preservar algum equilíbrio era

TABELA 2  
*Taxa de inflação trimestral*

1988 I	38,23
II	60,03
III	79,10
IV	23,10
1989 I	39,70
II	410,57
III	347,15

ter um superávit operacional no Tesouro e no setor público não financeiro e utilizar a margem que desse o imposto inflacionário para servir a dívida interna. Mesmo esta estratégia era limitada, já que boa parte da dívida interna estava dolarizada.

Se bem que o Plano Primavera não explique de modo algum o fenômeno hiperinflacionário, pode-se concluir que o mesmo debilitou ainda mais a situação fiscal já comprometida, agregando uma dose inevitável de inflação adicional para compensar o excesso de endividamento incorrido no período.

A campanha eleitoral influiu de maneira decisiva no processo desencadeador da hiperinflação. Promessas absolutamente divorciadas da realidade econômica, anúncios de aumentos excepcionais de salários, anistias tributárias, a possibilidade de repudiar títulos da dívida pública, reformas financeiras (boa parte dos títulos estava colocada no sistema bancário) que na verdade implicavam graves custos para os poupadores, apoios às províncias e ao sistema de subsídios existente, tudo afetava ainda mais a crise fiscal preexistente. Particularmente, existia a presunção generalizada nos setores empresariais e financeiros de que a eleição deveria ser aguardada com o portfólio em dólares. Dado que a autoridade monetária detinha uma posição em divisas negativa a curto prazo (as reservas eram inferiores aos pré-financiamentos e vendas antecipadas de divisas e aos depósitos de curto prazo em moeda estrangeira, que provinham de um encaixe de 100% sobre as aplicações em divisas no sistema financeiro), a única correção possível era no nível geral de preços e, em particular, na taxa de câmbio, a qual, como se observa na Tabela 3, alcançou níveis excepcionais. A demanda de austrais que permaneceu foi basicamente com vistas a pequenas transações ou àquelas aplicações que, por sua correção retardada, permitiam realizar lucros excepcionais. O ajuste por este caminho não foi maior porque, por diferentes procedimentos, forçou-se uma determinada demanda de austrais.

Na prática torna-se muito complexo o desenvolvimento de um sistema político quando se está disposto a deixá-lo à beira do abismo na contenda eleitoral com propostas que implicam, por exemplo, a queda a níveis incriveis da demanda pela moeda doméstica por causa de promessas feitas.

Outro fator decisivo foi a reação tardia do governo quando se desencadeou o processo hiperinflacionário. Estava claro, para qualquer observador, que não se dispunha de reservas para sustentar a taxa de câmbio, que as dívidas colocadas no sistema bancário não podiam ser aumentadas em termos reais, que a aceleração da

TABELA 3

<i>Dólar exportação<sup>a</sup></i>	
1986	100,0
1987	103,0
1988	98,3
1989	133,0
1989-Janeiro	83,7
Março	87,7
Abril	209,1
Maio	210,6
Junho	161,2
Julho	138,6
<i>Dólar livre<sup>b</sup></i>	
1985-Julho	100
1985	92
1986	71
1987	81
1988	80
1989	119
1989-Janeiro	64
Fevereiro	87
Março	120
Abril	144
Maio	162
Junho	237
Julho	128
Agosto	95
Novembro	34

<sup>a</sup> Ver *Indicadores Económicos*, BCRA, 1990.

<sup>b</sup> Ver FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, nov. 1990.

velocidade do M1 requeria um superávit nas contas do Tesouro excluído o serviço da dívida externa. O ajuste dos salários não poderia exceder o ritmo de inflação do mês anterior (a inércia em um processo de aceleração inflacionária tem efeito retardante na taxa de inflação), de modo a impedir a dolarização extrema da economia. As tarifas dos serviços públicos, com relação aos salários, deveriam ser as mais altas que se pudessem computar em termos históricos como também em função do nível geral de preços. Os impostos de base fixa, sobre o valor dos imóveis, por exemplo, deveriam ser rapidamente ajustados assim como as multas de mora.

Lamentavelmente, a reação do governo não foi essa, sendo que se produziu um atraso tarifário muito significativo e os salários aumentaram normalmente além da inflação do mês anterior, rompendo a inércia e contribuindo para a propagação inflacionária. O desequilíbrio fiscal se ampliou consideravelmente, já que o cancelamento das dívidas em dólares do Banco Central exigiu a aquisição, por parte do governo, de dólares a um preço excepcionalmente alto. Assim, por exemplo, se contabilizou um desequilíbrio de 33% do PIB, conforme enfatizamos em um trabalho anterior (ver *La estabilización*). Isto encontra explicações principalmente na necessidade de grandes compras de divisas para atender ao cancelamento dos pré-financiamentos, aos depósitos em dólares e ao pagamento de todas as importações que haviam sido financiadas. Um exemplo dramático da reação tardia e equivocada foi a pretensão do governo de controlar a taxa de câmbio quando sua posição em divisas já era negativa, de baixar o preço do combustível para 0,07 dólares por litro quando habitualmente custava de 0,60 a 0,50 e de manter as multas que, no passado, em geral eram o dobro da taxa de inflação em um nível inferior em 1/5 dela.

## 7 - Os programas anti-hiperinflação

O primeiro programa para enfrentar a hiperinflação foi posto em marcha em 8 de julho de 1989. Tratava-se de um choque não ortodoxo no sentido que implicava uso muito intenso das políticas de renda e, em particular, do controle de câmbios.

As principais medidas foram as seguintes:

Elevação das tarifas públicas 700%

Aumento de salários 220%

Desvalorização 210%

Os subsídios foram suspensos em 50%, assim como se estabeleceu uma política muito restritiva em matéria de gasto público e transferências, manteve-se uma série de medidas adotadas durante a hiperinflação, tais como os impostos especiais de 20% sobre as exportações industriais e de 30% sobre as agrícolas, o pagamento em títulos de médio prazo dos subsídios às exportações e, por último, um conjunto de impostos de emergência que tinham como base de sustentação um nível muito

TABELA 4  
*Taxa de câmbio real comercial*

Média 1982/89	100
Julho 1989	148
Outubro 1989	113

FONTE: Carta Económica, nov. 1989

TABELA 5

*Dívida interna remunerada do setor público consolidado*

	Dólares	Dívida	Número
	Correntes	total/M2	índice
1986-I	5025	51,7	108,1
II	5961	51,6	118,3
III	6277	54,3	123,0
IV	5772	53,2	122,0
1987-I	6167	31,3	141,4
II	6528	65,3	150,0
III	6098	68,9	147,1
IV	5891	73,5	137,0
1988-I	6122	77,6	151,6
II	7239	86,0	156,7
III	8213	93,4	157,4
Outubro	9400	88,3	162,6
Novembro	9904	82,8	168,6
Dezembro	10696	81,6	175,6
1989-Janeiro	11708	82,9	190,0
Fevereiro	9508	91,3	207,0
Março	7477	104,6	227,7
Abril	7725	136,1	246,1
Maio	7169	190,4	251,7
Junho	5230	222,6	249,1
Julho	5234	166,7	129,8
Agosto	6582	137,9	141,1
Setembro	7563	123,9	150,9
Outubro	7591	109,4	158,1
Novembro	6344	104,1	158,4
Dezembro	58116	111,4	132,5
1990-Janeiro	249	7,7	5,0

FONTE: R. Frenkel e M. Damill, *Hiperinflación y estabilización: la experiencia argentina reciente*, 1990.

TABELA 6  
*Tarifas públicas reais*

1980	75,9
1981	86,0
1982	67,5
1983	73,7
1984	86,3
1985	93,8
1986	100,0
1987	97,8
1988	94,4
1989	77,1
1989-Junho	36,6
1990-Novembro	109,5

FONTE: *Indicadores Económicos*, BCRA, 1990

TABELA 7  
*Salário real em dólares por hora trabalhada*

	Real	Dólares
1982	76,8	77,4
1983	95,0	79,1
1984	120,8	115,2
1985	106,1	89,9
1986	100,0	100,0
1987	92,4	96,1
1988	88,8	92,2
1989	75,0	64,3
1989-Julho	55,9	35,8
1990-Julho	80,0	115,7

FONTE: *Indicadores Económicos*, BCRA, 1990.

elevado da taxa de câmbio real como consequência do processo hiperinflacionário (conforme se verifica na Tabela 4).

O nível dos salários reais ficou muito abaixo dos níveis históricos mesmo quando refletia uma dramática redução da produção *per capita*, do emprego e da renda nacional por conta do endividamento e da deterioração das relações de troca (ver Tabelas 7, 8 e 9). Não obstante, não era este o problema principal, mas sim que o

TABELA 8  
*Poder aquisitivo*

1980	95,4
1981	89,2
1982	78,5
1983	93,1
1984	110,1
1985	100,0
1986	105,6
1987	96,9
1988	86,4
1989	69,0
1990-Novembro	86,7

FONTE: FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, nov. 1990.

TABELA 9  
*Operários ocupados na indústria de transformação*

1970	100
1980	88,1
1981	77,1
1982	73
1983	75,4
1984	77,6
1985	74,7
1986	71,7
1987	71,3
1988	72,1
1989	66,4
1990	62,5 <sup>a</sup>

<sup>a</sup>Preliminar

programa essencialmente dependia de que a política de salários nominais não afetasse a fixação da taxa de câmbio.

Evidentemente, o risco de fortes variações nesta última alterava a demanda pela moeda doméstica bem como a situação do sistema financeiro em um contexto de extrema fragilidade como consequência do processo hiperinflacionário.

Outro fator muito importante foi o refinanciamento da dívida interna. Na realidade, existiam diversos títulos públicos que ofereciam uma variedade de meca-

nismos de ajuste para reter os recursos dentro da economia, permitindo as mudanças de portfólio que os agentes econômicos desejassem. Além do mais, o sistema bancário detinha um título que implicava uma esterilização muito significativa dos seus recursos creditícios e uma série de títulos e depósitos com 100% de encaixe, os quais haviam sido emitidos imediatamente depois da crise cambial, no começo da hiperinflação, e que procuravam conter uma fuga maciça em direção à moeda estrangeira, oferecendo uma rentabilidade extravagante. Estes últimos títulos e depósitos foram refinanciados por vários anos em bônus de consolidação que tinham diferentes cláusulas de ajuste (taxa de juros, dólar comercial e dólar financeiro).

É natural que este reescalonamento forçado dos vencimentos de parte da dívida pública afetasse a estabilidade jurídica e fosse condicionar fortemente qualquer dificuldade que se apresentasse na política governamental. De algum modo a colocação voluntária da dívida ficara comprometida e isto se agravaria ainda mais com as medidas estabelecidas pelo Plano Bonex.

A situação das reservas do Banco Central era absolutamente extrema nos primeiros dias do governo Menem. Para sua reconstituição se usaram dois procedimentos: por um lado, a recuperação da monetização de M1, que havia caído ao nível de praticamente 600 milhões de dólares (em dezembro de 1990 seu valor era de US\$ 5 milhões; em dezembro de 1986, US\$ 4.120 milhões), o que abria ao Banco Central uma fonte de recursos não desprezível; o outro mecanismo utilizado, a colocação da dívida interna pública pelo sistema financeiro, permitiu, por sua vez, a aquisição maciça de reservas, porém neste caso a um custo excepcional. Sem contar os primeiros meses (julho, agosto), com o plano relativamente consolidado, pagava-se 6% ao mês com a taxa de câmbio fixa por um período que, segundo os porta-vozes governamentais, estender-se-ia por anos. Obviamente, tal situação era insustentável já que a taxa de crescimento da dívida interna se tornava explosiva (os juros se capitalizavam).

A percepção, em outubro, de que iam ocorrer importantes aumentos salariais em dólares gerou uma mudança de portfólio que, em termos gerais, o Banco Central tentou contrarrestar, retirando liquidez aos títulos públicos, elevando a taxa de juros e, ainda que pareça incrível, colocando novos títulos em condições de rentabilidade excepcional. Como se observa na Tabela 10, a taxa de juros elevou-se crescentemente e, como o grosso da dívida interna se ajustava por ela, isto implicava, cada vez mais, capacidade de comprar dólares a um preço fixo. Dado o reduzido prazo de vencimento da mesma, algo em torno de sete dias em média, era máxima a pressão por este prisma.

A conseqüência inexorável foi que o Banco Central começou a perder reservas e as taxas de juros subiram a níveis absolutamente excepcionais. A reação que se previa era de que o governo iria tratar de renovar o financiamento de maneira forçada por meio de um mecanismo que não era fácil de discernir. Em princípios de dezembro se refinanciaram em termos coercitivos os vencimentos dos Bônus de Consolidação e outros títulos em moeda local com vencimentos durante o ano de 1990. A reação dos agentes econômicos se traduziu em uma violenta corrida de rejeição da moeda local, muito embora o governo tivesse determinado uma desvalorização de 60% e uma alta nos preços públicos de magnitude similar (ver a Tabela 11).



O programa teve uma duração de três dias e a renúncia do Ministro da Economia obrigou a ensaiar uma nova política econômica.

Esta consistiu em liberar todos os preços e salários, inclusive a taxa de câmbio. Isto foi feito em um marco de indefinição da política orçamentária e monetária que tornava impossível precisar qual fator permitiria fazer o programa convergir para um resultado razoável. Os analistas econômicos o denominaram "plano nada" ou a

TABELA 10  
*Taxa de juros passiva (equivalente à efetiva mensal)*

(Em %)

1989-Julho	27,5
Agosto	12,7
Setembro	7,4
Outubro	6,3
Novembro	9,7
Dezembro	40,5

TABELA 11  
*M2 como % do PIB*

1988-Dezembro	19,4
1989-Janeiro	21,5
Fevereiro	21,4
Março	20,6
Abril	18,1
Maio	14,2
Junho	12,8
Julho	8,9
Agosto	10,5
Setembro	12,2
Outubro	13,7
Novembro	14,4
Dezembro	11,4
1990-Janeiro	6,1
Fevereiro	4,9

liberação das variáveis sem qualquer política. Outro não poderia ser o resultado senão uma brusca elevação da taxa de câmbio e das taxas de juros que, dada a situação da dívida pública, ajustável pela taxa de juro e de prazo muito curto, se traduzia em uma elevação sistemática do déficit público e em uma fuga maior da moeda doméstica, a qual, pelo aumento de sua velocidade gerava uma tendência à explosão inflacionária.

O governo avaliou que dispunha de duas alternativas que, em termos gerais, consistiam em uma brusca elevação do nível geral de preços (obter a conversibilidade da base monetária com as escassas reservas de divisas no Banco Central através de uma violentíssima desvalorização de modo a dar um respaldo de 100% à moeda) ou em uma punção monetária que reduzisse o excesso de liquidez (convertendo os depósitos em títulos de prazo muito longo, baixa rentabilidade e trocados a um câmbio muito desfavorável).

A possibilidade de um excesso de dinheiro (*monetary overhang*) em uma economia livre e sem controle de preços é, na verdade, difícil de entender sequer como uma possibilidade teórica. Na prática, esse não era o problema, o dinheiro tendo-se reduzido a um nível mínimo em termos reais. A dificuldade central residia no desequilíbrio fiscal e na ameaça ao direito de propriedade, além do que se passava em moeda local, produto da discussão pública dessas alternativas.

A opção final foi pela punção monetária, que reconverteu praticamente a totalidade dos depósitos a prazo fixo (o montante isento era de 1.000.000 austrais ou, aproximadamente, US\$ 550).

A fortíssima iliquidez que se gerou *a posteriori* forçou uma queda da taxa de câmbio nominal de um nível de 1.800 austrais por dólar para uma cifra de aproximadamente 1.350 austrais por dólar. A impossibilidade do pagamento de ordenados e impostos por parte do setor privado forçou uma liberação de depósitos das empresas para serem aplicados com este fim. Em conseqüência, permaneceram dentro do refinanciamento forçado principalmente os pequenos e médios poupadores. Os grandes depositantes, como as empresas, puderam aplicar os recursos e os demais se encontravam fora do sistema bancário argentino, com recursos depositados no exterior. Onde o resultado do refinanciamento forçado surpreendeu possivelmente os grandes detentores foi na conversão do resto da dívida pública (bônus de consolidação, letras do Tesouro de curto prazo, etc.).

Concretamente, o programa que foi anunciado como um regime de política econômica que eliminaria a hiperinflação acabou por acelerá-la fortemente, devido à fuga do dinheiro doméstico que provocou nas pessoas (isto é possível avaliar pelas taxas anualizadas de inflação apresentadas na Tabela 12).

Em princípios de março de 1990, o governo lançou o terceiro plano econômico do Ministro Erman González e o quinto do governo que assumiu em julho de 1989, em uma situação extremamente crítica.

O programa foi qualificado pelos analistas como modesto e brutal. Modesto porque sua base conceitual e seus objetivos eram relativamente simples: alcançar um superávit operacional que permitisse financiar as obrigações em austrais do SPNF (setor público não financeiro) e utilizar a criação de dinheiro (imposto inflacionário) de modo a adquirir as divisas necessárias para servir os compromissos

TABELA 12  
*Inflação*  
*Varição anual em dezembro*

(Em %)

1974	40	1983	434
1975	335	1984	688
1976	348	1985	385
1977	170	1986	82
1978	169	1987	175
1979	140	1988	387
1980	88	1989	4924
1981	138	1990	1344
1982	210		

*Varição com relação aos 12 meses anteriores*

	1989	1990
Janeiro	387,0	8165,3
Fevereiro	383,2	12085,5
Março	392,8	20263,1
Abril	460,6	16904,1
Maio	764,6	10724,3
Junho	1472,0	5648,3
Julho	3611,4	2047,7
Agosto	3909,1	1696,8
Setembro	3825,2	1800,7
Outubro	3702,8	1838,4
Novembro	3731,8	1832,2
Dezembro	4923,7	1343,9

inadiáveis em moeda estrangeira (organismos multilaterais, títulos externos que tinham sido utilizados no refinanciamento forçado) e reconstituir as reservas que haviam baixado a um nível mínimo no processo anterior. Para tanto, contava-se com o fato de que o dinheiro para transações caíra a um nível mínimo e era previsível sua reconstituição em um cenário mais normal. Por outro lado, a redução da oferta de crédito, em consequência da redução do dinheiro, gerou uma taxa de juros tão espetacular que obrigou bancos e empresas privadas a repatriar dólares de sua disponibilidade.

A venda de dólares por parte do público e a recomposição de reservas pelo Banco Central produziu um enorme efeito sobre a reversão das expectativas, somando-se à percepção de que o valor do dólar em termos reais estava muito elevado, assim como de que existia uma margem de monetização que dava um considerável espaço de manobra à autoridade monetária.

O qualificativo de brutal foi dado porque o programa foi instrumentado em um contexto de grande incerteza e, além do mais, a condução econômica fez da incerteza o centro de sua política. A hipótese central foi de que não há especulação possível onde não existe uma regra de política econômica. Também é certo que em tal circunstância haveria uma atonia produtiva, um subdesenvolvimento do mercado de capitais e uma impossibilidade de retorno dos recursos que haviam saído do país no caos hiperinflacionário.

O programa, deve-se reconhecer, foi um êxito em relação à catástrofe anterior. A taxa de inflação se reduziu dos 20.000% anuais para menos de 1.000% e é provável que seja inferior a 300% em março de 1991. Em termos de uma economia racional, previsível, com acumulação de capital, incorporação tecnológica e crescimento da renda *per capita*, a política da incerteza será seguramente um fracasso completo. Além do mais, no sentido mais estrito da capacidade de alcançar uma estabilidade como a obtida pelo Chile ou pelo México, tal estratégia mostrou-se claramente incapaz de reproduzir esses resultados.

Em especial, a persistência no tempo de uma grave defasagem cambial, de uma disparidade pronunciada dos preços relativos e do acúmulo de compromissos fiscais adquiridos acrescenta um tom de séria cautela sobre a viabilidade futura do plano (ver Tabela 3).

A pergunta central é por que se verificou uma defasagem cambial tão significativa tendo em conta as experiências vividas no passado.

O primeiro elemento importante a destacar é que a punção monetária criou uma iliquidez de características extremas na economia. A reconstituição de um saldo mínimo de haveres na moeda doméstica forçava uma política monetária muito dura, particularmente se a autoridade monetária não estava disposta a comprar os dólares que se lhe ofereciam.

Em segundo lugar, a política fiscal não era capaz de gerar uma margem líquida de modo a financiar os pagamentos externos públicos e, conseqüentemente, forçava um endividamento adicional muito explícito tanto em divisas como na moeda local. A questão é que não havia espaço para o excesso de pressão que um superávit comercial excepcional exercia sobre o valor do dólar, acompanhado neste caso de um déficit público superior ao serviço da dívida externa. Com a estabilização, ao frear-se a fuga de capitais, sobraram dólares por todos os lados, já que o setor público, principal demandante dos mesmos, não dispunha de superávit para comprar divisas.

Em terceiro lugar, o imposto inflacionário que, historicamente, dera cobertura a uma parte substancial do déficit público, neste caso não foi utilizado na dimensão anterior, quando ao menos atendia à responsabilidade de comprar o superávit comercial. A ênfase em baixar a inflação levou a uma política de compras reticente,

a qual, no referido contexto de desmonetização, iria forçar uma forte valorização da taxa de câmbio.

Em quarto lugar, a dívida pública interna, expressa em moeda estrangeira, subiu também num ritmo significativo, impondo uma pressão sobre a taxa interna de juros que, por sua vez, depreciaria o valor do dólar. A medição disso não é simples, uma vez que à dívida pública normal dever-se-ia somar o crescimento do endividamento dos bancos oficiais das províncias, assim como os atrasados em pagamentos a fornecedores e credores não honrados e ainda os subsídios deferidos no tempo.

Dito em outras palavras, a defasagem cambial, de forte efeito na taxa de inflação e na melhoria da renda dos assalariados, foi alcançada em virtude de uma dívida que crescia a um ritmo maior que a moeda (M1), a qual, por seu turno, o fazia a um ritmo superior ao do produto interno bruto. A menor inflação de hoje é a maior inflação de amanhã, já que não existirão os recursos fiscais genuínos para honrar esta dívida sem o recurso à emissão monetária (ver a Tabela 13).

Para finalizar, convém assinalar que o ajuste se deu mais por uma razão de necessidade do que por vocação de estabelecer uma economia mais ordenada. Na realidade, não existem os recursos para financiar um desequilíbrio público de magnitude maior que a verificada, a não ser que se retome o caminho hiperinflacionário. Não há lugar para o endividamento interno (a taxa de juros real chegou a níveis exorbitantes) e tampouco é possível incorrer em um ritmo de atrasos maiores que os já verificados. A deterioração da infra-estrutura também não permite a postergação *sine die* do desequilíbrio fiscal (mesmo que este pareça ser o fator mais importante de ajuste no presente. Não obstante, a privatização da conservação de estradas e a cobrança de pedágios está definindo os limites do processo).

TABELA 13

Montantes em moeda constante de dezembro de 1989

Período	Depósitos em bancos oficiais das províncias (1)	Titulos públicos nacionais em austrais (2)	Dívida pública em austrais (3)	M1
Março	383.980	788.621	1.172.600	1.167,5
Abril	425.946	924.575	1.350.522	1.506,5
Maio	457.993	971.421	1.429.415	1.803,9
Junho	940.976	1.079.014	2.019.990	1.997,4
Julho	946.973	1.203.955	2.150.929	2.177,7
Agosto	919.393	1.294.911	2.214.305	1.958,8
Setembro	672.575	1.382.642	2.055.217	1.646,2
Outubro	755.788	1.493.539	2.249.327	1.674,2

(1) Médias de saldos diários.

(3) = (1) + (2).

## 8 - As lições fundamentais

A experiência argentina, por suas características, variedade de alternativas e fracassos, permite destacar alguns pontos fundamentais.

### *a) A necessidade de um programa integral*

O problema a resolver é o da solvência e reconstrução do Estado, sem o que não poderá haver controle inflacionário e, o que é pior, financiamento para o investimento e mercado de capitais. Não há outra alternativa senão um ajuste fiscal de caráter permanente.

### *b) A recuperação das receitas públicas*

Uma parte essencial do término do desequilíbrio é a recuperação das receitas públicas. Dada a queda das remunerações do setor público, não é viável pensar em reduções adicionais do gasto por essa ótica, como tampouco torna-se possível fazê-lo nos investimentos em infra-estrutura ou manutenção. Para preservar as receitas públicas é essencial evitar o atraso tarifário das empresas estatais e dos serviços administrativos cobrados. Sob esse prisma também é importante evitar a defasagem cambial ou a valorização da taxa de câmbio, pois debilita a arrecadação tributária sobre o comércio exterior, tão significativa nos países latino-americanos. A recuperação das outras receitas forma parte natural da reforma estrutural.

### *c) A política de rendas*

Na prática sempre existem políticas de rendas, explícitas ou implícitas, restritas ou amplas. O importante é que, na sua ausência, o processo de alcançar um novo equilíbrio pode-se prolongar e ter fortes efeitos sobre o nível de atividade. O objetivo da política de rendas não é a redistribuição, mas sim evitar um processo de estabelecimento de preços relativos muito distantes do equilíbrio final da economia. A confusão conceitual sobre este problema trouxe muitos danos aos programas de estabilização. A redistribuição de renda é tarefa da política fiscal, não da política de rendas.

### *d) A crise estrutural e a solvência pública*

Conforme se enfatizou ao longo do trabalho, a hiperinflação revela uma crise estrutural de dimensão excepcional que obriga a uma reorganização global da economia. Entre outros elementos, ter-se-á que rever a questão da manutenção de muitos segmentos sob propriedade pública. Neste ponto é vital que o Estado lance

mão desses recursos para recompor sua solvência e não para financiar desequilíbrios insustentáveis ou políticas cambiais irrealistas.

#### **Abstract**

*The paper analyzes the recent Argentine experience, including the two instances of hyperinflation of the years 1989/90 and the failed attempt to stabilize the general price level. It also studies the main features of the inflationary phenomena as well as the basic requirements to be met by a plan in order to be successful. Finally, it reviews the process that ended in the first hyperinflation as well as the reason of the failure of the first attempt to stop the rocketing rate of increase of the price level, and subsequent program that fortunately obtained a relative success. The last part lays down the main lessons to be learned from the Argentine experience.*

# Da inércia à megainflação: o Brasil nos anos 80\*

ELIANA CARDOSO\*\*

*Este trabalho trata da aceleração da inflação no Brasil. No início dos anos 80, a taxa brasileira de inflação aumentou muito devido à crise do balanço de pagamentos e às grandes desvalorizações do cruzeiro. O Plano Cruzado falhou em conter a inflação através de uma política monetária extremamente frouxa conjugada à ausência de austeridade fiscal. A repetição dos controles de preços aumentaram a variabilidade da inflação. Mais recentemente, o declínio na arrecadação tributária e o crescimento dos pagamentos de juros sobre uma dívida interna que se agigantava gerou um tremendo problema fiscal. A fuga da moeda agravou ainda mais a inflação brasileira. Neste artigo são utilizados dois passos para explicar o processo inflacionário brasileiro: a análise dos congelamentos de preços no contexto de um desequilíbrio fiscal permanente e a investigação das conseqüências de diferentes formas de financiamento do déficit fiscal. Simulam-se os caminhos da inflação e dos saldos reais em moeda em resposta a diferentes choques e dá-se ênfase aos efeitos dos controles que causam uma redução temporária da taxa de inflação sob diferentes opções de política monetária e fiscal. Nosso modelo de uma economia aberta na qual os agentes podem reter moeda, títulos domésticos e estoques e bens deixa clara a ligação entre a incapacidade crescente do Brasil obter externamente financiamento para o déficit do setor público a partir de 1982 e a aceleração da inflação.*

## 1 - Introdução

Em janeiro de 1991 a taxa de inflação alcançou, no Brasil, 20% ao mês, levando os responsáveis pela política econômica a congelarem os preços mais uma vez, a despeito dos fracassos anteriores da mesma medida. O Gráfico 1 mostra as taxas de inflação antes e depois dos Planos Cruzado, Bresser, Verão e Collor.

Este trabalho discute a aceleração inflacionária no Brasil na década de 80, em cujo início a taxa de inflação elevou-se bastante devido à crise do balanço de pagamentos e às grandes depreciações do cruzeiro. Observam-se nessa época os seguintes fatos: a) o Plano Cruzado fracassou devido a uma política monetária extremamente frouxa aliada à falta de austeridade fiscal; b) os repetidos controles de preços aumentaram a variabilidade da inflação; c) no final da década, o declínio

---

Nota do Editor: Tradução não revista pela autora.

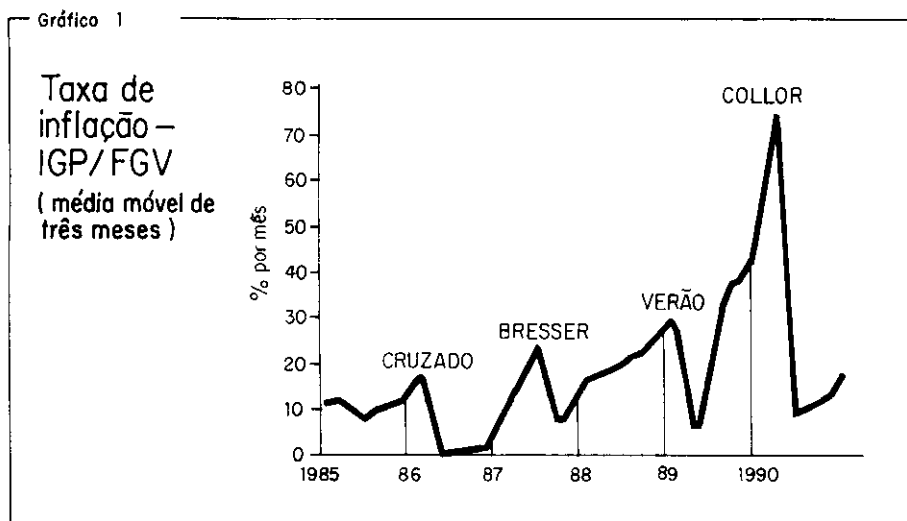
\* Agradeço a Rudi Dornbusch, Eustáquio Reis e a dois comentaristas anônimos pelas sugestões a este artigo.

\*\* Da Fletcher School of Law and Diplomacy da Universidade de Tufts.



da arrecadação tributária e o crescimento dos pagamentos dos juros sobre uma dívida interna em ascensão redundaram em um gigantesco problema fiscal; e d) a fuga da moeda agravou ainda mais a inflação brasileira.

A Seção 2, apoiada no Apêndice Estatístico, apresenta uma visão geral do recente desempenho macroeconômico. As Seções 3 e 4 desenvolvem dois passos particularmente úteis na interpretação do processo inflacionário brasileiro: a análise do congelamento de preços no contexto de desequilíbrio fiscal permanente e o estudo de diferentes formas de financiamento do déficit fiscal.



A Seção 3 apresenta um modelo que introduz mercados financeiros e taxas de juros no modelo tradicional de financiamento inflacionário com expectativas racionais. Pressupõe-se inércia inflacionária, o que significa que a inflação corrente reproduz a passada. A inércia existe por causa da indexação formal e informal em interação com a fixação de salários e contratos financeiros de forma descontínua, ao passo que a variação da inflação em relação à inflação passada depende do comportamento da taxa de juros. A Seção 3 caracteriza, também, a existência de mais de um equilíbrio e utiliza o modelo ali desenvolvido para simular as trajetórias da inflação e dos encaixes reais em resposta a diferentes choques. Concentramos nossa atenção nos efeitos dos controles que forçam uma redução temporária da taxa de inflação no contexto de diferentes políticas monetária e fiscal.

A Seção 4 analisa a relação entre os déficits orçamentários, os recursos externos e a inflação, ampliando o modelo da Seção 3 para uma economia aberta na qual os agentes demandam moeda, títulos domésticos e estoques de bens. Nossa contribuição esclarece a ligação entre a incapacidade crescente de obter financiamento no exterior para o déficit do setor público a partir de 1982 e a aceleração da inflação. O acesso limitado a recursos externos e a inadequação do esforço de poupança

governamental afetaram profundamente a estrutura macroeconômica interna. É nesse contexto que discutimos os desequilíbrios fiscais e as crises do balanço de pagamentos como causas da aceleração da inflação, aplicando o modelo à análise da inflação no Brasil após 1982. As conclusões estão sumariadas na Seção 5.

## 2 - Visão geral

O Brasil tem convivido tradicionalmente com altas taxas de inflação, sendo que de 1960 a 1964 governos cada vez mais populistas empurraram a inflação de 2 para 6% ao mês. Em 1968 ela voltou para 1,5%, permanecendo nesse nível até o primeiro choque do petróleo, ocasião em que dobrou para 3%, tendo novamente dobrado para 6% ao mês em 1980/82. Em 1983/85, ela subiu para 10,5%, caindo, com o Plano Cruzado, para uma média de 5% mensais em 1986. A partir daí elevou-se a cada ano, ultrapassando os 50% ao mês em dezembro de 1989.<sup>1</sup>

### Estratégia da dívida e inflação

A estratégia da dívida externa da década de 70 e a crise do balanço de pagamentos do início dos anos 80 desempenham um importante papel na inflação brasileira. Após 1968, o governo embarcou conscientemente numa política de endividamento externo para garantir a expansão acelerada. O Brasil implementou um modelo de desenvolvimento sustentado na dívida de modo a financiar as crescentes importações de bens de capital e intermediários associadas às taxas de crescimento próximas a 10% em média entre 1968 e 1973. Um outro componente da estratégia foi a explícita adaptação à inflação através da indexação, não apenas dos salários, aluguéis e ativos financeiros desde 1964, mas também da taxa de câmbio a partir de 1968.

Quando sobreveio o choque do petróleo no final de 1973, o Brasil era o maior importador desse produto entre os países em desenvolvimento. Defrontando-se com um menor crescimento devido a causas cíclicas internas, o governo preferiu não correr o risco de um declínio significativo na renda real em decorrência do choque dos termos de troca. Ampliou a tomada de empréstimos externos, adiando assim os efeitos contracionistas do “imposto” do petróleo e permitindo a continuidade da expansão interna. O Brasil optou pelo ajustamento através de um ambicioso programa de substituição de importações.

Uma oferta elástica de recursos atendeu às necessidades brasileiras. Os empréstimos externos e períodos curtos de menor atividade doméstica mantiveram o balanço de pagamentos sob controle até o final dos anos 70. Preços mais altos para o café e outras *commodities* também contribuíram para reverter o declínio dos termos de troca. O desempenho econômico brasileiro após o primeiro choque do petróleo ficou acima de sua tendência histórica de crescimento de 7% ao ano: a

---

1 Ver Tabela A.1 no Apêndice 1.

reciclagem dos petrodólares aparentemente funcionara no sentido de transferir recursos consideráveis para o Brasil, os quais se traduziram em altas taxas de investimento e crescimento econômico.

Às vésperas do segundo choque do petróleo, o Brasil detinha a maior dívida externa do mundo. Enquanto o primeiro estágio do processo de acumulação da dívida contemplou uma grande transferência de recursos reais, nos últimos estágios mais e mais empréstimos se destinavam simplesmente a cobrir obrigações com juros de empréstimos anteriores. A dinâmica da dívida que conduz a mais dívida tornou-se parte da história brasileira, um processo que se agigantava face às taxas de juros crescentes.

## **A crise da dívida**

Em 1980, enfrentando os preços do petróleo e taxas de juros em ascensão, o Brasil ainda encontrava fontes externas de recursos, embora os termos se tornassem bem mais onerosos à medida que maiores *spreads* eram cobrados. O país foi forçado a ajustamentos domésticos em 1981 e pela primeira vez no período pós-guerra o produto caiu, tendo a disciplina sido recompensada com novos afluxos de capital.

Durante a crise generalizada da dívida em 1982 o governo insistia que a situação brasileira era distinta e viável. Com uma eleição para o Congresso em novembro, evitou-se qualquer apelo ao FMI até que os votos fossem contados. Somente então decidiu o Brasil juntar-se à fila dos casos-problema. Mas o fez com a desvantagem de ter, de antemão, o seu próprio programa inadequado de estabilização.

O Brasil administrou suas contas externas melhor do que os outros grandes devedores latino-americanos.<sup>2</sup> Com a recuperação das exportações em 1984, a conta de transações correntes foi rapidamente reconduzida ao equilíbrio e a restrição de divisas tornou-se menos premente. Embora a recessão fosse pior que a Grande Depressão de 1930, a conseqüente queda na renda *per capita* foi menor do que para outros devedores problemáticos. A produção em 1984 já estava em alta, liderada pelo crescimento das exportações.

## **Ajustamento externo**

A combinação de crescimento das exportações e substituição de importações produziu grandes excedentes exportáveis no final da década de 80. Os déficits comerciais dos anos 70 transformaram-se em grandes excedentes a partir de 1983. As exportações de mercadorias elevaram-se de US\$ 13 bilhões por ano em 1977/79 para US\$ 34 bilhões em 1988. Ao mesmo tempo, o país restringiu as importações, continuando a ampliar as fontes alternativas de oferta interna. As importações em 1983/88 eram já inferiores às de 1977/82, a despeito do aumento na produção. Em

---

2 Ver a Tabela A.2 no Apêndice 1.

1988, o PIB era 29% maior que o de 1979; o volume de importações, porém, 23% menor (Tabela A.1.2).

Em parte, os fluxos de comércio reagiram à depreciação real dos anos 80: no período 1983/88, a taxa de câmbio real efetiva era 20% inferior ao seu nível em 1977/82. Contudo, desde o final da década de 60 o Brasil tem-se mostrado excepcional, dentre os países da América Latina, ao conciliar com êxito a substituição de importações e o crescimento, assim como a diversificação de exportações. Quatro fatores tiveram importância: o tamanho e a eficiência do setor industrial, uma política de minidesvalorizações que evitou períodos prolongados de supervalorização, uma promoção ativa da exportação de manufaturados via incentivos e subsídios e a restrição a importações apoiada não meramente em controles, mas também numa ativa política de investimentos dirigida à substituição de importações no final dos anos 70.

Os grandes excedentes comerciais recentes tendem a criar um otimismo ilusório acerca da facilidade com que podem ser viabilizadas vastas transferências de recursos externos. Uma perspectiva mais ampla, que incorpore a dívida como parte integral do problema do desenvolvimento brasileiro, torna-se necessária. O serviço da dívida externa é um importante componente da deterioração fiscal no Brasil.

A Seção 4 investiga o importante vínculo entre a inflação e os excedentes comerciais. No Brasil, estes foram utilizados para pagar juros da dívida do governo, que financiava a aquisição de divisas pela emissão de dívida interna e pela impressão de moeda.

### **Ajustamento interno**

O reequilíbrio das contas externas não se repetiu internamente. A poupança do governo, positiva na primeira metade da década de 70, encolheu e tornou-se negativa na segunda metade dos 80 (Tabela A.1.3). Tal poupança não chega a ser uma medida do excedente orçamentário pois deixa fora do cálculo as empresas públicas. Sua evolução indica, no entanto, a deterioração das finanças públicas. Dois fatores são os responsáveis pelo brutal declínio na poupança do governo: os crescentes pagamentos de juros da dívida interna e a redução na receita de impostos indiretos. Este último resulta da correção monetária fiscal imperfeita, da evasão e de uma economia informal em expansão. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) calcula o tamanho da economia informal como sendo pelo menos 15% do PIB. A queda na receita de impostos indiretos foi em parte contrabalançada por um aumento nos impostos diretos em 1986, mas a tendência geral é de declínio das receitas tributárias.

Em 1983, sucessivas cartas de intenção foram despachadas ao FMI e tornadas obsoletas rapidamente pela inflação acelerada que estropiava as metas monetárias. A experiência levou à formulação de novos conceitos de déficit, ajustados à correção da dívida governamental e agora amplamente aplicados em outros países.

## Conceitos orçamentários

A Tabela 1 mostra que medidas alternativas para o orçamento são afetadas quando a inflação se eleva ou cai abruptamente. A inflação no Brasil acelerou-se brusca-mente nos anos 80, e conseqüentemente a necessidade nominal de financiamento do setor público também aumentou. As necessidades de financiamento do setor público se alteraram dramaticamente com a inflação devido ao componente inflacionário dos pagamentos de juros. Se a inflação cessasse, o déficit encolheria para o tamanho do déficit orçamentário corrigido pela inflação.

O déficit operacional (coluna 2 da Tabela 1) reproduz melhor o comportamento do déficit orçamentário do que a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) e é calculado pela subtração dos pagamentos da correção monetária da NFSP. Não obstante, o déficit operacional ainda não é uma medida apropriada do déficit orçamentário corrigido pela inflação porque o índice de correção monetária aplicado não é sempre igual à taxa de inflação. A diferença entre os dois representa ganhos ou perdas de capital para o setor público. Além disso, tanto como a NFSP, o déficit operacional exclui o déficit das autoridades monetárias (responsáveis pela distribuição de grandes subsídios creditícios) e, assim, possivelmente subestima de forma substancial a necessidade efetiva de financiamento do setor público.

TABELA 1  
*Medidas diferentes do déficit orçamentário como parcelas do PIB  
e taxas reais de depreciação*

(Em %)

Ano	NFSP <sup>a</sup>	Déficit Operacional <sup>b</sup>	Déficit corrigido pela inflação <sup>c</sup>	Taxa real de depreciação <sup>d</sup>
1981	12,5	5,9		
1982	15,8	6,6	9,1	-3
1983	19,9	3,0	22,1	43
1984	23,3	2,7	9,0	0
1985	27,5	4,3	5,0	-2
1986	11,2	3,6	2,1	-8
1987	31,4	5,5	3,3	-6

FONTE: Banco Central.

<sup>a</sup>Necessidade de financiamento do setor público, conforme definida pelo FMI.

<sup>b</sup>Subtrai a correção monetária da NFSP.

<sup>c</sup>Cálculo apresentado nas Tabelas A.1.5 e A.1.6.

<sup>d</sup> $[(1 + \text{taxa de depreciação}) / (1 + \text{taxa de inflação})] - 1$ ; de dezembro a dezembro.

Pode-se tentar superar as deficiências do déficit operacional pelo cálculo do déficit a partir da dívida consolidada do setor público. A Tabela 1 mostra essa medida em sua quarta coluna e o seu cálculo é desenvolvido no Apêndice Estatístico. Tal medida subestima o déficit quando os preços estão subindo. Nesta definição os pagamentos e receitas são deflacionados pelo índice de preços de dezembro. Quando ocorre excesso de despesas sobre as receitas ao longo do ano, deflacionar o déficit de cada mês pelo índice de preços de dezembro subestima bastante o déficit orçamentário se a inflação for alta. Assim, essa medida aponta o comportamento da dívida real consolidada mas não chega a ser uma medida do déficit conforme a definição convencional, ou seja, não mede a diferença entre receitas e despesas. Ademais, essa medida é também muito sensível a depreciações reais quando a parcela da dívida externa na dívida total é grande. Por conseguinte, em um ano em que houver uma grande depreciação real a relação dívida/PIB apresentará um grande incremento. Após 1985 essa medida passa a subestimar o déficit porque a taxa de depreciação ficou aquém da taxa de inflação.

Em 1983, como percentagem do PIB, o déficit orçamentário corrigido pela inflação foi extraordinariamente grande, havendo pelo menos três causas principais para tal. Primeiramente, em contraste com as taxas historicamente elevadas e positivas de crescimento, a produção caiu em 1983 em 3,4%. Em segundo, o custo doméstico (corrigido pela inflação) do serviço da dívida externa aumentou muito durante 1983 devido à desvalorização real da taxa de câmbio. E em terceiro, os juros sobre os títulos do governo incluíram uma compensação pela desvalorização de 30% de fevereiro, dado que o rendimento desses títulos tinha sido vinculado à depreciação da taxa de câmbio.<sup>3</sup>

No ano seguinte o déficit orçamentário corrigido pela inflação declinou, mas em 1985 representava ainda 5% do PIB. O Plano Cruzado errou grosseiramente no cálculo do tamanho do déficit fiscal, supondo um orçamento próximo ao equilíbrio em fevereiro de 1986.

## O Plano Cruzado

O Plano Cruzado foi implementado em fevereiro de 1986 como um substituto à estratégia de estabilização convencional baseada na recessão, a partir da premissa de que as altas taxas de inflação eram movidas pela força inercial auto-reprodutiva, da indexação.<sup>4</sup> O Plano Cruzado impôs um sofisticado congelamento que procurava manter as posições em termos de renda real e abolia a indexação futura. Os pontos-chaves do Plano Cruzado eram os seguintes:

---

<sup>3</sup> Surpreendentemente, o déficit corrigido pela inflação em 1983 é praticamente o mesmo que a NFSP. Aqui a razão poderia muito bem residir nos grandes subsídios dados pelas autoridades monetárias e excluídos da NFSP, mas não do déficit corrigido pela inflação.

<sup>4</sup> Para análises detalhadas do Plano Cruzado, ver, por exemplo, Arida e Resende (1985), Barbosa e Simonsen (1989), Cardoso e Dornbusch (1987), Cardoso e Fishlow (1990), Modiano (1988) e Simonsen (1988).

- Salários, aluguéis e pagamentos de prestações foram reajustados e congelados da mesma forma que todos os preços e a taxa de câmbio.

- Foi elaborada uma tablita para compensar a inflação esperada embutida nos contratos existentes e assim evitar uma redistribuição arbitrária entre devedores e credores. Uma nova moeda foi introduzida para facilitar o reajustamento.

- A indexação foi virtualmente eliminada. Uma escala móvel, com um limiar de 20%, entrou em vigor para o caso dos salários. Nos mercados financeiros, a indexação foi mantida somente para as aplicações com vencimento de mais de um ano.

A inflação deveria ser zero. Por alguns meses isso pareceu verdadeiro, dando lugar a uma euforia generalizada. Mas os sinais de desequilíbrio decorrentes do excesso de demanda começaram a se acumular sem que fosse induzida uma resposta compensatória adequada. Uma outra eleição estava à vista e, na melhor tradição da política brasileira, as ações corretivas ficaram em suspenso.

Dessa vez as novas medidas foram anunciadas imediatamente após a eleição. O gelo dos controles fora rompido e não havia forma de restaurar um processo ordenado de reajustamento de preços e salários. Os acontecimentos rapidamente fugiram ao controle à medida que as taxas de inflação subiam. A deterioração no balanço de pagamentos tornou-se tão significativa quanto o crescente problema interno. Em pouco tempo, o confortável colchão de reservas externas do Brasil, que poderia ter emprestado credibilidade à manutenção de uma taxa fixa de câmbio, desaparecera.

Há controvérsias quanto às razões do fracasso do Plano Cruzado. O fator mais proeminente foi o superaquecimento da economia permitido por políticas monetárias e fiscais frouxas, assim como por uma política salarial excessivamente generosa. Do lado fiscal, a arrecadação tributária cresceu decepcionantemente pouco, o faturamento das companhias estatais foi atingido pelo congelamento de preços, o dispêndio ficou maior que o antecipado e os subsídios cortados em 1983/84 retornaram em 1986. A folha salarial do setor público aumentou em consonância com a tendência de toda a economia. Houve uma aguda monetização inicial da economia: nos primeiros três meses em seguida à estabilização a base monetária dobrou. A política monetária frouxa gerou taxas muito baixas de juros, o que abriu a possibilidade de formação de estoques especulativos pelas empresas com pouca confiança no programa. Além do mais, o aumento nos salários reais promovido pelo Plano Cruzado e o crescimento acelerado aumentaram a massa salarial provocando um *boom* de consumo.

Novas tentativas de controle da inflação foram feitas em meados de 1987 com o Plano Bresser, e em janeiro de 1989 com o Plano Verão. Mais uma vez o governo congelou preços e cancelou zeros do valor de face da moeda. Foram feitas, porém não mantidas, promessas de eliminação do déficit orçamentário. Ao Presidente José Sarney faltava a vontade política de implementar medidas de consolidação fiscal, nem tampouco dispunha de credibilidade, determinação e aliados no Congresso. Com o déficit orçamentário incólume e os excedentes comerciais crescendo todos os três planos resumiram-se a tentativas de deter a inflação por decreto.

## Adaptação institucional

Os arquitetos do Plano Cruzado acreditavam que os choques inflacionários do passado se perpetuavam num círculo vicioso criado pela indexação. Ao congelarem preços, taxas de câmbio e salários, tentaram romper com o passado, permitindo à economia livrar-se da inflação inercial.

O principal obstáculo ao congelamento de preços e salários era a ausência de sincronização nos reajustes dos diversos preços. O simples congelamento dos salários e preços favoreceria assalariados e empresários que tivessem os seus preços reajustados imediatamente antes do congelamento. De maneira similar, tal providência puniria drasticamente aqueles que devessem receber seus novos valores no dia seguinte.

A política de rendas, mais do que um instrumento de coordenação, passou a ser o objetivo maior do Plano Cruzado. Toda a atenção se concentrou na obtenção de fórmulas capazes de permitir um congelamento de preços "neutro". Não obstante, o objetivo da "neutralidade" na distribuição de renda permanece algo vago porque a escolha de um ponto de referência continua sendo arbitrária.

O congelamento inicial de preços não resultará em lucros ou prejuízos extraordinários somente se houver uma dispersão pequena dos preços relativos. Às vezes se afirma que essa dispersão será menor se a inflação for mais alta porque os reajustes têm lugar a intervalos menores. Entretanto, embora os reajustes se verifiquem em intervalos menores, eles se tornam maiores: a evidência empírica mostra que a dispersão dos preços relativos aumenta quando a inflação sobe. No Brasil, na última semana de dezembro de 1989, um Chevette custava o mesmo que 42 sutiãs de tamanho padrão e uma geladeira o mesmo que uma camisa de linho, enquanto que a mesma garrafa de vinho custava Cz\$ 50 num supermercado e Cz\$ 15 em outro.

A adaptação institucional à inflação crescente tornou-se generalizada à medida que compradores e vendedores, tomadores e emprestadores, o governo e os contribuintes engajaram-se numa corrida autodestrutiva para abreviar os intervalos da fixação de preços e da indexação. A partir de 1988 os supermercados do Rio de Janeiro passaram a fechar toda segunda-feira de manhã para remarcar os preços e ao final de 1989 as empresas já estavam discutindo reajustes semanais para os assalariados. Em novembro de 1989 as vendas de calculadoras eletrônicas e o número de cartões de crédito haviam dobrado em relação a 1988. Para evitar o adiamento do reembolso, muitos comerciantes ofereciam aos clientes 30% de desconto no pagamento à vista em dinheiro ou cheques. Ao final de 1989, a maior parte dos restaurantes e hotéis tinha parado de aceitar cartões de crédito porque o período de carência de 20 dias erodía o valor dos pagamentos. Os contratos não eram mais feitos em cruzados, mas sim em termos de BTN (um título do Tesouro Nacional, corrigido diariamente pela inflação e usado como unidade de referência).



### 3 - Financiamento inflacionário

Nesta seção desenvolve-se um modelo de financiamento inflacionário e se investiga o papel dos controles de preços no comportamento da inflação.

Consideremos uma economia em que os gastos do governo são financiados pela criação de moeda,  $H_t - H_{t-1}$ :

$$G = H_t - H_{t-1} \quad (1)$$

Dividindo ambos os lados da equação (1) pela renda nominal, supondo crescimento real zero e usando a definição da taxa de inflação, obtemos:<sup>5</sup>

$$h_t = g + h_{t-1} [1/(1+\pi_t)] \quad (2)$$

onde  $g$  é a fração do déficit orçamentário real na renda real e  $h$  é a relação entre os saldos reais de moeda e a renda real.

Nossa próxima questão refere-se à dinâmica da inflação. A taxa de inflação se acelera sempre que a demanda agregada excede o nível de produção de pleno emprego. Para uma dada postura fiscal e taxa de câmbio real, há uma única taxa real de juros à qual a demanda agregada se iguala à produção de pleno emprego. Correspondentemente, a equação (3) indica que a inflação aumenta quando a taxa real de juros,  $i - \pi$ , fica abaixo da taxa real de juros de pleno emprego,  $\rho$ :

$$\pi_t - \pi_{t-1} = \rho[\rho(g) - (i_t(h_t) - \pi_t)] \quad (3)$$

onde  $\rho$  é uma função da fração dos gastos do governo no PIB. Estamos supondo também que a taxa nominal de juros se move o tempo todo no sentido de equilibrar o mercado de moeda. A demanda por saldos reais de moeda é inversamente relacionada à taxa nominal de juros, daí podermos descrever a taxa efetiva de juros,  $i_t$ , como uma função dos saldos reais de moeda na equação acima. Observe-se que a equação (3) subentende tanto a inércia da inflação como um campo de ação para a política monetária sobre a inflação.

O Gráfico 2 ilustra as soluções de equilíbrio. Em equilíbrio de longo prazo a taxa de inflação é constante. Representamos as taxas de inflação de equilíbrio no Gráfico 2 pela curva<sup>6</sup> que indica  $\pi_t = \pi_{t-1}$ :

$$\rho = i(h) - \pi \quad (4)$$

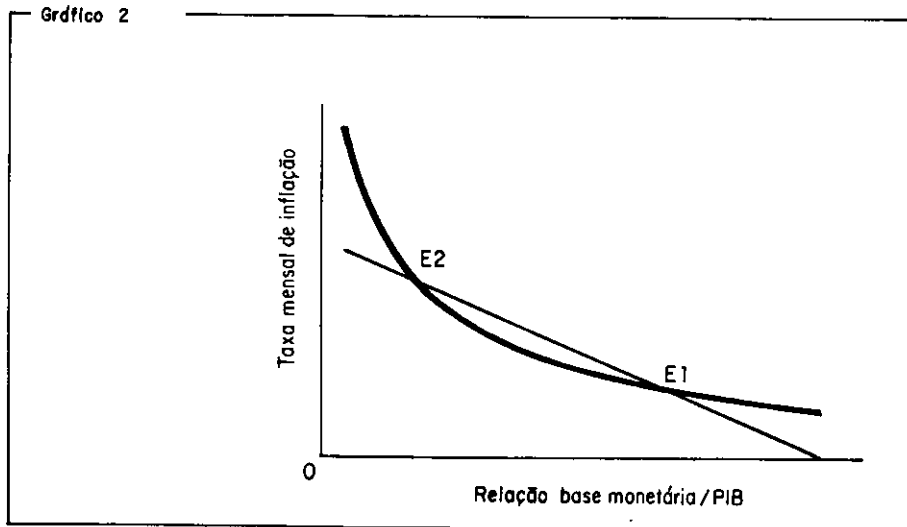
5 Dividimos (1) por  $P_t Y$  para obter  $(G/P_t Y) = (H_t/P_t Y) - (H_{t-1}/P_{t-1} Y) (P_{t-1}/P_t)$ , onde substituímos  $\pi_t = (P_t/P_{t-1}) - 1$ . Supomos que o governo possa determinar  $g$  e que, naturalmente,  $\Delta \pi$  é endógeno.

6 A inclinação da curva que representa a inflação na situação estável é dada por  $d\pi/dh = \delta i/\delta h < 0$ . Ao traçarmos o Gráfico 2 estamos pressupondo uma relação linear entre  $i$  e  $h$ , ou seja, supomos  $i_t = j \cdot v h_t$ , sendo  $j = 0,62$  e  $v = 4$ .

Em equilíbrio, a relação entre os saldos reais de moeda e a renda real também é constante. A restrição orçamentária em *steady state* é representada pela equação (5) e, no Gráfico 2, pela curva que indica  $h_t = h_{t-1}$

$$h\Pi = g(1 + \Pi) \quad (5)$$

Existem dois equilíbrios, respectivamente o de baixa inflação,  $E1$ , e o de alta inflação,  $E2$ . O primeiro pode ser estável com trajetória temporal em torno do equilíbrio de baixa inflação com oscilações como no modelo da teia de aranha. O segundo é instável<sup>7</sup> e apresenta a propriedade essencial de que, na transição para um aumento sustentado na expansão da moeda, a taxa de inflação excede *em média* a taxa de expansão da moeda.



### Controles de preços

No contexto de um déficit orçamentário financiado pela impressão de moeda, os controles de preços reduzem a inflação temporariamente. A contínua expansão da moeda na presença de controles de preços aumenta os saldos reais em moeda, reduzindo as taxas de juros. Em consequência, assim que os controles de preços são removidos, a inflação retorna em novo pique, sendo que com oscilações ela volta ao seu nível inicial, caso o equilíbrio inicial seja estável.

<sup>7</sup> Para que haja estabilidade é necessário que a curva  $h_t = h_{t-1}$  corte a curva  $\Pi_t = \Pi_{t-1}$  vindo de baixo, isto é, que:  $-(\delta i / \delta h) > \Pi / (h - g)$ .

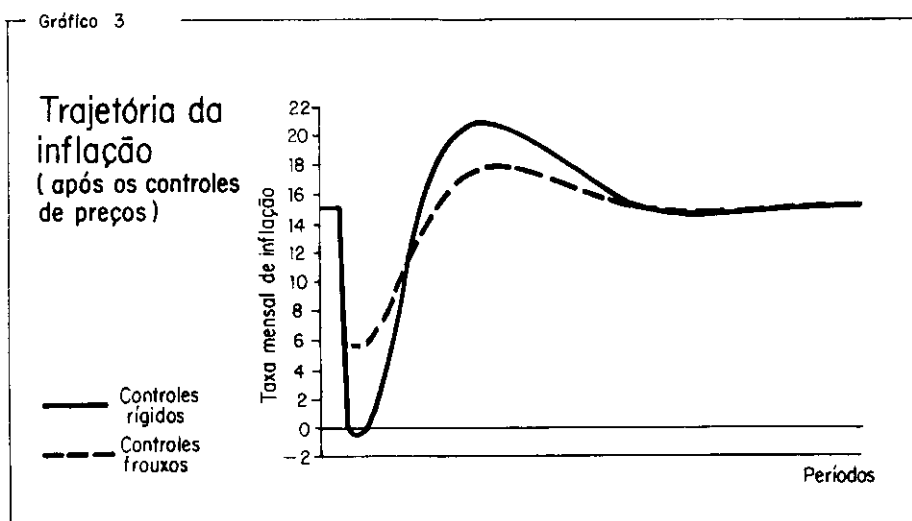
Podemos simular a trajetória da inflação assumindo formas funcionais específicas para a demanda de moeda e valores para os parâmetros nas equações (1) a (3). Fazemos  $i_t = j - v h_t$ , sendo  $j = 0,62$  e  $v = 4$ . Também supomos que  $\emptyset = 0,05$ ,  $\rho = 1\%$  ao mês e  $g = 1,5\%$ . Assim, na situação inicial de estabilidade:  $\Pi = 15\%$  ao mês e  $h = 0,115$ .

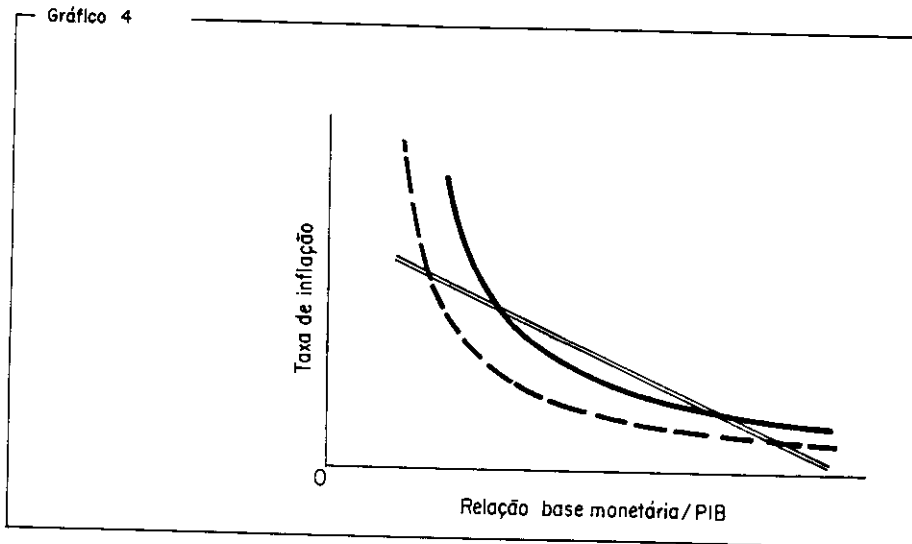
O Gráfico 3 compara duas situações. Na primeira, o governo congela os preços durante um período e na segunda utiliza sinalizações de preferência a um congelamento. Uma vez removidos os controles, o congelamento de preços leva a um disparo da taxa de inflação maior do que ocorreria no caso de controles frouxos. Em ambas as circunstâncias, a taxa de inflação retorna finalmente ao nível inicial de 15%. Neste modelo, somente em duas circunstâncias os controles de preços podem levar a uma taxa de inflação explosiva. A primeira corresponde a uma situação de equilíbrio inicial instável e a segunda a uma em que a taxa de inflação se afasta da região de estabilidade em resposta a um congelamento de preços.

### Cortando o déficit orçamentário

O Gráfico 4 compara os equilíbrios correspondentes a diferentes déficits fiscais. Um corte nos gastos governamentais desloca para baixo a restrição orçamentária de equilíbrio e reduz a taxa real de juros de pleno emprego, deslocando assim a curva  $\Pi_t = \Pi_{t-1}$  para a direita.

Admitamos que a fração reduzida do déficit orçamentário no produto,  $g$ , é de 1%, consistente com uma taxa real de juros mensal zero. Na nova situação estável,





a taxa de inflação será 8% ao mês e a fração dos saldos reais de caixa na renda igual a 0,135.

Como se move a economia dos 15% iniciais de inflação para os 8% finais do novo equilíbrio? Se os responsáveis pela política conhecessem exatamente tanto a nova taxa de inflação da situação estável como o tamanho dos saldos reais de moeda desejados consistentes com ela, poderiam cortar o déficit e ao mesmo tempo expandir a moeda na quantidade certa e adotar os controles de preços adequados. Nessas circunstâncias muito especiais poderiam trazer imediatamente a economia à nova situação estável. Infelizmente, a informação perfeita e a sincronização não existem. Por conseguinte, comparamos políticas menos perfeitas porém mais realistas. Comparamos a trajetória inflacionária que se segue à adoção de:

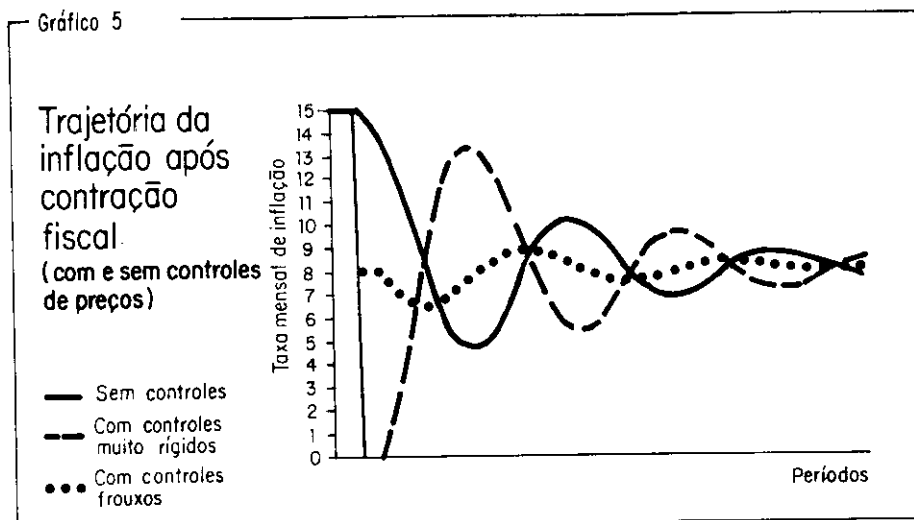
- um corte no déficit orçamentário com e sem controles de preços;
- um corte no déficit orçamentário com e sem uma mudança no estoque de moeda.

### Controles de preços na presença de contração fiscal

O Gráfico 5 compara a trajetória da inflação em resposta a um corte no déficit orçamentário em três situações diferentes:

- na ausência de controles;
- com controles frouxos durante cinco períodos; e
- com congelamento de preços durante cinco períodos.

Gráfico 5



O Gráfico 5 mostra que os controles frouxos operam no sentido de uma desaceleração da inflação mais cedo do que teria ocorrido em sua ausência e que também reduzem a amplitude dos ciclos em torno da nova situação estável. Em contraste, o congelamento de preços exagera a amplitude dos ciclos no caso em que a taxa de inflação não for igual a zero na nova situação estável.

Este exercício ajuda a entender o grau de sucesso na aplicação de controles frouxos na estabilização brasileira de 1965/68.

### Combinando austeridade fiscal e monetária

O Gráfico 6 mostra que um corte no orçamento combinado a um aperto monetário envolve custos altos, pois embora a taxa de inflação decline mais rapidamente, a recessão e os ciclos que se sucedem são muito mais agudos.

### Monetizando a dívida pública

A austeridade fiscal e monetária não faziam parte do pacote econômico adotado no Brasil com o Plano Cruzado. Ao contrário, a política fiscal não foi tocada no período imediato à vigência do Plano e a monetária era expansionista.

O Gráfico 7 mostra a trajetória dos saldos reais de moeda em resposta a um aumento no estoque de moeda com e sem controles de preços. Este gráfico pode ser comparado com o que indica o efetivo comportamento do M1 real no Brasil (Gráfico 8). A aceleração da inflação no Brasil, uma vez que se retiraram os controles de preços após o Plano Cruzado, não requer uma explicação muito elaborada.

Gráfico 6

Trajétoria da inflação  
( após um corte no déficit orçamentário )

— Somentе fiscal  
- - Com corte na moeda

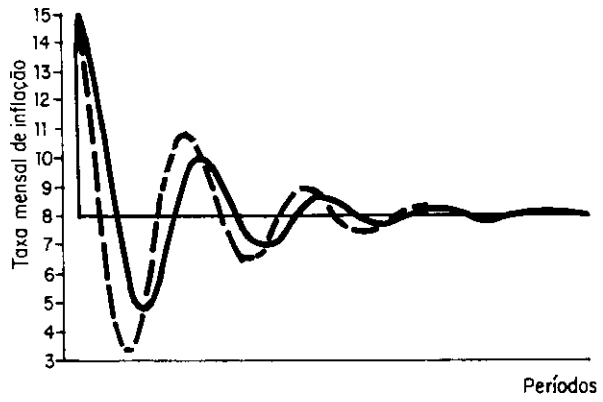
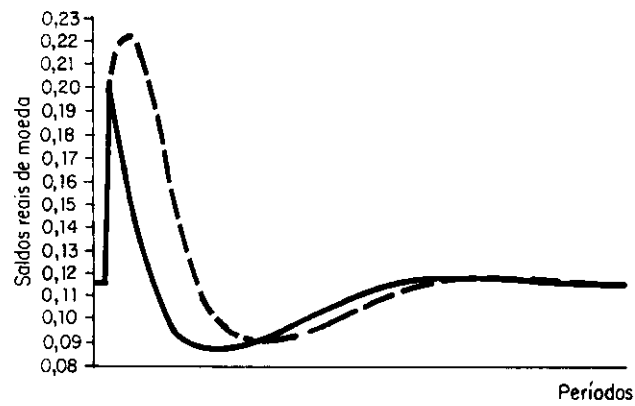


Gráfico 7

Trajétoria dos saldos reais de moeda  
( após um aumento no estoque de moeda )

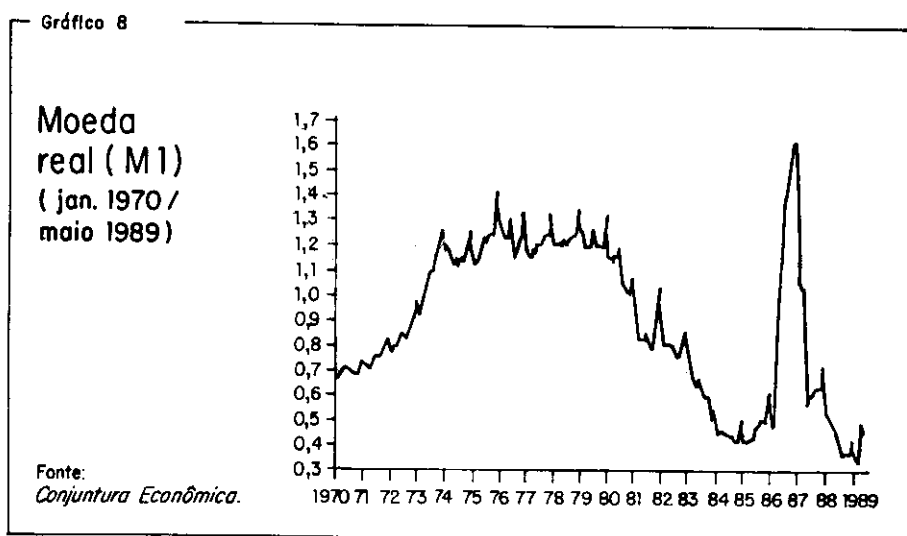
— Sem controles de preços  
- - Com controles de preços



## 4 - As causas da inflação

A Seção 3 esclareceu dois processos. Primeiro, o modelo nessa seção mostrou como os controles de preços, na presença de um déficit orçamentário sustentado, aumenta em última análise a instabilidade da inflação. Em segundo, argumentamos que uma expansão monetária, aliada ao congelamento de preços, foi claramente um dos fatores de aceleração da inflação após o Plano Cruzado. Questões relativas ao vínculo entre as dívidas interna e externa e a inflação devem ser respondidas no contexto de um modelo mais complexo que o descrito na Seção 3. Desenvolvemos agora um modelo no qual o déficit orçamentário pode ser financiado de formas diferentes e no qual a taxa de câmbio desempenha um papel importante.

Montiel (1989) divide as análises recentes da inflação entre uma interpretação “fiscal” e uma interpretação “do balanço de pagamentos”. Os seguidores da visão “fiscal” apontam para os movimentos do déficit orçamentário como a fonte fundamental de emissão monetária que leva a economia a taxas mais elevadas de inflação. Os defensores da teoria “do balanço de pagamentos” vinculam a inflação à depreciação da taxa de câmbio acionada pelas crises do balanço de pagamentos. Ao computar decomposições históricas da taxa brasileira de inflação com base em auto-regressões vetoriais, Montiel conclui que os movimentos na base monetária e na taxa de câmbio nominal desempenharam um importante papel na determinação da trajetória temporal da taxa de inflação no Brasil entre o primeiro trimestre de 1983 e o quarto trimestre de 1985. A taxa de inflação brasileira na maior parte desse período resultou principalmente da inércia e aumentou devido aos choques decor-



rentes da depreciação da taxa de câmbio. Os choques monetários só tiveram um papel importante nos dois últimos trimestres de 1985.

Rodriguez (1978) oferece um ponto de partida para a discussão da espiral desvalorização-inflação num modelo no qual o governo financia o déficit orçamentário através da criação de crédito pelo Banco Central.<sup>8</sup> Ele mostra que, nestas circunstâncias, enquanto a observação casual indicaria que a inflação é precedida pela desvalorização e pela monetização dos excedentes do balanço de pagamentos daí resultantes, a conclusão de que o setor externo é a causa da inflação seria inapropriada:

“Embora seja correto que, num curto período em seguida à desvalorização, os acontecimentos do setor externo puxem o movimento dos preços domésticos, no ciclo completo o nível de preços segue a trajetória da oferta de moeda, a qual é inteiramente determinada pela geração interna de crédito para financiar o déficit fiscal. (...) Tanto o nível de preços como a taxa de câmbio são governados por acontecimentos no setor monetário, determinados por sua vez pela monetização do déficit fiscal interno”.

A situação descrita por Rodriguez pode se complicar no caso de um racionamento do crédito externo suceder a um período de tomada de empréstimos no exterior pelo governo. Consideremos, por exemplo, uma situação em que o governo tem uma grande dívida externa e de repente vê-se privado dos influxos de capital estrangeiro necessários ao financiamento dos pagamentos de juros e dos déficits. Os excedentes comerciais passarão a ter que produzir os recursos em divisas necessários ao serviço da dívida externa e, visando gerar esses excedentes comerciais, uma grande depreciação em termos reais é feita na taxa de câmbio. O governo agora tem que se financiar domesticamente para a aquisição das divisas externas de que necessita para serviço da dívida externa, havendo mais criação de crédito pelo governo, na ausência de um corte no orçamento. Ademais, a depreciação tem um importante impacto no custo doméstico do serviço da dívida externa, já que, medido na moeda do país, o serviço da dívida aumenta ocorrendo, em conseqüência, o mesmo com o déficit orçamentário, o que, por sua vez, aumenta a criação de moeda e, portanto, a inflação.

Observe-se que o impacto inflacionário dos excedentes comerciais não provém necessariamente de um aumento nas reservas em divisas, como em Rodriguez (1978). Se o excedente comercial for utilizado para pagar juros sobre a dívida do governo e se não for contrabalançado por uma elevação nos impostos, aumentará a criação de moeda mesmo que as reservas permaneçam inalteradas.

Em tais circunstâncias, o que “causou” o aumento da inflação? O desaparecimento das fontes externas de recursos? A depreciação da taxa de câmbio? A deterioração do orçamento resultante da depreciação? A monetização dos déficits orçamentários, anteriormente financiados por empréstimos externos e contrabalançados por déficits comerciais?

---

<sup>8</sup> Ver também Dornbusch (1987) e Ize e Ortiz (1987).



Todos os fatores acima são, naturalmente, a resposta. Na ausência de um déficit orçamentário, nem o racionamento do crédito externo nem a depreciação do câmbio causariam uma taxa de inflação persistentemente mais alta. Por outro lado, sem o racionamento do crédito e a depreciação, a taxa de inflação não se elevaria.

Exploremos esta situação formalmente. Nossa primeira questão refere-se ao orçamento fiscal e seu financiamento. O governo financia o déficit orçamentário tomando empréstimos no exterior, emitindo dívida interna e criando moeda. Suponhamos que a conta corrente seja financiada tanto por empréstimos comerciais como por variações nas reservas em moeda estrangeira. Todo o endividamento externo é feito pelo setor público. O apêndice demonstra como é possível combinarmos as equações da restrição orçamentária e do balanço de pagamentos para obter:<sup>9</sup>

$$g + \psi + ib = h\mu + bv \quad (6)$$

onde:

- $g$  = fração do déficit orçamentário primário sobre o produto;
- $\psi$  = fração das exportações líquidas sobre o produto;
- $i$  = taxa nominal de juros;
- $b$  = relação entre a dívida interna e a renda;
- $h$  = relação entre a base monetária e a renda;
- $\mu$  = taxa de crescimento da base monetária;
- $v$  = taxa de crescimento da dívida interna.

As exportações líquidas se igualam aos pagamentos de juros sobre a dívida pública externa no caso especial em que, após um período prolongado de tomada de empréstimos externos pelo governo, ocorre um racionamento do crédito externo e não há alteração nas reservas em divisas.

Os agentes domésticos retêm moeda, títulos domésticos e estoques de bens. A demanda por saldos reais em moeda é inversamente relacionada à taxa de juros,  $i$ , e inversamente relacionada à taxa de inflação,  $\pi$ :

$$h = \gamma_0 - \gamma_1 i - \gamma_2 \pi \quad (7)$$

A demanda por títulos domésticos depende positivamente da taxa de juros e inversamente da taxa de inflação:

---

<sup>9</sup> Por simplicidade consideramos tempo contínuo. Supomos que os responsáveis pela política estabelecem dispêndios e impostos e daí determinam  $g$ . Também supomos que fixam a taxa de câmbio nominal e sua taxa de desvalorização. Dado que há inércia da inflação, eles estão efetivamente fixando a taxa de desvalorização real e, por isso, podemos determinar  $\psi$ .

$$b = \beta_0 + \beta_1 i - \beta_2 \Pi \quad (8)$$

O governo segue uma regra monetária “passiva”, deixando a expansão da moeda igualar-se à taxa de inflação quando a inflação é estável, mas reduz a taxa de expansão da moeda quando a taxa de inflação aumenta:

$$\mu = \Pi - \alpha \dot{\Pi} \quad (9)$$

A taxa de crescimento da dívida interna é endógena. Substituindo (7) a (9) em (6), obtemos a equação que descreve o comportamento da dívida interna real através do tempo:

$$\nu - \Pi = i - \Pi + (1/b) \{ (g + \psi) - (\gamma_0 - \gamma_1 i - \gamma_2 \Pi) (\Pi - \alpha \dot{\Pi}) \} \quad (10)$$

onde:  $i = (b - \beta_0 + \beta_2 \Pi) / \beta_1$ .

Nosso próximo passo é reinterpretar a equação (3) da Seção 2, que descreve a dinâmica da inflação. Como antes, a taxa nominal de juros de equilíbrio é parte da taxa real de juros que influencia a dinâmica da inflação. No mercado de bens, a inflação aumenta sempre que a taxa real de juros,  $i - \Pi$ , fica abaixo da taxa real de juros de pleno emprego,  $\rho$ , a qual é agora uma função tanto da fração dos gastos governamentais como da fração das exportações líquidas sobre a renda:

$$\dot{\Pi} = \mathcal{O}[\rho(g, \psi) - (i - \Pi)] \quad (11)$$

onde:  $i = (b - \beta_0 + \beta_2 \Pi) / \beta_1$ .

Podemos representar o modelo como foi feito no Gráfico 9. A curva  $\nu = \Pi$  indica a restrição orçamentária na situação estável.<sup>10</sup>

$$\nu - \Pi = 0 = (1/\beta_1) [b^2 - \beta_0 b - (\beta_1 - \beta_2) b \Pi] + (g + \psi) - \{ \gamma_0 - \gamma_1 [(b - \beta_0 + \beta_2 \Pi) / \beta_1] - \gamma_2 \Pi \} \{ \Pi - \alpha \mathcal{O}[\rho + \Pi - (b - \beta_0 + \beta_2 \Pi) / \beta_1] \} \quad (12)$$

A curva  $\dot{\Pi} = 0$  indica a taxa de inflação na situação estável na hipótese de que  $\beta_1 = \beta_2$ .<sup>11</sup>

$$\rho + \Pi = (b - \beta_0 + \beta_2 \Pi) / \beta_1 \quad (13)$$

10 A inclinação de  $\nu = \Pi$  é dada por  $db/d\Pi = \{ (\beta_1 \gamma_0 + \beta_0 \gamma_1) + b(\beta_1 - \beta_2 - \gamma_1) - 2\Pi(\beta_2 \gamma_1 + \beta_1 \gamma_2) \} / \{ \beta_0 + \beta_1 i + \beta_2 \nu + \gamma_1 \Pi \}$ . Observe-se que  $db/d\Pi > 0$  para  $\Pi$  pequena e  $db/d\Pi < 0$  para  $\Pi$  grande.

11 A inclinação de  $\dot{\Pi} = 0$  é  $db/d\Pi = -(\beta_2 - \beta_1)$ .

Há dois equilíbrios de *steady state*.<sup>12</sup> O equilíbrio de inflação alta, ponto *B* no Gráfico 9, é instável. No equilíbrio de inflação alta qualquer distúrbio colocará a inflação numa trajetória explosiva. O equilíbrio de inflação baixa, ponto *A* no Gráfico 9, pode ser estável. A característica da trajetória temporal em torno do equilíbrio de inflação baixa é de oscilações como no modelo da teia de aranha.

### **Dinâmica comparativa: racionamento do crédito externo modifica a fonte de financiamento do déficit orçamentário**

Se os recursos externos se exaurirem e o governo responder com a depreciação da taxa de câmbio, haverá um aumento no excedente comercial,  $\psi$ . O aumento do excedente comercial desloca a curva indicativa da restrição orçamentária em equilíbrio para baixo conforme mostrado no Gráfico 10. Por outro lado, o maior excedente comercial requer uma taxa real de juros de pleno emprego mais elevada, isto é, uma maior relação dívida interna/renda. Por conseguinte, a curva que representa a inflação em equilíbrio deve mover-se para cima.

A economia se desloca do equilíbrio inicial *A* para um novo, *A'*, no qual a dívida interna e a taxa de inflação são maiores do que antes. Com o aumento do excedente comercial, a economia se desloca com oscilações para o equilíbrio de inflação mais alta. No início, a taxa de inflação cresce além da taxa nominal de juros, fazendo a taxa real de juros cair, o que estimula a atividade e empurra para cima a taxa de inflação. Gradualmente, as taxas de juros vão excedendo as taxas de inflação, elevando a taxa real de juros e a dívida interna.

Um aumento no déficit orçamentário gera exatamente os mesmos resultados que os descritos acima. Uma redução no financiamento externo do orçamento que requeira uma desvalorização e um aumento no excedente comercial equivale, portanto, a um aumento no déficit orçamentário.

Uma vez que há um limite para o déficit orçamentário que pode ser financiado por senhoriação, ou para o excedente comercial que pode ser monetizado, aumentos maiores no déficit orçamentário ou no excedente comercial poderiam excluir quaisquer cruzamentos das duas curvas, eliminando a existência de uma solução de equilíbrio para o modelo.

Observamos também que em resposta a um aumento no déficit orçamentário, ou em resposta a uma redução no financiamento externo do mesmo, tanto a taxa de inflação como a relação entre a dívida interna e a renda aumentam. A crise da dívida no Brasil se manifestou não somente através da inflação crescente mas também da rápida elevação da dívida interna (Tabela A.1.7). O crescimento acelerado da dívida interna resultou em parte do financiamento tanto do déficit primário como do serviço da dívida. Em 1989, os problemas tornaram-se mais agudos devido às altas taxas reais de juros, mostradas no Gráfico 11.

---

<sup>12</sup> A condição necessária para a estabilidade, conforme indicada pelas setas no Gráfico 9, é que a curva representativa da restrição orçamentária em equilíbrio corte a curva da taxa de inflação em equilíbrio vindo de baixo.

Gráfico 9

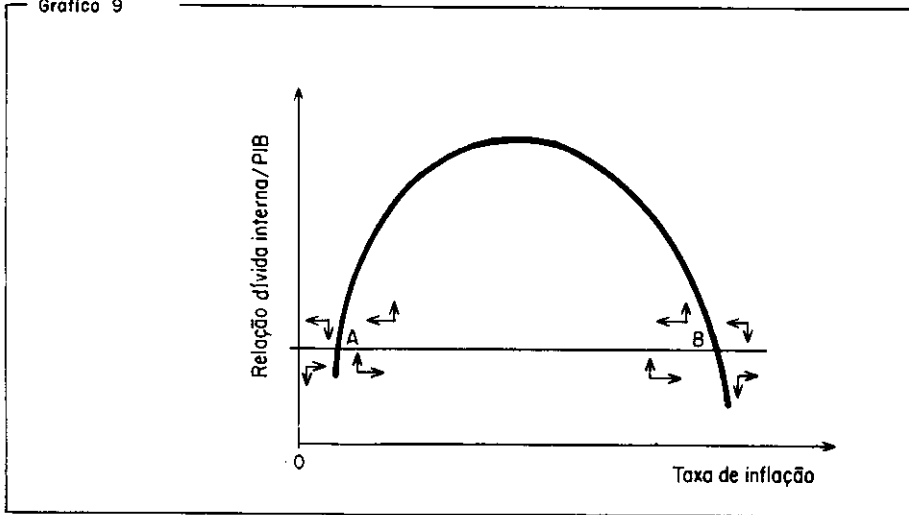
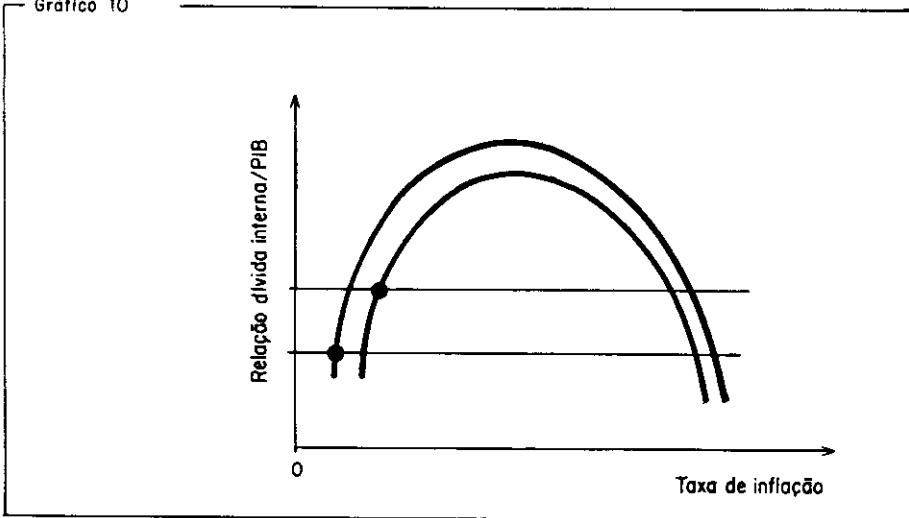
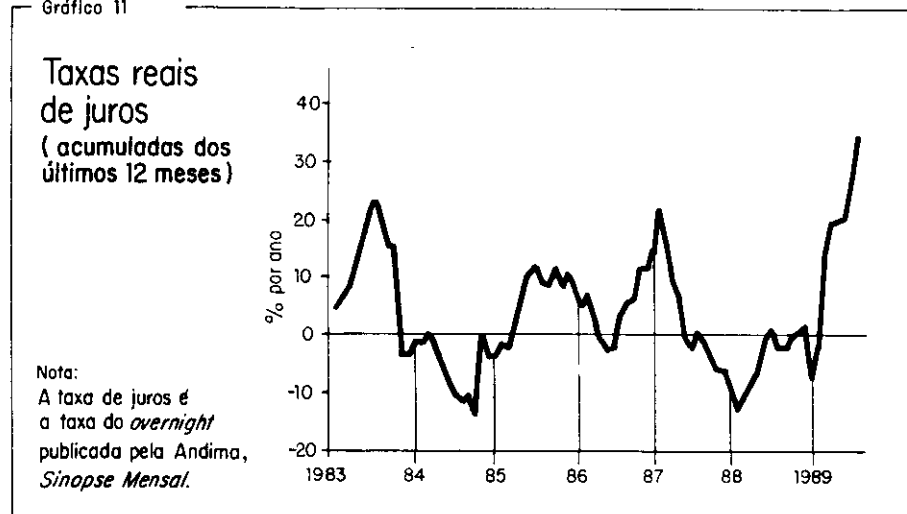


Gráfico 10



Nos dois últimos trimestres de 1989 o objetivo era manter a política monetária restritiva, o que na prática se traduziu em taxas reais de juros muito elevadas. Não obstante, o público podia efetivamente sacar cheques sobre seus depósitos *overnight*, os quais eram sustentados pela dívida do governo. Isto implicava que as operações de mercado aberto convertiam dinheiro que não pagava juros em dinheiro que pagava juros e com isso não afetavam a liquidez. A taxa de juros alta evitava a fuga para dólares e ativos reais e o governo continuava a dispor de financiamento para o déficit. Mas em presença de uma dívida alta e taxas de juros elevadas, o combate à inflação com uma política monetária rígida conduz a uma inflação maior no futuro ou a alguma forma de repúdio da dívida. No caso do Brasil a situação tornou-se muito mais séria por causa do prazo extremamente curto de vencimento da dívida.

Gráfico 11



## 5 - Conclusões

Vários fatores explicam a inflação no Brasil. Entre 1979 e 1983 sua aceleração resultou dos choques de oferta e das grandes depreciações reais da taxa de câmbio no contexto de uma economia indexada.<sup>13</sup> Por causa da elevada dívida externa, o desequilíbrio fiscal também cresceu com o aumento das taxas reais de juros no exterior e as depreciações reais. A partir de 1984, quando o governo não mais podia financiar externamente os seus déficits, a monetização dos déficits e a aceleração da expansão da moeda tornaram-se importantes fatores inflacionários. Apesar do declínio dos déficits orçamentários corrigidos pela inflação, o desaparecimento das

<sup>13</sup> A Tabela A.1.2 no Apêndice 1 aponta uma forte depreciação real no final dos anos 70 e outra em 1983.

fontes externas de financiamento tornou os déficits fiscais mais inflacionários porque tinham que ser financiados internamente.<sup>14</sup> Além do mais, a percepção de quão insustentáveis eram os desequilíbrios fiscais levou à adaptação financeira e à fuga da moeda, agravando o problema inflacionário.<sup>15</sup>

A Tabela 2 sumaria os fatos estilizados que o nosso modelo tentou reproduzir. Nos dois anos que se seguiram ao Plano Cruzado, a taxa de inflação mensal média foi mais ou menos a mesma que fora nos dois anos que precederam o Plano Cruzado. A instabilidade, no entanto, aumentou, conforme medida pelo coeficiente de variação da inflação, pelo ágio vigente no mercado paralelo de dólares e pelo coeficiente de variação do índice da Bolsa de Valores de São Paulo.

A aceleração muito rápida da inflação após 1988, assim como o aumento das taxas reais de juros, não podem ser diretamente atribuídos somente ao fracasso do Plano

TABELA 2  
Antes e após o Plano Cruzado

(Em %)

	2 anos precedentes Jan. 1984-Fev.1986	2 anos seguintes Mar. - Abr. 1988	Maio 1988-Maio 1989
Inflação média			
Taxa mensal	11	10	20
Coeficiente de variação da taxa de inflação	3	8	4
Juros reais			
Taxa anual <sup>a</sup>	2	3	20
Ágio do dólar			
Mercado paralelo <sup>b</sup>	21	45	68
Coeficiente de variação do Ibovespa real <sup>c</sup>	48	75	40

FONTE: *Conjuntura Econômica* e Banco Icatu.

<sup>a</sup> $((1+r_1)^i) - 1, i = 1, \dots, 12$  e  $(1+r) = (1+i)/(1+\pi)$ .

<sup>b</sup>(Taxa do mercado paralelo/Taxa oficial) - 1.

<sup>c</sup> Índice da bolsa de valores de São Paulo.

14 Entre 1982 e 1988, a relação entre a dívida consolidada do setor público e o PIB mais que duplicou. A relação entre a dívida externa e o PIB aumentou muito em meados dos anos 80 e declinou mais recentemente. Ver a Tabela A.1.3 no Apêndice 1.

15 A velocidade indica uma crescente desmonetização da economia entre 1970 e 1985, uma remonetização em 1986 e uma rápida desmonetização desde 1987.

Cruzado. Os réus são as várias tentativas de controlar a inflação através de congelamentos de preços ou apenas por uma política monetária rígida enquanto se evita o necessário ajustamento fiscal.

Há quatro lições importantes a serem aprendidas a partir da experiência brasileira.

A primeira lição deriva da inadequação do esforço de poupança do setor público. O que ocorreu nos anos 80 pode ser caracterizado mais como uma “acomodação” ao desaparecimento das fontes externas de financiamento do que como um ajustamento estrutural. A redução da dívida externa através de diferentes tipos de *swaps*, conjugada a grandes déficits orçamentários, financiados por uma onerosa dívida interna, conduziu a um gigantesco problema fiscal.

A estabilização da inflação requer um esforço fiscal amplo. A posição do setor público no Brasil continua comprometida pela necessidade de obter recursos do setor privado para atender ao serviço da dívida externa. Para alcançar a consolidação fiscal, sem uma recessão de maiores proporções, o Brasil precisa diminuir a transferência de recursos para o exterior. Isto significa redução da dívida e postergação do seu serviço.

A dívida interna, cujo prazo de vencimento é explosivamente curto, também cresceu como forma de financiamento do déficit orçamentário e de cobertura dos grandes subsídios concedidos às empresas públicas e ao próprio setor privado. O equilíbrio orçamentário requer a consolidação da dívida externa, o que pode ser alcançado através da privatização, com os recursos apurados sendo utilizados para resgatar a dívida, e mediante o alongamento forçado do prazo de vencimento dos demais instrumentos.

Ainda assim, a solução dos problemas das duas dívidas não será suficiente para restaurar a estabilidade, já que a consolidação fiscal requer cortes de grandes proporções nos subsídios e uma melhor gestão tributária.

A segunda lição refere-se ao uso de controles de preços. Na ausência de consolidação fiscal, esses controles aumentam a instabilidade da inflação, estimulam a desmonetização e ampliam a vulnerabilidade financeira da economia, efeitos que não são facilmente revertidos após a estabilização.

Aqui se pode notar também a dificuldade de gerir uma desinflação neutra, como em 1986, quando os salários reais aumentaram a expensas das margens de lucro, ajudando a provocar escassez, mercados negros e crescimento desordenado.

A terceira lição mostra que, mesmo que as políticas fiscal e monetária sejam exatamente adequadas à estabilização, o problema da transição de uma situação com alta inflação para outra com baixa taxa inflacionária ainda tem que ser enfrentado. Nesse caso, deve-se evitar um congelamento de preços, mas propiciar apenas sinalizações dos mesmos, o que ajudará numa transição mais suave.

Finalmente, a quarta lição diz com muita facilidade que eliminar a indexação é essencial para alcançar a estabilização da inflação. Isto está errado, como se provou pela excessiva ousadia do Plano Cruzado ao visar à inflação zero e abolir a indexação. Embora esta contribua para a propagação da inflação, é também uma proteção contra o tipo de aceleração inflacionária volátil que se verificou no final de 1986 e

início de 1987. A indexação gera a inércia quando a taxa de inflação é mais baixa, contendo ganhos de desinflação. Um bom exemplo está nos anos de taxas de inflação baixas e estáveis no Brasil entre 1968 e 1974. A indexação também facilita a aceitação política do programa de estabilização, um atributo que não pode ser menosprezado.

## Apêndice 1 - Estatísticas macroeconômicas

TABELA A.1.1  
*Taxas de inflação<sup>a</sup>*

Ano	Inflação média durante o ano (% por mês)	Coefficiente de variação (%)	Congelamento de preços
1976	3	22	
1977	3	34	
1978	3	18	
1979	5	32	
1980	6	17	
1981	6	52	
1982	6	19	
1983	10	24	
1984	10	11	
1985	11	24	
1986	5	162	março de 1986
1987	15	45	agosto de 1987
1988	23	17	
1989 <sup>b</sup>	27	54	março de 1989

FONTE: *Conjuntura Econômica*.

<sup>a</sup>Índice Geral de Preços da Fundação Getúlio Vargas.

<sup>b</sup>Preliminar.



TABELA A.1.2  
*Balança comercial e taxas reais de câmbio*

Ano	(Em US\$ bilhões)			Índice da taxa real efetiva de câmbio <sup>b</sup>	Termos de troca
	Exportações	Importações	Balança Comercial		
1977/79 <sup>a</sup>	13,3	14,6	-1,3	104,0	100
1980/82 <sup>a</sup>	21,2	21,5	-0,3	100,0	66
1983	21,9	15,4	6,5	86,4	61
1984	27,0	13,9	13,1	85,7	63
1985	25,6	13,2	12,5	85,2	62
1986	22,3	14,0	8,3	74,4	67
1987	26,2	15,0	11,2	73,6	60
1988	33,8	14,7	19,1	80,9	63 <sup>d</sup>

FONTES: *Conjuntura Econômica*, Morgan Guaranty, Banco Central e BID.

<sup>a</sup>Média anual.

<sup>b</sup>Apreciação para cima.

<sup>c</sup>Preliminar.

TABELA A.1.3  
*Indicadores financeiros*

Ano	Velocidade <sup>a</sup>	Dívida externa/ PIB <sup>b</sup>	Dívida consolidada do setor público <sup>c</sup>	Taxa real efetiva de câmbio <sup>d</sup>
1970/73	6,6	13,3		130,5
1974/77	7,8	17,3		116,9
1978/80	10,0	31,1		93,9
1981	13,7	25,6		103,2
1982	15,4	28,0	29,6	112,9
1983	19,4	42,6	48,9	86,4
1984	26,4	45,5	54,5	85,7
1985	26,8	45,4	55,8	85,2
1986	12,2	39,8	44,9	74,4
1987	21,6	38,3	55,0	73,6
1988 <sup>e</sup>	36,9	33,0	68,0	80,9
1989 <sup>e</sup>	42,0			

FONTES: Banco Central e Morgan Guaranty.

<sup>a</sup>PIB/M1.

<sup>b</sup>Dívida externa calculada como a média entre a dívida pendente em dezembro do ano corrente e do ano anterior vezes a taxa média de câmbio do ano.

<sup>c</sup>Dívida consolidada calculada como a média entre a dívida pendente em dezembro do ano corrente e do ano anterior.

<sup>d</sup>Morgan Guaranty.

<sup>e</sup>Preliminar.

TABELA A.1.4  
*Receitas, gastos e poupança do governo como fração do  
 PIB - todos os níveis de governo*

(Em %)

	Impostos diretos	Impostos indiretos	Receitas (1) + (2) + outras <sup>b</sup>	Juros sobre a dívida interna <sup>c</sup>	Transferências e gastos de consumo [incluindo (4)]	Poupança (3) - (5)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1970/77 <sup>a</sup>	10,6	14,8	25,0	0,5	19,4	5,6
1978/80 <sup>a</sup>	12,0	13,0	24,0	0,8	21,2	2,8
1981	11,7	12,9	23,5	1,1	21,2	2,3
1982	12,6	12,5	23,8	1,1	22,0	1,8
1983	12,1	12,6	23,2	1,6	22,0	1,2
1984	11,2	10,2	20,7	2,4	19,7	1,0
1985	11,7	10,3	21,2	3,3	21,6	-0,4
1986	13,0	11,6	22,2	3,5	23,7	-1,5
1987 <sup>d</sup>	10,2	11,3	19,3	2,4	23,4	-4,1
1988 <sup>d</sup>	9,7	10,2	17,2	2,7	24,0	-6,8

FONTE: Rezende (1989).

<sup>a</sup>Média anual.

<sup>b</sup>Outras incluem outras receitas menos o serviço da dívida externa.

<sup>c</sup>Exclui a correção monetária.

<sup>d</sup>Preliminar.

**TABELA A.1.5**  
*Déficit orçamentário corrigido pela inflação*

(Em %)

	Varição na dívida real <sup>a</sup> /PIB (1)	Imposto inflacionário/ PIB <sup>b</sup> (2)	Déficit corrigido pela inflação/PIB (3) = (1) + (2)
1982	7,1	2,0	9,1
1983	20,0	2,1	22,1
1984	7,5	1,5	9,0
1985	3,7	1,3	5,0
1986	1,4	0,7	2,1
1987	-0,5	3,8	3,3

FONTE: Banco Central, *Brazil Economic Program*, várias edições.

<sup>a</sup> Ver a Tabela A.1.6.

<sup>b</sup>  $(H_{t-1}/P_{t-1}) (\Pi/(1+\Pi))/PIB$

**TABELA A.1.6**  
*Dívida consolidada do setor público e fração no PIB da  
variação na dívida real*

Ano	Estoque da dívida em dezembro em milhões de NCz\$ (1)	Índice de preços em dezembro (2)	Varição na dívida real $\Delta[(1)/(2)]$ (3)	PIB nominal em milhões de NCz\$ (4)	Deflator do PIB (5)	Varição na dívida real/ PIB (em %) (6) = (3)/[(4)/(5)]
1981	8,5	1,0		24,6	0,8	
1982	21,7	2,0	2,2	51,0	1,6	7,1
1983	94,7	5,7	6,0	118,9	3,9	20,0
1984	334,1	17,5	2,4	393,7	12,4	7,5
1985	1.242,3	61,2	1,3	1.413,8	41,0	3,7
1986	2.084,2	100,0	0,5	3.708,2	100,0	1,4
1987	10.988,0	532,3	-0,2	11.884,7	309,3	-0,5

FONTE: Banco Central, *Brazil Economic Program*, várias edições.

TABELA A.1.7  
*Dívida interna em mãos de investidores privados*

		(Em US\$ bilhões)
1987	Dezembro	33,8
1988	Março	32,4
	Junho	42,4
	Setembro	43,3
1989	Dezembro	44,7
	Janeiro	40,9
	Fevereiro	51,1
	Março	62,0
	Abril	68,0
	Maio	63,0
	Junho	58,0

FONTE: Banco Central.

## Apêndice 2 - Como chegar à equação (6)

A restrição do orçamento governamental é:

$$(G - T) + i^*ED + iB \equiv \dot{ED} + \dot{B} + \dot{C} \quad (\text{A.1})$$

onde:

- $G - T \equiv$  o déficit orçamentário primário
- $i^*ED \equiv$  pagamentos de juros sobre a dívida externa;  $E$  é a taxa de câmbio.
- $iB \equiv$  pagamentos de juros sobre a dívida interna
- $\dot{D} \equiv$  empréstimos externos
- $\dot{B} \equiv$  empréstimos internos
- $\dot{C} \equiv$  criação interna de crédito, igual à variação na base monetária,  $H$ , menos a variação nas reservas em divisas,  $F$ :

$$C = \dot{H} - E\dot{F} \quad (\text{A.2})$$

Consideremos agora o balanço de pagamentos em dólares na hipótese de que somente o governo toma empréstimos no exterior:

$$\dot{F} = NX - i^*D + \dot{D} \quad (\text{A.3})$$

onde:  $NX$  = exportações líquidas.

Substituímos (A.2) e (A.3) em (A.1) para obter (A.4):

$$(G - T) + E(NX) + iB = \dot{H}\dot{B} \quad (\text{A.4})$$

Dividindo ambos os lados de (A.4) pela renda,  $Y$ , e definindo:

$$\begin{aligned} (G - T)/Y &= g, \\ E NX/Y &= \psi, \\ H/Y &= h, \\ B/Y &= b, \\ \dot{H}/H &= \mu, \\ \dot{B}/B &= \nu \end{aligned}$$

obtemos:

$$g + \psi + ib = h\mu + b\nu \quad (\text{A.5})$$

### Abstract

*This paper discusses the acceleration of inflation in Brazil. In the early 1980s, the Brazilian inflation rate increased largely because of the balance-of-payments crisis and because of large depreciations in the cruzeiro. The Cruzado Plan failed to stop inflation because of an extremely loose monetary policy coupled with a lack of fiscal austerity. Repeated price controls have increased the variability of inflation. More recently the decline in tax collections and the growth of interest payments on a ballooning domestic debt have built up a massive fiscal problem. Flight from money has further aggravated Brazilian inflation. I use two steps to explain the Brazilian inflationary process: the analysis of price freezes in the context of sustained fiscal imbalance; and research on the consequences of different fiscal deficit financing forms. I simulate the paths of inflation and real cash balances in response to different shocks, and I focus on the effects of controls that impose a temporary reduction of the inflation rate under different choices for monetary and fiscal policies. My model of an open economy in which agents can hold money, domestic bonds, and inventories of goods clarifies the linkage between Brazil's growing inability to finance the public sector deficit externally after 1982 and the acceleration of inflation*

### Bibliografia

ARIDA, Persio, RESENDE, André Lara. Inertial inflation and monetary reform. In: WILLIAMSON, J. (ed.). *Inflation and indexation: Argentina, Brazil and Israel*. Cambridge, MIT Press, 1985.

- BARBOSA, Fernando de Holanda, SIMONSEN, Mario. *Plano Cruzado: inércia versus inépcia*. Rio de Janeiro, Editora Globo, 1989.
- CARDOSO, Eliana, DORNBUSCH, Rudiger. Brazil's tropical plan. *American Economic Review*, p. 288-292, 1987.
- CARDOSO, Eliana, FISHLOW, Albert. The macroeconomics of the Brazilian external debt. In: SACHS, J. (ed.). *Developing country debt and economic performance*. Chicago, Chicago University Press, 1990.
- DORNBUSCH, Rudiger. Stopping hyperinflation: lessons from the german experience in the 1920s. In: FISCHER, Stanley (ed.). *Essays in honor of Franco Modigliani*. Cambridge, MIT Press, 1987.
- IZE, Alain, ORTIZ, Guillermo. Fiscal rigidities, public debt and capital flight. *IMF Staff Papers*, jun. 1987.
- MODIANO, Eduardo. The Cruzado first attempt: theory and the Brazilian case study. 1988.
- MONTIEL, Peter. Empirical analysis of high inflation episodes in Argentina, Brazil and Israel. *IMF Staff Papers*, v. 36, n.3, p. 527-549, set. 1989.
- REZENDE, Fernando *et alii*. A questão fiscal. *Perspectivas da economia brasileira*. Rio de Janeiro, IPEA, 1989.
- RODRIGUEZ, Carlos. A stylized model of the devaluation-inflation spiral. *IMF Staff Papers*. v. 25, n.1, p. 76-89, mar. 1978.
- SIMONSEN, Mario Henrique. Price stabilization and incomes policy. In: BRUNO *et alii* (eds.). *Inflation Stabilization*. Cambridge, MIT Press, 1988.