No começo de 1990, a economia brasileira passou por um episódio hiperinflacionário pela primeira e única vez. A taxa de inflação atingiu 56% em janeiro, 73% em fevereiro e 84% em março. No entanto, foi uma hiperinflação moderada, que o Plano Collor (ver Capítulo 13) tentaria controlar. A hiperinflação no Brasil foi o produto da crise fiscal do Estado. Este capítulo é um breve relato desse fato.

As condições gerais que deram início à hiperinflação no Brasil apresentaram algumas similaridades com aquelas que predominaram em países que passaram por uma hiperinflação em períodos anteriores. O Brasil não havia sido derrotado em uma guerra nem tinha de pagar reparações de guerra, mas a dívida externa acumulada nos anos 70, o choque externo de 1979 (segundo choque do petróleo e o choque dos juros) e a suspensão de novos empréstimos externos a partir de 1982 tiveram em conjunto conseqüências comparáveis. O país, que nos anos 70 recebeu por volta de 2% do PIB de poupança externa, era obrigado agora a transferir recursos reais de 4% a 5% do PIB para os países credores. A redução do investimento doméstico foi basicamente proporcional a essa transferência: a taxa de investimento, que estava ao redor de 22% do PIB nos anos 70, reduziu-se para algo em torno de 17% nos anos 80.

Por outro lado, há as conseqüências fiscais da dívida externa. A dívida, que em meados dos anos 70 era 50% privada e 50% pública, foi quase toda estatizada durante o ajuste de 1981-1983: no final dos anos 80, 90% da dívida era de responsabilidade do setor público. No programa de estabilização de 1981-1983 houve um enorme esforço para reduzir o déficit público, mas esse esforço foi em vão, primeiro, em função das elevadas taxas de juros pagas pelo Estado e, segundo, pelo aumento da dívida pública externa e interna (ver Capítulo 5). Com a suspensão dos empréstimos externos, o financiamento do déficit dependia crescentemente do endividamento externo e da senhoriagem. Por outro lado, com a redemocratização do país ocorrida a partir de 1985, passou a prevalecer uma política econômica populista. A conseqüência disso

* Este capítulo foi escrito com Yoshiaki Nakano.

foi a crise fiscal: o déficit público manteve-se alto, a poupança pública tornou-se negativa e alcançou seu ponto mais baixo nas vésperas da hiperinflação (ver Tabela 7.1), a dívida pública interna cresceu para aproximadamente 50% do PIB, a maturidade da dívida interna tornou-se incrivelmente reduzida (a maior parte da dívida interna começou a ser financiada pelo mercado de *overnight*). O crédito do Estado entrou em colapso. A poupança pública negativa e a decorrente crise fiscal imobilizaram a política econômica, transformando o governo, que era intrinsecamente populista, em um instrumento passivo de validação da inflação por meio dos déficits fiscais e do financiamento inflacionário.

Tabela 7.1: Poupança Pública e Déficit Público (% PIB)

Ano	Receita Tributária	Poupança Pública	Déficit Público
1979	24,3	3,8	8,3
1980	24,2	2,2	6,7
1981	24,6	2,3	6,0
1982	26,2	1,8	7,3
1983	24,7	0,6	4,4
1984	21,6	0,8	2,7
1985	22,0	0,3	4,3
1986	24,3	1,9	3,6
1987	22,6	-1,2	5,5
1988	21,9	-2,4	4,8
1989	21,9	-5,3	6,5
1990	27,4	0,8	-1,2

Fonte: primeiras duas colunas, IPEA; última coluna, Banco Central (*Programa Econômico*).

Nota: as duas primeiras colunas referem-se ao setor público estrito senso, a última inclui as empresas estatais.

APÓS O PLANO VERÃO

A indexação da economia retardou a hiperinflação, mas não a evitou. A inflação tendia a acelerar continuamente, mas essa aceleração ocorria por deslocamentos de um nível ou platô para outro superior, e era interrompida pelos congelamentos de preços, isso desde 1986 com o Plano Cruzado. No entanto, após o fracasso do Plano Cruzado, e especialmente do Plano Verão (janeiro de 1989), a inflação acelerou muito rapidamente, na medida em que esses planos ajudaram a desorganizar a economia (ver Tabela 7.2).¹ A con-

fiança no sistema de indexação, que já era muito baixa, extinguiu-se completamente com o Plano Verão, porque a indexação convencional estava baseada na inflação passada, e ela não era mais uma boa indicação para a inflação corrente. Com a falência dos mecanismos de indexação, o sistema de preços perdeu a sua âncora básica. A inflação começou a acelerar na forma de uma espiral (ver Tabela 7.3).

Tabela 7.2: Taxa de Inflação Anual

Ano	%	Ano	%
1970	19,3	1980	110,2
1971	19,5	1981	95,1
1972	15,8	1982	99,7
1973	15,5	1983	211,0
1974	34,6	1984	223,8
1975	29,4	1985	235,1
1976	46,2	1986	65,0
1977	38,8	1987	415,8
1978	40,8	1988	1.037,6
1979	77,2	1989	1.782,9
		1990	1.477,0

Fonte: *Conjuntura Econômica*, vários números. Índice Geral de Preços — IGP/FGV.

Tabela 7.3: Taxa de Inflação Mensal

	1986	1987	1988	1989	1990
Janeiro	17,8	12,0	19,1	36,6	71,9
Fevereiro	22,4	14,1	17,6	11,8	71,7
Março	-1,0	15,0	18,2	4,2	81,3
Abril	-0,6	20,1	20,3	5,2	11,3
Maiο	0,3	27,7	19,5	12,8	9,1
Junho	0,5	25,9	20,8	26,8	9,0
Julho	0,6	9,3	21,5	37,9	13,0
Agosto	1,3	4,5	22,9	36,5	12,9
Setembro	1,1	8,0	25,8	38,9	11,7
Outubro	1,4	11,2	27,6	39,7	14,2
Novembro	2,5	14,5	28,0	44,3	17,4
Dezembro	7,6	15,9	28,9	49,4	16,5

Fonte: IGP/FGV.²

Na medida em que o mercado financeiro perdeu a confiança nos títulos do Tesouro, o governo aumentou sua taxa de juros. O resultado foi um aumento do déficit público e uma perda adicional perversa do crédito em relação aos títulos do Tesouro. Por outro lado, os sucessivos planos alteraram o comportamento dos agentes econômicos em relação à inflação, introduzindo novos fatores desestabilizantes na economia. Os agentes econômicos passaram a se antecipar a possíveis ações governamentais, como congelamentos ou moratória da dívida interna, aumentando preços ou promovendo uma fuga de capitais.

Como a inflação acelerava a cada mês, as expectativas de que a inflação continuaria a acelerar assumiram um caráter auto-realizável. A economia estava próxima da hiperinflação, que acabou se materializando no início de 1990.

O Plano Verão pretendia ser muito ortodoxo em sua política monetária. Assim, elevaram-se as taxas de juros para níveis extremamente altos, alcançando os 16% ao mês em termos reais (*sic*) durante os dois primeiros meses. Posteriormente, na medida em que o governo percebeu a insustentabilidade dessa situação (os elevados juros seriam pagos primariamente pelo próprio Estado, aumentando dramaticamente a parcela do déficit equivalente ao pagamento de juros), a taxa de juros foi reduzida, mas ainda assim permaneceu muito alta.

A crise fiscal do Estado finalmente tornou-se evidente para todo mundo. O governo enfrentou crescentes dificuldades para financiar seu déficit, cujo componente financeiro era agora enorme. A suspensão, em agosto de 1989, do pagamento de juros relacionados com a dívida externa ajudou muito pouco, pois as expectativas dos agentes econômicos já eram muito claras: a hiperinflação e alguma forma de cancelamento da dívida pública eram vistas como altamente prováveis.

Durante todo o ano, os agentes econômicos viveram sob essas duas expectativas, tentando antecipar quais seriam as ações mais prováveis do governo. Tentaram proteger seus ativos financeiros vendendo seus títulos do Tesouro (fugindo do *overnight*), mas tinham alternativas limitadas, pois os preços dos outros ativos, inclusive do dólar no mercado paralelo, haviam crescido. A diferença entre a taxa de câmbio paralela e a taxa de câmbio oficial, que costumava ser de 24%, passou dos 150% várias vezes durante o ano.³

A oferta de moeda, que é normalmente endógena na inflação inercial, nesse momento tornara-se completamente passiva, aumentando automaticamente à medida que a demanda nominal por moeda se elevava. A oferta de moeda sancionava, assim, automaticamente o aumento de preços. A alter-

nativa de tentar mantê-la congelada enquanto os preços aumentavam vertiginosamente seria uma crise de liquidez insuportável. Por outro lado, o governo precisava financiar seu déficit no *overnight*. A especulação com os títulos do Tesouro era muito alta. Os agentes financeiros intermediários geralmente compravam títulos do Tesouro sem terem um comprador final para eles. Em situações como essas, o procedimento normal seria que os agentes financeiros intermediários financiassem a si próprios no mercado monetário. Mas, como normalmente não contavam com crédito para tanto, o Banco Central recomprava os títulos do Tesouro. Essa recompra, que no começo dos anos 80 era uma prática, tornou-se uma regra em 1986. Paradoxalmente, essa era uma medida adequada, pois reduziu a especulação e o peso do pagamento de juros nas finanças do Estado. Mas a consequência foi tornar totalmente passiva a oferta de moeda. Sempre que os agentes econômicos fugiam dos títulos do Tesouro, deixando os agentes financeiros intermediários sem reservas, o Banco Central comprava automaticamente os títulos sem custos de intermediação.

O rigoroso, embora incompleto, programa de ajuste de 1981-1983 e a desvalorização real da moeda doméstica levaram, num primeiro momento, a uma redução dos salários reais e a um agravamento do conflito distributivo (dada a convicção generalizada de que a distribuição de renda é profundamente injusta no Brasil) e, num segundo momento, a uma espiral preço-salário. Essa espiral foi engendrada por um acordo informal, porém eficaz, entre os sindicatos e as empresas das indústrias modernas oligopolizadas (Nakano, 1989).

Essa espiral tem sua origem em 1978-9, quando ocorreu a primeira grande greve de trabalhadores desde 1964, mas somente ganhou impulso em 1985, após a transição para a democracia ter sido completada. Ela não levou imediatamente à hiperinflação por duas razões: primeiro, os planos heterodoxos de estabilização (1986, 1987, 1989), durante algum tempo, empurraram para baixo a inflação, e, segundo, dado o alto grau de indexação formal e informal, a inflação no Brasil tem um forte componente inercial.

A inflação inercial tende a ser rígida para baixo, pois a inflação futura é fortemente influenciada pela inflação passada por meio da indexação. Mas também tende a impedir a aceleração da inflação na medida em que impede ou adia a dolarização da economia. Em 1923, na hiperinflação alemã, por exemplo, a dolarização da economia levou a uma espiral taxa de câmbio/preços. Os agentes econômicos realizavam seus pagamentos em moeda local e imediatamente tentavam comprar dólares para proteger seus ativos. Agindo dessa forma, a demanda real por dólares elevava-se e ocorriam contínuas

desvalorizações reais da moeda local levando à hiperinflação (Merkin, 1982). Em contraposição, no Brasil, os agentes econômicos podiam proteger seus ativos financeiros, comprando títulos indexados, a maioria deles títulos do tesouro financiados diariamente no *overnight*. Esses títulos (as LFTs — Letras Financeiras do Tesouro) representavam uma quase moeda remunerada, sobre os quais incidiam juros, e eram, portanto, uma melhor alternativa à compra de dólares.

De fato, comprar dólares era arriscado, primeiro porque a taxa de câmbio paralela tendia a ser artificialmente alta e, segundo, porque flutuava enormemente. Em alguns momentos, ataques especulativos contra o Cruzado faziam com que a diferença entre a taxa de câmbio do mercado paralelo e a taxa de câmbio oficial aumentasse fortemente. A inflação, entretanto, não seguia imediatamente essa trajetória, dado o baixo coeficiente de importações da economia brasileira (menos que 5% do PIB) e a existência de uma taxa de câmbio dual no mercado. A taxa de câmbio oficial estava sob estrito controle governamental, protegendo a balança comercial das violentas flutuações da taxa de câmbio paralela. Era indexada, seguindo uma *crawling peg rule*, com desvalorizações diárias. A taxa de câmbio paralela era determinada pelo mercado. Depois de cada ataque especulativo, a diferença caía, impondo pesadas perdas para os últimos compradores.

A hiperinflação foi o resultado inevitável de todos esses eventos: a taxa oficial de inflação (IPC — Índice de Preços ao Consumidor) foi de 53% em dezembro, 56% em janeiro, 73% em fevereiro e 84% em março.