

## **Da inflação crônica à hiperinflação: observações sobre o quadro atual**

*From chronic inflation to hyperinflation:  
observations on the current situation*

ANDRÉ LARA RESENDE\*

---

RESUMO: Este artigo faz uma classificação dos processos de inflação. A inflação moderada é um fenômeno representado pela Curva de Phillip. Na inflação crônica, a indexação inercial e retrospectiva são fatores importantes. A hiperinflação elimina a indexação retrospectiva e é dominada pela expectativa e pelas dificuldades financeiras do fator público. Argumenta-se que, embora o déficit do fator de inflação pública nem sempre seja a causa primária da inflação crônica, em estágios posteriores nenhum déficit do governo pode ser financiado. A falta de todas as fontes de financiamento de fatores públicos é o que caracteriza a transição para a hiperinflação. A cena brasileira atual é analisada.

PALAVRAS-CHAVE: Inflação; hiperinflação; política monetária.

ABSTRACT: This article makes a classification of inflation processes. Moderate inflation is a phenomenon represented by Phillip's Curve. In chronic inflation, inertial and backward-looking indexation are major factors. Hyperinflation eliminates backward-looking indexation and is dominated by expectation and the public factor financial difficulties. It is argued that although the public inflation factor deficit is not always the primary cause of chronic inflation, in later stages no government deficit whatsoever can be financed. The lack of all sources of public factor financing is what characterizes the transition to hyperinflation. The current Brazilian scene is analysed.

KEYWORDS: Inflation; hyperinflation; monetary policy.

JEL Classification: E31.

---

O risco de hiperinflação aumentou de forma significativa nos últimos meses. Que implicações tem tal estado de coisas para o desenho da política de estabilização e para as condições de posterior recuperação do crescimento?

É preciso começar pela análise do que é hiperinflação – e o que distingue os processos hiperinflacionários de situações de inflação alta. Para isso, é necessário

---

\* Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC/RJ. Rio de Janeiro/RJ, Brasil.

fazer uma classificação tripartite dos fenômenos de alta generalizada de preços comumente agrupados sob o nome de inflação. São fenômenos essencialmente distintos no que respeita às suas causas, consequências e terapias.

## 1. INFLAÇÃO MODERADA

*Inflação moderada* é uma alta do nível geral de preços provocada pelo excesso de demanda, que se manifesta de forma mais intensa na fase final dos ciclos de aquecimento da atividade econômica. A operação próxima do limite de capacidade instalada e a redução dos níveis de estoque pressionam simultaneamente os preços em diversos setores. A alta dos preços é acompanhada pela elevação dos salários, num mercado de trabalho pressionado pela demanda. Trata-se do fenômeno analisado nos livros de macroeconomia das décadas de 60 e 70 e sintetizado na Curva de Phillips.

A hegemonia das ideias keynesianas sobre o controle da demanda agregada, como forma de evitar as profundas e prolongadas recessões observadas na primeira metade do século, introduziu viés inflacionário, que se manifestou com maior ou menor intensidade nas economias industrializadas, a partir da década de 60. Vozes isoladas e críticas do otimismo das possibilidades da administração macroeconômica da demanda agregada, Milton Friedman e a escola macroeconômica da Universidade de Chicago tiveram suas teses confirmadas pela evidência empírica dos anos 60 e 70.

Os limites do ativismo macroeconômico, o papel das expectativas e a impossibilidade de sustentar ao mesmo tempo um nível de atividade superior e uma taxa de desemprego inferior aos estabelecidos pelos determinantes de longo-prazo foram princípios incorporados à macroeconomia dos anos 70. A chamada Curva de Phillips Expandida pelas expectativas sintetizou a revisão do *mainstream* macroeconômico. O monetarismo saiu inequivocamente vitorioso sobre o keynesianismo ingênuo dos anos 50 e 60.

Inflação moderada, de um ou dois dígitos até os 15% ao ano, é excesso de demanda agregada – essencialmente uma questão de muito dinheiro tentando comprar poucos bens – e a política monetária é o mais poderoso instrumento para controlá-la.

## 2. INFLAÇÃO CRÔNICA

Inflação crônica é um processo de alta generalizada dos preços em ritmo mais acelerado e por um período de tempo suficientemente longo para que sejam desenvolvidos mecanismos generalizados de indexação retroativa dos contratos. A exposição prolongada a uma alta perceptível do nível geral de preços cristaliza as expectativas de altas futuras e provoca a adaptação dos arranjos institucionais e contratuais à nova realidade. Por um lado, tal adaptação torna a alta de preços

menos perturbadora da atividade econômica. Por outro lado, introduz um elemento novo que a torna essencialmente distinta da inflação moderada.

A sociedade aprende a conviver com a alta do nível geral de preços e o processo inflacionário crônico adquire um grau de automatismo, isto é, de independência das pressões da demanda agregada, um componente inercial, que exige revisão da análise de suas causas e de sua terapia.

Uma inflação moderada, tratada com suficiente complacência monetária, ao cabo de algum tempo pode se transformar numa inflação crônica. Também os processos de inflação moderada apresentam certa resistência à queda. Uma vez consolidadas as pressões altistas, a reversão exige um período de folga nos mercados, com a queda da demanda do nível de atividade e do emprego, o que não se consegue evidentemente sem custos. Sem determinação política ou independência das autoridades monetárias para incorrer nos custos da restrição da liquidez, pode-se prolongar a pressão sobre os preços até o desenvolvimento generalizado de contratos indexados. A inflação adquire um caráter inercial que a torna praticamente insensível a quedas moderadas da demanda agregada.

A passagem da inflação moderada para inflação crônica, ou até diretamente para hiperinflação, na maioria dos casos não é provocada exclusivamente pela incapacidade de restabelecer a disciplina monetária. Mais frequentemente, os processos inflacionários crônicos têm raízes na tentativa de modificação expressiva de preços relativos para a superação de desequilíbrios estruturais. A superação de tais desequilíbrios, que podem assumir aspectos específicos muito distintos, exige a geração de excedentes superiores aos que resultariam da taxa de poupança voluntária, dada a livre configuração da estrutura de preços relativos.

Assim como o excesso de demanda é a causa primária dos processos de inflação moderada, também a tentativa de extrair da sociedade excedente superior à taxa de poupança voluntária está na base dos processos inflacionários crônicos. Na classificação de geração extraordinária de excedente incluem-se tanto os programas de industrialização tardia acelerada, a mobilização militar em situações de guerra, como os esforços para obtenção de grandes superávits comerciais externos, seja para pagamento de reparações de guerra, como na Alemanha da década de 20, seja para pagamento de serviço da dívida quando se interrompe o acesso às fontes de financiamento, como no caso dos grandes países devedores da década de 80.

As inflações das economias latino-americanas das décadas de 50 e 60 são exemplos das pressões do esforço de industrialização acelerada. A aparente contradição entre a análise da escola estruturalista latino-americana e o *mainstream* macroeconômico da Curva de Phillips dos anos 50 e 60 é compreensível diante da constatação de que, sob a denominação comum de inflação, de fato se discutiam fenômenos distintos. O agravamento dos processos inflacionários crônicos dos grandes devedores, a partir do choque de petróleo e da subsequente crise do mercado internacional de crédito, é exemplo das pressões resultantes do esforço para gerar superávits comerciais, exigido pela inversão dos fluxos internacionais de capitais.

Industrialização acelerada e extraordinários superávits comerciais requerem a

mobilização de excedentes só alcançáveis com uma configuração de preços relativos, em particular de salário real inferior e câmbio real superior – no sentido de maior desvalorização da moeda nacional – àquela que prevaleceria alternativamente. A rigidez para baixo de preços e salários nominais implica um surto inflacionário para reajustar os preços relativos. Em princípio tal surto poderia limitar-se ao aumento de uma vez por todas do nível geral de preços, caso não fosse sancionado por uma política monetária passiva, que acomoda os posteriores aumentos de salários e preços, em busca do restabelecimento da prévia configuração de preços relativos.

Assim como um surto de inflação moderada causado pelo superaquecimento da demanda pode ser evitado ou revertido por uma política monetária restritiva, também as pressões inflacionárias decorrentes dos ajustes estruturais que normalmente dão início, ou agravam, um processo inflacionário crônico, poderiam ser contidas por uma política monetária inflexível. Terminam aqui, contudo, o paralelo entre os dois casos. O reajuste de preços relativos não se dá necessariamente em condições de excesso de demanda e de superaquecimento. A inflexibilidade da política monetária não visa, neste caso, a conter o superaquecimento, mas a provocar uma recessão para forçar a queda dos salários e a desvalorização do câmbio. As dificuldades políticas para justificar e sustentar tal opção são, como é óbvio, infinitamente maiores. A acomodação monetária, em maior ou menor grau, acaba prevalecendo.

Uma vez instaurado um processo, ainda que incipiente, de inflação crônica, cria-se um circuito vicioso: o convívio prolongado com a inflação e o consequente desenvolvimento dos mecanismos de indexação reduzem os custos para conviver com a sua aceleração e aumentam os custos recessivos da opção não acomodatória. Na ausência de choques negativos de oferta, e com acesso a financiamentos externos, processos inflacionários crônicos, não muito virulentos, podem permanecer aproximadamente estabilizados por períodos relativamente longos de tempo. Tornam-se, contudo, cada vez mais resistentes às terapias gradualistas convencionais e propensos à aceleração diante de quaisquer choques inflacionários, seja pelo superaquecimento da demanda, seja pela exigência de novos ajustes de preços relativos diante de novos choques de oferta, ou de crise de balanço de pagamentos. Processos inflacionários crônicos têm, portanto, com maior ou menor velocidade, tendência inexorável à aceleração.

É importante observar que, embora o déficit público esteja quase sempre associado aos processos inflacionários, tanto moderado quanto crônico, é perfeitamente possível, em princípio, uma inflação não provocada pelo déficit, ou até mesmo com o equilíbrio do orçamento do governo. O aumento do déficit pressiona a demanda agregada e pode estar presente nos processos de inflação moderada, mas uma política monetária excessivamente folgada provoca inflação mesmo sem déficit, e uma política monetária restritiva impede o surto de inflação moderada, ainda que haja aumento temporário do déficit.

Nas inflações crônicas, a redução do déficit público é sempre condição necessária para evitar a exacerbação do processo. Não necessariamente por ser o déficit o principal fator impulsionador da inflação, mas porque o déficit compete pelo

excedente, cuja tentativa de aumentar exige o realinhamento inflacionário dos preços relativos. Fosse o déficit suficientemente reduzido para liberar excedentes na proporção do aumento exigido, não haveria necessidade do reajuste inflacionário de preços relativos. O déficit público compete pelo financiamento escasso, numa economia em que as restrições de poupança ou de divisas se tornaram mais severas. Este mesmo déficit poderia não exercer pressão inflacionária antes do agravamento de tais restrições, ou mesmo depois dele, se a configuração de preços relativos pudesse ser alterada sem fricção, e a taxa de poupança do setor privado fosse proporcionalmente aumentada.

É importante ressaltar que, tanto no caso de inflação moderada como no caso de inflação crônica, a redução do déficit atua no sentido de reduzir as pressões sobre a alta dos preços, mas nem o déficit é sempre a causa primária da inflação, nem existe relação biunívoca entre a medida do déficit e a taxa de inflação. Taxas de inflação absolutamente díspares podem ser observadas com um mesmo déficit. A inflação crônica torna-se, na medida do grau de desenvolvimento dos mecanismos de indexação, insensível à redução do déficit e até mesmo à superação dos desequilíbrios que a provocaram. Esta é a essência do elemento inercial das inflações crônicas.

Dois exemplos recentes ilustram a insensibilidade de processos inflacionários crônicos à redução do déficit público: os programas de ajuste que foram implementados no Brasil, entre 1981 e 1984 e no México, entre 1983 e 1986. No caso brasileiro, o déficit público foi reduzido de 8,3% do PIB em 1982 para 2,4% em 1984. O programa mexicano reduziu o déficit de 6,5% do PIB em 1982 para 2,1% em 1985. Os resultados obtidos nos balanços de transações correntes foram igualmente extraordinários. Embora eloquentes por qualquer critério, tais ajustes foram incapazes de reduzir de forma expressiva o ritmo dos processos inflacionários. No Brasil, a inflação, ao contrário, passou de cerca de 100% ao ano para aproximadamente 200%. No México, a inflação desacelerou-se de 90% em 1983 para 60% em 1984-85, e em seguida retornou aos 80%.

Ambas as experiências, a brasileira e a mexicana, foram recessivas. Déficit público reduzido, nenhum sinal de excesso de demanda, reversão do déficit em transações correntes, mas modestíssimos resultados sobre os preços. Embora as políticas monetárias tenham nos dois casos sido relativamente restritivas, continuaram essencialmente acomodatórias. A experiência chilena dos meados de 1973 até os meados de 1976, em contrapartida, apresenta evidência dos resultados de ajuste fiscal ainda mais rigoroso – e acompanhado de igual rigor monetário. O drástico aperto de liquidez fez parte de um programa de estabilização abrangente que reduziu o déficit público de 25% do PIB em 1973 para 10,5% em 1974 e para 2,6% em 1975. Implementado com a autoridade e o rigor de um duríssimo regime militar e sob a inspiração de técnicos formados pela escola do liberalismo monetarista da Universidade de Chicago, a experiência chilena destaca-se como caso-padrão de experimento ortodoxo em economia de inflação crônica. A aceleração dos preços foi revertida, mas a inércia dos processos de inflação crônica dramaticamente confirmada. A inflação caiu de 500% em 1973 para 250% anualizada ao final do

período. A taxa de desemprego aumentou de 4,6% em 1973 para 16,8% em 1975 e o PNB chegou a cair 14,4% em 1975.

A evidência empírica da resistência dos processos inflacionários crônicos aos programas de estabilização ortodoxos, apresentada pelas economias latino-americanas da segunda metade da década de 70 e primeira metade da década de 80 – à qual se deve acrescentar o caso de Israel – foi motivo de intensa análise e extenso debate acadêmico. As experiências latino-americanas e a israelense foram seguidas de grandes avanços conceituais da macroeconomia da inflação. A formulação teórica do componente inercial de inflações crônicas e o desenvolvimento de estratégias alternativas, ou heterodoxas, foram frutos da análise dessas frustradas experiências na linha da ortodoxia.

A partir da experiência pioneira do Plano Austral na Argentina, esses mesmos países foram mais uma vez palco de frustradas tentativas de estabilização com programas de concepção diretamente inspirada nos desenvolvimentos teóricos feitos a partir da análise das experiências ortodoxas. Após um período inicial de seis a doze meses de aparente sucesso, às experiências heterodoxas seguiram-se virulentas retomadas da inflação. Com exceção do caso de Israel, e assim mesmo na sua terceira tentativa de estabilização de corte heterodoxo, todas as demais experiências redundaram em absoluto fracasso.

Como nas experiências ortodoxas, o fracasso das experiências heterodoxas foi acompanhado de debate e análise, o que permitiu novos avanços na compreensão dos processos inflacionários. Embora o debate ainda esteja em curso, há hoje uma volumosa literatura e um acentuado grau de consenso acadêmico quanto aos elementos indispensáveis ao sucesso de um programa de estabilização em condições de inflação crônica e quanto às dificuldades encontradas na sua implementação.

De forma sucinta, a estabilização de inflações crônicas requer:

– Eliminação do componente institucional da inércia, através da conversão dos contratos para uma nova moeda, de maneira que se preserve, no novo ambiente de estabilidade de preços, os valores reais médios que se materializariam às taxas de inflação correntes.

– Eliminação do elemento de expectativas da inércia por meio do estabelecimento de âncoras nominais, tais como a taxa de câmbio, os salários e alguns preços-chaves.

– Rígido controle monetário através de limites nominais para a expansão do crédito. O controle de crédito não apresenta os problemas que a variação na demanda, e, portanto, na velocidade de circulação, que outros agregados monetários – tais como a base ou demais definições restritas de moeda – apresentam quando há brusco estancamento da inflação.

– Redução do déficit público de forma a compatibilizá-lo com as fontes de financiamento não-monetário dentro dos limites de expansão do crédito doméstico total.

Os dois primeiros pontos são os componentes heterodoxos aos quais se soma o controle monetário e fiscal da ortodoxia. Há consenso sobre a complementariedade dos elementos ortodoxos e heterodoxos. A confusão entre o caráter comple-

mentar e o caráter substitutivo dos elementos ortodoxos e heterodoxos esteve, sem sombra de dúvida, por trás dos erros e do fracasso dos primeiros programas de estabilização de corte heterodoxo. A credibilidade e a viabilidade das âncoras nominais, além dos primeiros meses do programa, exigem que as pressões inflacionárias primárias, ou seja, não inerciais, sejam eliminadas.

Conforme foi observado, o déficit público não é necessariamente a fonte primária de pressão inflacionária em processos crônicos que ainda não tenham atingido os últimos estágios. Os desequilíbrios associados à necessidade de alterar a configuração de preços relativos, para elevar a taxa de poupança e o excedente, mais frequentemente, são o motor dos agravamentos de processos crônicos. A prescrição de redução do déficit público, até compatibilizá-lo com o limite não inflacionário de expansão do crédito doméstico, entretanto, resume a condição *sine qua non* para eliminar esses desequilíbrios.

A identidade macroeconômica, entre superávit externo em conta corrente e a soma do excesso de poupança sobre o investimento do setor privado com o superávit do setor público, determina que a compatibilização não inflacionária da absorção doméstica – ou seja, do excedente – com a renda nacional pode ser reinterpretada como uma restrição exclusivamente sobre o orçamento do setor público. Deve-se observar, contudo, que a opção de privilegiar o déficit público como variável de ajuste não implica obrigatoriamente atribuir sentido de causalidade entre o déficit e as pressões inflacionárias. Trata-se de um julgamento sobre os custos e os benefícios das diversas possibilidades de ajustes. A redução do consumo e do investimento privados, ou da transferência líquida de recursos para o exterior, seriam opções igualmente passíveis de restabelecer o equilíbrio do ponto-de-vista estritamente contábil das contas nacionais.

A opção pela redução do déficit público pressupõe que o ajuste com base na exclusiva redução da transferência líquida para o exterior não é factível ou desejável. Pressupõe que é desejável reduzir a participação do setor público na economia, ainda que a redução, ou a melhor a distribuição no tempo da transferência seja possível. Os gastos do setor privado, especialmente o investimento, são considerados mais eficientes, com maior poder gerador de crescimento da renda nacional. A explicitação destas hipóteses é essencial para esclarecer a discussão sobre estabilização e retomada do crescimento.

Em particular, a aceitação da maior eficiência dos gastos privados implica que, do ponto de vista da retomada do crescimento, a redução dos gastos públicos não é equivalente ao aumento da receita fiscal. Aceitando-se ainda que os investimentos públicos em certas áreas são complementares aos investimentos privados, sua avaliação criteriosa e seletiva, acompanhada do corte das despesas correntes, é muito superior à mera elevação da carga tributária como política de estabilização que procure evitar o prolongamento do período de estagnação.

O aumento da arrecadação fiscal reduz a demanda agregada de acordo com a propensão marginal a consumir e investir do setor privado, enquanto a redução das despesas públicas transforma-se integralmente em redução da demanda agregada. Desde que a propensão marginal a poupar do setor privado não seja nula, o

corte de despesas é mais poderoso do que o aumento de impostos como instrumento de controle de demanda agregada. Reduzir gastos é mais eficaz do que aumentar impostos para reverter o superaquecimento da demanda em situações de inflação moderada.

A aparente equivalência entre a redução de despesas e a elevação de receitas torna-se particularmente questionável em inflações crônicas. Nestes casos, o excesso de demanda agregada não é, necessariamente, a fonte primária de pressão sobre os preços. O aumento dos impostos, embora reduza a renda disponível e a demanda agregada, agrava a disputa por excedente superior à poupança voluntária que está na raiz dos processos inflacionários crônicos. O aumento dos impostos – particularmente dos impostos indiretos –, ao menos a curto-prazo, é fonte de pressão inflacionária. Nos estágios avançados dos processos crônicos, aumentar os impostos indiretos aparece como a única alternativa para um governo política e operacionalmente desgastado. O resultado é a aceleração da inflação, a exacerbação dos mecanismos de indexação e o agravamento das expectativas. O aumento de impostos, neste caso, é fator de aceleração dos preços, e não de moderação.

Ao contrário das críticas e dos temores iniciais, as experiências recentes dos programas brasileiro, argentino e israelense demonstraram que a interrupção do processo inflacionário crônico tende a provocar aumento do consumo e da demanda agregada. Mas no caso do sucesso israelense, onde não foram cometidos os erros primários com relação às políticas monetária e salarial do programa brasileiro, houve tendência ao aquecimento da demanda. Tal impulso de demanda não é necessariamente desejável, nem é garantia de retomada do crescimento sustentável, pois têm inequívocos componentes de antecipação especulativa do consumo, associados à desconfiança quanto à sustentação da estabilidade dos preços. Eis porque o rigor na condução da política creditícia, na fase inicial do programa, deve ser superior ao requerido após a consolidação das expectativas.

Credibilidade é evidente condição tanto para o sucesso do programa quanto para a redução do prazo de posterior recuperação dos investimentos e do crescimento. Os fatores determinantes da credibilidade são inúmeros e complexos. Aceitando-se, porém, um grau mínimo de racionalidade das expectativas, a eliminação das causas primárias da pressão inflacionária é condição *sine qua non* para a conquista de credibilidade. Experiências anteriores fracassadas e o desgaste político do governo podem exigir um ajuste superior ao efetivamente requerido pelas condições macroeconômicas objetivas.

### 3. VIABILIDADE DO GRADUALISMO

Na ausência de choques adversos, é possível estabilizar um processo inflacionário crônico em seus estágios iniciais por períodos relativamente longos de tempo. É certamente impossível, porém, manter estáveis processos crônicos que se encontrem em estágios avançados. É também possível desacelerar uma inflação moderada, através de uma política gradualista de redução do déficit público, acompanha-

da por uma política monetária restritiva, mas toda experiência empírica demonstra que os processos inflacionários crônicos, em estágios avançados, não são passíveis de tratamento gradualístico.

Estabilizar processos inflacionários agudos é inexequível por três razões. A primeira é que, a partir de certo nível, o próprio governo se torna vítima da inflação pela deterioração do valor real de sua receita fiscal. A deterioração ocorre entre o momento do fato gerador do imposto e o momento do seu recolhimento ao erário. A esta deterioração, conhecida na literatura econômica como efeito Oliveira-Tanzi, soma-se o rápido aumento dos inúmeros canais de evasão fiscal criados pela defasagem entre valores contábeis e valores reais. Sofisticados mecanismos de indexação contábil e medidas que visam reduzir os prazos de recolhimento dos impostos podem atenuar a perda de receita. Quanto mais alta é a taxa de inflação, porém, mais provável será que a tentativa de reduzir o déficit de forma gradualística se transforme num trabalho de Sísifo: o esforço não tem efeito imediato sobre a taxa de inflação, aumentam os canais de evasão, reduz-se o valor real das receitas fiscais e as modestas conquistas em relação ao déficit são anuladas.

A segunda razão da impossibilidade de estabilização é que a capacidade de o governo financiar seu déficit diminui cada vez mais rapidamente com as altas taxas de inflação. A inflação reduz o valor real do estoque de moeda retido pelo público. Como este estoque, ou mais precisamente a base monetária, é um passivo do governo, a inflação opera como um imposto que reduz o valor de um ativo do público e passivo do governo. Este “imposto inflacionário” tem como alíquota a taxa de inflação e como base o estoque de base monetária retido pelo público. À medida que a taxa de inflação se eleva, o público procura diminuir a quantidade de moeda retida para assim conter a perda resultante do imposto inflacionário. O governo tem, por sua vez, reduzida a base sobre a qual incide o “imposto” e, para obter a mesma “receita”, é necessário que a alíquota se eleve, o que quer dizer que se eleve a inflação.

Esta é uma das razões pelas quais um mesmo déficit público pode estar associado a diferentes níveis de inflação. Ainda que o déficit seja mantido constante, no curso do tempo a economia desenvolve ativos financeiros com características de liquidez muito semelhantes à da moeda, mas que pagam juros e, portanto, não estão sujeitos à erosão do imposto inflacionário. Quanto mais altas as taxas de inflação, maior será o número de tais substitutos da moeda convencional. Mais depressa, em consequência, o público substitui a moeda convencional por essa “moeda remunerada”. O governo perde parte da base de incidência do imposto inflacionário e se vê na contingência de encontrar fontes alternativas de financiamento, ou de reduzir o déficit. Como as fontes alternativas de financiamento estão de fato esgotadas, quando o processo inflacionário crônico atingiu estágios avançados, a inflação tende a acelerar, ainda que o déficit não aumente.

A terceira, e seguramente a mais importante razão da inviabilidade da estratégia gradualística, está associada à dinâmica das expectativas, conjugada aos mecanismos de indexação.

Os meses em que o índice estatístico da inflação é mais baixo do que o espe-

rado provocam relativo alívio das tensões e aumentam as duvidosas esperanças na estratégia gradualística. Os meses em que o índice fica acima do esperado, por sua vez, provocam assimétrica reação de pânico. O sentimento generalizado é de que se está às portas da hiperinflação e de que urgentes medidas para abafar a inflação são inevitáveis. A lógica da sobrevivência política questiona abertamente a estratégia gradualística e obriga o governo a apresentar novas propostas. Não há, entretanto, mais poderoso efeito acelerador da inflação do que a consciência generalizada de que o governo pode tentar medidas de abafamento. Diante da perspectiva de congelamento de preços e de modificação dos mecanismos de indexação, a reação é unânime e inequívoca, com o desencadeamento de movimentos defensivos que reaceleram o processo inflacionário.

Preservados os mecanismos legais de indexação, qualquer pressão setorial, como a alta conjuntural dos preços agrícolas, a materialização de índices mensais mais elevados ou a exacerbação dos aumentos defensivos, é suficiente para consolidar novo patamar. A eliminação ou a perda de confiança nestes mesmos mecanismos de indexação é, contudo, o maior risco de se desencadear a hiperinflação. O que distingue um processo aberto de hiperinflação dos processos crônicos de inflação é justamente a desorganização e a perda de confiança nos mecanismos legais de indexação. Embora a moeda oficial possa ter perdido qualquer vestígio de suas propriedades de reserva de valor e de unidade de conta, os mecanismos legais de indexação permitem a criação de instrumentos e referências alternativos. Preserva-se assim um grau mínimo de organização das expectativas, sem o qual não há atividade econômica possível.

A estratégia gradualística é, portanto, inexequível nos estágios avançados de processos crônicos. Por um lado, a perda de arrecadação fiscal e as crescentes dificuldades para financiar o déficit se associam à assimétrica volatilidade das expectativas, conjugada aos mecanismos de indexação, para assegurar a trajetória ascendente da inflação. Por outro lado, a possibilidade de modificação das regras de indexação, fora do contexto de um programa abrangente e orgânico de estabilização, é o caminho mais curto para acelerar a desorganização hiperinflacionária. Sem tal programa, os processos crônicos em estágios avançados caminham inevitavelmente para a hiperinflação.

#### 4. HIPERINFLAÇÃO

*Hiperinflação* é um processo de violenta alta dos preços, em que há rejeição da moeda nacional e o governo perde todas as fontes alternativas de financiamento. A alta dos preços está em constante aceleração e, dada a alta variância dos preços relativos, a própria noção de índice geral de preços se torna discutível e irrelevante. A construção de um índice de preços, cuja variação sirva para a indexação, ainda que instantânea, de contratos sem perda real não é viável. Com os preços em rápida aceleração, a defasagem entre o período de coleta dos dados e sua divulgação implica perda de valor real nos contratos, mesmo que os reajustes

sejam diários. A perda é proporcional à velocidade da aceleração da inflação entre o período de coleta dos dados e o período em que é utilizado como indexador.

Não há, portanto, indexação retroativa. E ainda que fosse possível construir um índice geral de preços representativo, por menor que fosse o prazo entre reajustes, a perda do valor real médio dos contratos seria significativa. Sem indexação retroativa, desaparece o aspecto institucional da inércia, que passa a ser dominada pelas expectativas.

A rejeição da moeda nacional torna-se completa. Incapaz de servir como reserva de valor ou unidade de conta, até mesmo por algumas horas, a moeda perde também sua propriedade de meio de pagamento. Apesar do curso legal, os preços são cotados e muitas transações são liquidadas em moedas estrangeiras. A desorganização dos sistemas de preços e de pagamentos impõe extraordinárias dificuldades à atividade econômica. A recessão caótica acompanha infalivelmente a fase final das hiperinflações.

As fases avançadas de processos crônicos adquirem características que os aproximam crescentemente dos processos hiperinflacionários. Há um período de processos crônicos em que ainda não houve rejeição completa de todos os ativos financeiros do governo, inclusive da moeda, mas no qual a capacidade de financiamento do setor público reduz-se drasticamente. O processo de erosão das fontes de financiamento do setor público é generalizado.

O financiamento externo é o primeiro a desaparecer diante das incertezas econômicas e políticas que acompanham o agravamento de inflações crônicas. As receitas fiscais sofrem a erosão do efeito Tanzi e da desorganização da atividade econômica. É questionada a própria legitimidade de recorrentes tentativas de elevar a carga tributária para estancar um processo inflacionário que se mostra absolutamente insensível a tais esforços.

Os limites do endividamento interno tornam-se mais estreitos, com a crescente percepção do estado de desorganização pré-falimentar do setor público. O imposto inflacionário adquire, conseqüentemente, maior participação entre as fontes de financiamento do governo. Como diminui a base monetária não-remunerada – sobre a qual incide o imposto inflacionário – substituída por alternativas financeiras que pagam juros, a taxa de inflação tem que se acelerar. O déficit público passa, efetivamente, a ser a mola propulsora da inflação, pois qualquer déficit, por menor que seja, torna-se infinanciável.

## 5. O QUADRO BRASILEIRO

O Brasil se encontra hoje, inequivocamente, nos últimos estágios de processos inflacionários crônicos. O componente institucional da inércia tem agora muito menor relevância do que há três anos. Os prazos dos contratos foram reduzidos e a aceleração contínua da inflação nos últimos 12 meses generalizou a percepção de que a indexação pela OTN não é capaz de evitar a perda do valor real dos contratos. Cresce a utilização do dólar pela cotação do mercado paralelo como unida-

de de conta e de referência para determinação de preços. As expectativas nervosas dominam os determinantes da inflação a curto prazo. O financiamento interno do setor público enfrenta resistências e dificuldades progressivas. Generaliza-se a percepção de desorganização e de incapacidade operacional do setor público.

Detalhes técnicos à parte, a estrutura básica de um programa de estabilização de processos inflacionários crônicos avançados tem hoje quase consenso conceitual. Sucintamente, a receita é adequar o desequilíbrio orçamentário do setor público à capacidade de financiamento não-inflacionário que, ao menos do ponto de vista das fontes domésticas, se reduz a zero. A partir do reconhecimento de que a crise de financiamento do setor público é indissociável da crise da dívida externa, reduzir de forma significativa e permanente os encargos da dívida pública externa para níveis percebidos como sustentáveis a longo prazo. Manter rigoroso controle do crédito doméstico e coordenar as expectativas através de âncoras nominais. Quanto mais agudo o processo, menor a relevância da indexação contratual e maior a importância das expectativas e da credibilidade.

A hiperinflação traz consigo a semente de sua superação. A inércia contratual desaparece. A dolarização sincroniza reajustes e impede a distorção dos preços relativos. Preços e índices expressos em moeda nacional não têm qualquer significado. A moeda oficial se converte rigorosamente em papel velho. A economia se torna integralmente paralela e a capacidade de intervenção do governo torna-se nenhuma. A natureza essencialmente política da crise fica explícita. A crise final da hiperinflação, mais do que a falência do setor público, é a falência do Estado. Diante da falência do Estado, a ruptura das alianças que configuravam o impasse inflacionário abre espaço para a estabilização.

Os custos de um processo de hiperinflação levado às últimas consequências são inestimáveis. A incerteza, o colapso do sistema financeiro como intermediário de fundos, interrompem o investimento já nas fases finais da inflação crônica. A recessão caótica, que acompanha a fase aguda da hiperinflação, é especialmente destrutiva. A perda do que se pode chamar de *capital organizacional*, que ocorre em recessões profundas, atinge todos os setores. A rede de contratos implícitos que constituem as empresas como entidades orgânicas, os fluxos estáveis de comércio entre fornecedores e compradores e demais relações econômicas são destruídas. A hipertrofia falida do setor público destrói a capacidade operacional do governo, transformado num insuportável peso morto.

Esperar a fase final da hiperinflação é estratégia de custos muito além dos econômicos de curto-prazo. Sem analisar os custos políticos da desorganização hiperinflacionária, a capacidade de retomada do crescimento, após a estabilização, fica gravemente prejudicada. A crise deixa cicatrizes profundas. O período de reorganização é bem mais longo do que no caso de estabilização antes da hiperinflação aguda.

Dramático no quadro brasileiro atual é que – em estágio avançado de inflação crônica – não existe qualquer sinal de consciência de que é preferível incorrer nos custos da estabilização a incorrer nos custos da desorganização hiperinflacionária. Um governo fraco e hesitante, associado a uma estrutura político-partidária fisio-

lógica e clientelista, retira a credibilidade de qualquer proposta de redução e reorganização do setor público, para compatibilizá-lo com a disponibilidade de financiamento não inflacionário.

Uma lógica de ação política predominantemente corporativa – que já se expressara de forma nítida na Constituinte – é a evidência de enrijecimento do impasse que pode conduzir o processo inflacionário às suas últimas conseqüências. As negociações recentes em torno do chamado pacto social refletiram este impasse. Atualmente, a superação dessa lógica corporativista – que deveria ser o verdadeiro *pacto social* – parece impossível. Todas as partes envolvidas trouxeram reivindicações. O tênue acordo alcançado só foi capaz de adiar essas reivindicações. Para não frustrar completamente as esperanças depositadas nas negociações, produziu-se não mais do que uma declaração de intenções. Na melhor das hipóteses, o resultado é capaz de balizar as expectativas para os próximos 60 dias.

Os bloqueios à estabilização e à retomada do crescimento estão intactos. Se a crise de confiança nos ativos financeiros, que leva à fase final da hiperinflação, puder ser evitada até novembro do próximo ano, as eleições serão a última esperança de se alterar o impasse da atual configuração política. Caso contrário, a hiperinflação se encarregará de modificá-lo. Os custos serão, entretanto, muito altos.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arida, Pérsio e Lara Resende, André (1985). “Inertial Inflation and Monetary Reform: Brazil”, in *Inflation and Indexation: Argentina, Brazil and Israel*, John Williamson, ed., Washington, DC: Institute for International Economics.
- Bacha, Edmar (1987). “Moeda, Inércia e Conflito: Reflexões sobre Políticas de Estabilização no Brasil”. *Texto Para Discussão* n.º 181, PUC-RJ.
- Blejer, Mario e Liviatan, Nissan (1987). “Fighting Hyperinflation-Stabilization Strategies in Argentina and Israel” *IMF Staff Papers*, vol. 34, n.º 3.
- Bomberger, William e Makinen, Gail (1983). “The Hungarian hyperinflation and stabilization of 1945-1946” *Journal of Political Economy*, vol. 91, n.º 5.
- Bruno, Michael e Piterman, Sílvia (1987). “Israel’s Stabilization: A Two-Year Review” Mimeo, Bank of Israel.
- Calvo, Guillermo (1986). “Fractured Liberalism: Argentina under Martinez de Hoz”, *Economic Development and Cultural Change*
- Dornbusch, Rudiger e Fischer, Stanley (1986). “Stopping Hyperinflations: Past and Present”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 122.
- Edwards, Sebastian e Edwards, Alejandra C. (1987). *Monetarism and Liberalization – The Chilean Experiment*, Ballinger Publishing Co.
- Foxtey, Alejandro (1983). *Latin American Experiments in Neoconservative Economies*, University of California Press.
- Franco, Gustavo B. (1986). “Fiscal Reforms and the End of Four Hyperinflations”, *Texto Para Discussão* n 151, PUC-RJ.
- Kiguel, Míguel A. e Liviatan, Nissan (1988). “Inflation Rigidities and Orthodox Stabilization Policies”, mimeo, The World Bank.
- Liviatan, Nissan e Piterman, Sílvia (1987). “Accelerating Inflation and Balance of Payment Crisis” in *The Israeli Economy*, Harvard University Press.
- Lopes, Francisco (1986). *O Choque Heterodoxo*, Editora Campos, São Paulo.

- Machinea, José Luiz e Fanelli, José (1987). "Stopping Hyperinflation: The Case of The Austral Plan in Argentina". Mimeo.
- Modiano, Eduardo (1987). "The Two Cruzados: The Brazilian Stabilization programs of February 1986 and June 1987" *Texto Para Discussão*, PUC-RJ.
- Moraes, Pedro B. (1988). "A Condução da Política Monetária Durante o Plano Cruzado", *Texto Para Discussão* n. 205, PUC-RJ.
- Morales, Juan A. (1987) "Estabilización y Nueva Política Económica en Bolívia" Mimeo, Universidad Católica Boliviana.
- Rodriguez, Carlos (1982). "The Argentine Stabilization Plan of December 20th" *World Development*, -vol. 10, n.9.
- Sachs, Jeffrey (1986). "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization" *NBER Working Paper* n. 2073.
- Sargent, Thomas (1982). "The End of Four Big Inflations" in Robert Hall, ed., *Inflation: Causes and Effects*. Chicago University Press.
- Simonsen, Mario H. (1988). "Inércia Inflacionária e Inflação Inercial" Mimeo, Fundação Getúlio Vargas.

