



FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

EVERTON PINHEIRO DE SOUZA GONÇALVES

ÂNCORA CAMBIAL E ALTA INFLAÇÃO

Uma perspectiva histórica

Tese apresentada ao Curso de Pós-Graduação da
FGV/EASP

Área de Concentração: Economia de Empresas

como requisito para a obtenção de título de doutor em Economia
de Empresas.

Orientador: Prof. Luiz Carlos Bresser Pereira

SÃO PAULO

1999



Fundação Getúlio Vargas.
Escola de Administração
de Empresas de São Paulo
Biblioteca



1946/99



1199901946

0208 826.745 2-1
G635a

1946/99 Teor

SP-00014273-9

0027-52260

GONÇALVES, Everton Pinheiro de Souza Gonçalves. Âncora Cambial: Uma perspectiva histórica. São Paulo: EAESP/FGV, 1999. 217p. (Tese de Doutorado apresentada ao Curso de Pós-Graduação das EAESP/FGV, Área de Concentração: Economia de Empresas.

Resumo: Dentro de uma perspectiva histórica trata das questões envolvendo taxa de câmbio e inflação. São analisadas experiências de regimes de alta inflação, onde a âncora cambial teve papel preponderante nos programas de estabilização. Por fim aponta as vantagens e limitações do uso da taxa de câmbio como instrumento desinflacionário.

Palavras Chave: Taxa de Câmbio-Moeda-Inflação

ÂNCORA CAMBIAL E ALTA INFLAÇÃO

Uma perspectiva histórica

Banca Examinadora

Prof. Orientador Luiz Carlos Bresser Pereira

Prof. Robert Nicol

Prof. Luiz Antonio de Oliveira Lima

Prof. André Franco Montoro Filho

Prof. Werner Baer

"Money without credit is no money."

Boston Gazette, 2 de fevereiro de 1778.

SUMÁRIO

1) Introdução Geral	1
2) Papel-moeda e Inflações Remotas	18
2.1) Os <i>Continental</i> s e a Independência dos E.U.A.	22
2.2) Os <i>Assignats</i> na Revolução Francesa	27
2.3) A Inflação na Guerra Civil Americana	34
2.4) Inflação em Sistemas de Taxa de Câmbio Flexíveis	36
3) As Hiperinflações Europeias dos Anos 20	51
3.1) Os Relatos Históricos	56
3.1.1) Áustria e Hungria	57
3.1.2) Alemanha	75
3.1.3) Polônia	88
3.2) Inflação e Finanças Públicas	95
3.3) A Taxa de Câmbio nas Estabilizações	103
3.4) Âncora Cambial: Condição Suficiente?	118
4) Âncora Cambial e Inércia Inflacionária	128
4.1) Chile: O Fracasso do Conservadorismo	142
4.2) Bolívia: O Reverso da Lei de Gresham	158
4.3) Israel: A Heterodoxia Bem Sucedida	167
4.4) Argentina: O <i>Currency Board</i>	176
4.5) Brasil: O Plano Real	190
5) Âncora Cambial: Apreciação e Crise	203

Bibliografia

ÍNDICE DAS FIGURAS

Figura 2.1: <i>Continental</i> s: Emissão e Taxa de Câmbio (1775-81)	25
Figura 2.2: <i>Assignats</i> : Volume em Circulação e Valor (1789-96)	31
Figura 2.3: Confederação: Inflação e Moeda (janeiro/1861=1)	35
Figura 2.4: <i>Continental</i> s em Circulação (em espécie- 1775=100)	38
Figura 2.5: <i>Assignats</i> em Circulação (em espécie- 1790=100)	39
Figura 2.6: O <i>Overshooting</i> na Taxa de Câmbio	47
Figura 2.7: Trajetória dos Preços Internos e da Taxa Real de Câmbio Após um Choque Monetário	48
Figura 3.1: Império Austro-Húngaro-Câmbio e encaixes reais (jul/ 1914=1)	58
Figura 3.2: Banco Austro-Húngaro (1914-18)-Grau de Cobertura (Ouro/Notas)	59
Figura 3.3: Áustria- Câmbio e Encaixes Reais (Jan/1921=1)	63
Figura 3.4: Áustria- Inflação e Desvalorização Cambial (Fev/1921-Abr/1924)	63
Figura 3.5: Áustria- Despesa/Receita (6 meses após o programa da Liga das Nações)	67
Figura 3.6: Hungria- Câmbio e Encaixes Reais (Jul/1921=1)	71
Figura 3.7: Hungria- Inflação e Desvalorização Cambial (Ago/1921-Mar/1925)	73
Figura 3.8: Hungria- Despesa/ Receita (6 meses após o programa da Liga das Nações)	74
Figura 3.9: Alemanha- Inflação e Desvalorização Cambial (Jan/1914-Jun/1922)	77
Figura 3.10: Alemanha- Câmbio e Encaixes Reais (Dez/1918=1)	78
Figura 3.11: Alemanha: Inflação e Desvalorização Cambial (Jun/22-Jun/23)	81
Figura 3.12: Alemanha: Receita/Despesa (Mai/23-Out/24)	87
Figura 3.13: Polônia- Câmbio e Encaixes Reais (Jan/1921=1)	89
Figura 3.14: Polônia- Receita/Despesa (1923-1925 I e II semestres)	92
Figura 3.15: Polônia- Crescimento Monetário, Inflação e Desvalorização Cambial	93
Figura 3.16: Expansão Monetária, Taxa de Inflação Efetiva e Esperada	98
Figura 3.17: O Modelo de Cagan	99
Figura 3.18: Choque Real Adverso na Conta de Balanço de Pagamentos	114
Figura 3.19: Estabilização Temporária sem Reforma no Orçamento	121
Figura 4.1: Chile-Câmbio Real e Inflação	149
Figura 4.2: Chile-Entrada Líquida de Capital	151
Figura 4.3: Bolívia- Inflação Mensal	160
Figura 4.4: Bolívia-Receita de Senhoriagem	161
Figura 4.5: Bolívia-Câmbio e Encaixes Reais	163
Figura 4.6: Bolívia-Taxa Real de Juros (<i>Ex-post</i>)	166
Figura 4.7: Israel- Inflação e Encaixes Reais	167
Figura 4.8: Israel- Câmbio e Salário Real	172
Figura 4.9: Argentina- Inflação e Taxa de Câmbio	179
Figura 4.10: Argentina: Monetização	182
Figura 4.11: Argentina: Taxa de Câmbio Real	186
Figura 4.12: Argentina- Inflação em 1991	188
Figura 4.13: Brasil: Agregados Monetários e PIB	195
Figura 4.14: Brasil: Índice da Taxa de Câmbio Real	197
Figura 4.15: Brasil: Liquidez Internacional	199
Figura 4.16: Brasil- Dívida Mobiliária Interna Federal	202
Figura 5.1: Equilíbrio Macroeconômico	211

ÍNDICE DOS QUADROS

Quadro 3.1 As Hiperinflações Clássicas dos anos 20	52
Quadro 3.2 Império Austro-Húngaro: Estoque de Moeda, Custo de Vida (1914-1918)	58
Quadro 3.3 Áustria: Execução Orçamentária	61
Quadro 3.4 Áustria: Oferta Monetária, Reservas Internacionais e Grau de Cobertura	66
Quadro 3.5 Hungria: Execução Orçamentária	69
Quadro 3.6 Hungria: Oferta Monetária, Reservas Internacionais e Grau de Cobertura	72
Quadro 3.7 Alemanha: Expansão Monetária, Inflação e Depreciação do Marco	75
Quadro 3.8 Receitas e Gastos Reais da Alemanha	80
Quadro 3.9 Alemanha: Taxa de Câmbio e Preços por Atacado (jun/1923-dez/1924)	83
Quadro 3.10 As Consequências do <i>Rentenmark</i>	85
Quadro 3.11 Polônia: Execução Orçamentária	90
Quadro 3.12 Polônia: Oferta Monetária, Reservas Internacionais e Grau de Cobertura	91
Quadro 3.13 Taxas de Inflação Ótima e Efetiva	100
Quadro 3.14 Correlações entre Inflação, Inflação Passada e Desvalorização Cambial	115
Quadro 3.15 Sumário das Características das Estabilizações	122
Quadro 3.16 Salários Reais e Taxa de Câmbio Real (seis primeiros meses pós-estabilizações)	127
Quadro 4.1 Indicadores do Governo Unidade Popular	143
Quadro 4.2 Indicadores do Governo Militar	148
Quadro 4.3 Taxa de Juros, Devalorização e Inflação	150
Quadro 4.4 Bolívia: Indicadores Macroeconômicos	159
Quadro 4.5 Taxas de Inflação no Final da Hiperinflação Boliviana	162
Quadro 4.6 Orçamento do Setor Público Israelense	169
Quadro 4.7 Israel: Indicadores Macroeconômicos	175
Quadro 4.8: Argentina- Reservas Internacionais	185
Quadro 4.9: Indicadores Econômicos	189
Quadro 4.10: Brasil- Índices de Inflação	193
Quadro 4.11: Relação Câmbio e Salários	197
Quadro 4.12: Brasil: Necessidade de Financiamento do Setor Público	200
Quadro 4.13: Indicadores Econômicos	201

INTRODUÇÃO GERAL

1) Introdução Geral

A inflação é um processo de aumento persistente do nível geral de preços, ou de forma equivalente, de uma contínua queda do valor do dinheiro, sendo, portanto, um fenômeno inerente à própria utilização da moeda como meio de troca ^{1.1}. Das experiências históricas com inflação, pode-se inferir duas verdades: que a longo prazo só haverá inflação com expansão monetária e o nível de preços só se manterá estável enquanto a sociedade crer na manutenção do poder de compra do dinheiro.

Como é uma mera convenção da sociedade, qualquer mercadoria pode exercer as funções da moeda, bastando apenas que os agentes econômicos tenham confiança no seu uso ^{1.2}. Para tanto, certos fatores devem ser tomados em conta, como: os custos de transação e de oportunidade em se guardar a moeda como reserva de valor e de sua utilidade como unidade de conta. Paralelamente ao desenvolvimento dos sistemas econômicos, o uso da moeda foi evoluindo, inicialmente com o uso das mercadorias de aceitação generalizada, como sal, trigo e os metais em estado bruto, passando-se gradualmente às moedas cunhadas, as primeiras cédulas bancárias e, finalmente, até as notas inconvertíveis emitidas pelos governos.

O aperfeiçoamento do sistema monetário trouxe uma progressiva limitação na emissão de moeda pelo setor privado e o alastramento do uso da moeda fiduciária controlada pelo Estado. O lastro das moedas foi se tornando cada vez mais abstrato e dependente da confiança da sociedade na capacidade de controle da oferta monetária pelas autoridades governamentais. Dentro dessa evolução distinguiu-se dois

^{1.1} Laidler, D. e M, Parkin. Inflation: a survey. *Economic Journal*, 85, p.741, dez, 1975.

^{1.2} Para um interessante relato sobre o caráter convencional da moeda, mesmo em sistemas de moeda-mercadoria ver: Keynes, J. M. (1915). The Island of Stone Money. *The Economic Journal*, jun.

INTRODUÇÃO GERAL

tipos básicos de moeda: a mercadoria e o *fiat money*. O primeiro conversível em alguma *commodity* ou em outra moeda. O segundo inconvertível, com a concessão de crédito da população ao governo e valorizado conforme o comportamento e as regras de jogo impostas pelas sociedades.

Embora, ambos padrões tenham experimentado processos inflacionários de relativa duração e intensidade, a prática do sistema fiduciário propiciou às autoridades monetárias a possibilidade de se aumentar ilimitadamente a oferta monetária. Desta forma, a utilização de papel-moeda inconvertível surgiu como condição necessária, ainda que não suficiente, para a obtenção de taxas extremamente altas de inflação.^{1.3}

Elevações de preços explosivas são processos caracterizados por profundas crises monetárias, em que há um total descrédito e repúdio à moeda nacional. Apesar da repulsa, a necessidade da manutenção da atividade econômica, leva fatalmente a sociedade a produzir formas alternativas de moeda. Atingido este estágio, o governo perde qualquer controle sobre a quantidade de moeda em circulação.

Certamente, a perda de valor de outros bens, não é tão nociva à sociedade como um todo quanto a depreciação da moeda. Keynes destaca sucintamente a gravidade do problema e a dramaticidade dos processos que envolvem uma súbita perda de valor do dinheiro:^{1.4}

^{1.3} Para um breve relato da persistência de processos inflacionários com os chamados *commodity money* ver: Tallman, E. Inflation: How Long Has This Been Going On? *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, nov/dez, 1993.

^{1.4} Keynes, J.M. (1919). *The Economic Consequences of Peace*. London: Macmillan, p.220.

INTRODUÇÃO GERAL

" Não há maior sutileza , nem meios mais seguros para subverter a base existente de uma sociedade do que a profanação da moeda. Tal processo canaliza todas as forças ocultas das leis econômicas para o lado da destruição e, de uma tal forma, que nenhum homem em um milhão pode diagnosticá-las."

Uma inflação desgovernada surge como um forte elemento desestabilizador da ordem estabelecida, a compreensão da sua lógica e funcionamento, indubitavelmente, é o um dos maiores desafios da ciência econômica. Processos inflacionários poderão levar o sistema monetário ao colapso e gerar uma crise aguda de confiança sobre o Estado. Recuperar a credibilidade na referência monetária e a autonomia do poder público são requisitos indispensáveis para a estabilidade.

Pela dificuldade em se precisar os limites quantitativos do que venha ser regimes de alta inflação, tais processos serão entendidos, aqui, como situações onde há uma expressiva desvalorização da moeda que provoca a perda da consciência na estabilidade dos preços e, nos casos mais extremos, leva até a um profundo questionamento da própria existência do Estado, da sua soberania e de seus limites, tanto junto à sua sociedade, quanto à comunidade internacional.

O objetivo deste trabalho será avaliar o papel da taxa de câmbio em processos de alta inflação e em programas de estabilização econômica. Pelo caráter convencional da moeda, a análise se desenvolverá conforme o contexto institucional que cerca cada situação. Como a constante mutação da sociedade pode deixar esquecidos os conhecimentos adquiridos em experiências mais remotas e, conseqüentemente, podendo dar oportunidade à repetição de erros já cometidos no passado, a revisão histórica surge como antídoto para tal risco.

INTRODUÇÃO GERAL

Os casos foram selecionados em ordem cronológica, conforme a evolução dos sistemas monetários e o enfoque adotado pelas autoridades econômicas durante as experiências, particularmente no diagnóstico das causas para o surgimento da inflação e na forma como foram receituadas as terapias desinflacionárias. Serão sublinhados os fatores que puderam alterar ou não o regime monetário e a sua relação com as finanças públicas. Para tanto não se deve desprezar a conjuntura política e o papel da economia internacional que cercam cada experiência.

O segundo capítulo demonstra, claramente, a profundidade das crises monetárias agudas e indica as condições para a superação das mesmas. Embora as experiências tenham ocorrido em sistemas econômicos menos complexos, fornecem importantes subsídios, não só à discussão do papel da taxa de câmbio em processos inflacionários, mas também nos arranjos institucionais que possibilitaram a restauração da credibilidade do Estado.

Ainda que sob a égide do sistema metálico, as experiências escolhidas se desenvolveram em períodos com uso de papel-moeda inconvertível. Durante os episódios dos *continentals* na Guerra de Independência dos E.U.A., e a dos *assignats*, na França revolucionária, a falta de alternativas para financiamento obrigou ambos governos a recorrer a uma desordenada emissão monetária. A Guerra da Secessão permite o contraste dos rumos tomados pelos lados distintos do conflito, enquanto a União restringiu o uso da emissão monetária, os confederados produziram a maior experiência inflacionária em solo norte-americano.

Os três episódios descrevem de maneira evidente a relação entre expansão monetária, depreciação da taxa de câmbio e de inflação, sinalizando aspectos importantes que se reproduziriam também nas experiências posteriores. No auge da crise

INTRODUÇÃO GERAL

monetária, a emissão excessiva de meio circulante impediu que a paridade fixa entre as notas e espécie se mantivesse, com isso o sistema cambial se tornou flexível e a taxa de câmbio passou a responder às variações das expectativas dos agentes. Como o mercado monetário se ajusta mais rapidamente que o mercado de bens, a excessiva emissão monetária gerou um desalinhamento da taxa de câmbio real em relação à paridade do poder de compra (PPC).

As contribuições de caráter institucional se referem à forma pelo qual o sistema monetário e o crédito público foram restabelecidos, mais precisamente, com o apoio de setores privados da economia. Na Independência dos E.U.A., com ajuda de Robert Morris e a futura criação do *The First National Bank of United States*, e na França, com a formação dos bancos privados, precedendo o banco central que estaria por vir, e pela apropriação de metais preciosos nos territórios conquistados por Napoleão.

As experiências acima indicam que, apesar do desequilíbrio das contas públicas ser a âncora real dos processos inflacionários, apenas ações de cunho estrutural, que visam o saneamento fiscal, poderão não ser condições suficientes para a debelação de crises monetárias. A confiança pode estar abalada de tal forma que o Tesouro e o Banco Central são incapazes de restaurar, sozinhos, a credibilidade na ordem monetária.

Desta forma, a superação das crises monetárias agudas pode requerer pontos de apoio ao Estado desacreditado, que permitam a reversão das expectativas e recuperação da confiança na moeda nacional, até que o mesmo seja definitivamente reformado ou reconstruído. A base de sustentação pode advir tanto de recursos internos, fornecidos pelo setor privado como de apoio externo. Apesar de não ser costumeiramente destacada pela literatura econômica, a primeira alternativa foi utilizada tanto nos E.U.A. quanto na França e seria repetida futuramente em alguns países

INTRODUÇÃO GERAL

européus. Quer pelo elevado volume de recursos necessários, quer pelas dificuldades de ordem política, o uso dos recursos internos pode ser a única alternativa possível na busca pela estabilização.

No século XX, a evolução do sistema monetário das economias capitalistas, o fim da égide do padrão-ouro, a disseminação de moedas não conversíveis de curso forçado e mais as mudanças nos contornos do conflito distributivo permitiram que, nas hiperinflações clássicas dos anos 20, a estabilidade monetária fosse rompida de forma mais violenta.

Em um primeiro instante da elevação dos preços, os agentes econômicos não mudaram seu comportamento, agindo de maneira semelhante aos períodos de estabilidade, já que as expectativas quanto ao futuro do nível de preços eram inelásticas às variações correntes. A inflação era considerada como um fenômeno efêmero e anormal. Contudo, em um segundo momento, quando o público passou a captar corretamente o processo, disseminou-se o pânico que acabou levando à desintegração das funções da moeda e a explosão inflacionária.

De forma a estancar essa sangria inflacionária, as autoridades tiveram que se valer de um outro instrumento auxiliar, mais particularmente o uso de uma âncora nominal, que teria como objetivo maior permitir a recuperação temporária da credibilidade na moeda e a reversão das expectativas dos agentes econômicos. Fazendo-se uma analogia, a âncora deveria manter preso o sistema econômico durante a tormenta inflacionária, uma vez alcançada a calmaria, com restabelecimento da soberania do Estado, se soltariam os cabos e a economia poderia voltar a navegar calmamente.

O papel da âncora nominal poderia ser explicado pela teoria do equilíbrio geral, o equilíbrio entre oferta e demanda determinaria uma solução única para as

INTRODUÇÃO GERAL

variáveis reais (preços relativos). O nível de preços, contudo, permaneceria indeterminado, ao menos até que alguma variável nominal fosse fixada. Tal variável poderia ser tanto o estoque de moeda em circulação, como os salários nominais, a taxa de nominal de câmbio e, até mesmo, um conjunto de preços chaves da economia. Na escolha da variável se concentra a base do conceito de âncora nominal.^{1.6}

A história das estabilizações aponta a taxa de câmbio como a âncora nominal mais utilizada em programas de estabilização. A razão básica para o uso da âncora cambial é intuitiva, advindo da própria rejeição da moeda nacional em processos com alta inflação, com a fuga da riqueza para moedas estrangeiras e espécie, e da crise de confiança que se abate sobre o Estado. A fixação da taxa de câmbio a uma moeda mais forte ou ao ouro serviria como elemento coordenador das expectativas dos agentes econômicos.

O terceiro capítulo analisa um grupo de experiências hiperinflacionárias que ocorreram na Europa após o final da Primeira Guerra Mundial, mais especificadamente, as vividas por Áustria, Hungria, Alemanha e Polônia. Apesar de nesse período, a Rússia ter experimentado um processo hiperinflacionário, tal caso será posto de lado, tendo em vista que o mesmo tenha se passado durante um período de transição para o comunismo, quando a inflação foi utilizada como um instrumento de destruição da riqueza burguesa e para facilitar a consolidação da revolução.^{1.7}

Essa revisão aponta como fator chave, na obtenção da estabilidade dos preços, a fixação da taxa de câmbio e o retorno ao padrão ouro, já que as economias se

^{1.6} Bruno, M. (1991a). High Inflation and The Nominal Anchors of an Open Economy. *Essays in International Finance* 183, jun.

^{1.7} Fetter, F.W. Lenin, Keynes and Inflation. *Economica* 44, 1977; Yeager, L. *Experiences with Stopping Inflation*. Nova Iorque: American Institute for Public Policy Research, 1981.

INTRODUÇÃO GERAL

encontravam quase que completamente dolarizadas. Tanto Áustria, quanto Hungria contaram, ainda, com o apoio técnico e financeiro da Liga das Nações, enquanto que Alemanha e Polônia tiveram que inicialmente recorrer apenas às instituições internas e só depois de iniciada a estabilização é que puderam contar com apoio externo. Não se deve esquecer, também, as externalidades positivas que favoreceram as estabilizações como, por exemplo, a ampla liquidez internacional que aportou recursos para a manutenção da âncora cambial e encobriu os problemas estruturais que se tornariam evidentes com a eclosão da crise de 1929.

A alegação básica à volta ao padrão ouro é que o mesmo apresenta um mecanismo de ajuste automático (Fluxo-Espécie-Preço). Quando o país apresentasse um superávit no balanço de pagamentos, a entrada de ouro expandiria a oferta monetária e elevaria os preços, o poder de concorrência dos bens domésticos diminuiria e o superávit seria eliminado. O processo inverso se desenvolveria quando o país se deparasse com um déficit no balanço de pagamentos, reduzir-se-ia simultaneamente as reservas e a moeda em circulação, diminuindo os preços internos e favorecendo o balanço de pagamentos.^{1.8}

Ao se atrelar a moeda doméstica ao dólar ou ouro reduz-se rapidamente a taxa de inflação. Contudo, a estabilização dos preços só será realmente exitosa se o governo conseguir sustentar indefinidamente a paridade da moeda. Com a fixação da taxa de câmbio, tanto a política monetária quanto a cambial passam a estar vinculadas ao comportamento de fatores exógenos que, nem sempre, estarão em consonância com os interesses nacionais. Há, desta forma, uma perda de autonomia na condução da política

^{1.8} Para uma análise do padrão ouro ver: Cooper, R.N. *The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects. Brooking Papers on Economic Activity* 1, 1982.

INTRODUÇÃO GERAL

econômica, dado que as condições internas passariam a ser determinadas de forma indireta pelos movimentos da política monetária do país a que se atrela a moeda sem, com isso, adquirir o direito de influenciá-las.

Em resumo, o funcionamento do mecanismo de conversibilidade cambial contém a hipótese implícita que os bancos centrais têm o comprometimento da defesa da paridade cambial. Na prática, nos momentos onde há perda de reservas, as autoridades monetárias elevariam a taxa de juros de forma a atrair capital estrangeiro. A arbitragem internacional permitiria o ajuste do balanço de pagamentos. Entretanto, esse ajuste funcionava a contento só nos países industrializados. Ao contrário, os países periféricos tinham a redução de divisas acompanhadas pela queda dos preços dos produtos primários e dificuldades nas contas externas, que invariavelmente levavam ao abandono do padrão ouro.

Adotado universalmente até 1914, o padrão ouro foi abandonado a partir da década de 30, quando praticamente todos os países declaram a inconvertibilidade das suas moedas. A maior razão para o desprezo se refere às assimetrias dos efeitos produzidos pela contração e expansão monetária. Uma real provinha da rigidez para baixo de preços e salários, já que a redução do meio circulante produzia apenas alta na taxa de juros e recessão, e outra financeira advinda do fato que uma forte diminuição da oferta monetária poderia trazer uma profunda crise de liquidez bancária. Por causa dessas assimetrias, um país que não conseguisse financiar seu déficit externo através de influxo de capital externo, era obrigado a se valer da deflação e de todos os seus efeitos

INTRODUÇÃO GERAL

colaterais, como uma profunda queda na atividade econômica e a disseminação do pânico bancário. Pelos efeitos perniciosos da depressão, o padrão ouro foi posto de lado.^{1.9}

Com a difusão de moedas não conversíveis de curso forçado, a consciência da estabilidade dos preços foi perdendo definitivamente força e a inflação passou, cada vez mais, a fazer parte do cotidiano capitalista. Receios por uma nova depressão levou os Estados a se inserirem mais nas economias. O desenvolvimento de novos contornos ao conflito distributivo contribuiu também para a formação do "viés inflacionário".

A partir da década de 50, particularmente em alguns países da América Latina, surge uma nova espécie de processo inflacionário: a inflação crônica. Com um maior grau de intensidade que as inflações comuns e extremamente inferior a das hiperinflações clássicas, a inflação crônica se distinguiria pela duração extremamente longa do seu processo. A inflação passa a ter um caráter de *quasi* estabilidade proveniente da inércia gerada pela indexação e pela acomodação das variáveis nominais. Apesar desses mecanismos facilitarem a convivência com a elevação de preços, criam empecilhos que dificultam o combate à inflação.^{1.10}

O quarto capítulo compara o desempenho da âncora cambial em processos hiperinflacionários e com inflação crônica. A evidência histórica tem mostrado resultados distintos para ambos. Enquanto que, nas hiperinflações, a estabilização é atingida de forma instantânea e com custos relativamente baixos, os processos crônicos têm apresentado um ajuste mais lento da taxa de inflação. Embora

^{1.9} Simonsen, M. H. (1995). 30 anos de indexação. Rio de Janeiro. Editora da Fundação Getúlio Vargas.p.153-156.

^{1.10} Pazos, J. *Inflation in Latin America*. Nova Iorque: Praeger, 1972.

INTRODUÇÃO GERAL

houvesse em ambos processos uma apreciação da taxa de câmbio real e déficits em conta corrente, a manutenção de um nível de inflação mais alto, no caso das inflações crônicas, envolve maiores riscos à estabilidade econômica.

Assim, o capítulo aborda, inicialmente, o que vem a ser inflação crônica, de modo a deixar bem claro que a inflação é um fenômeno real, refletindo a estrutura econômica e as relações de poder da sociedade, com consequências monetárias e destacando-se o papel da inércia inflacionária. A seguir, é analisada a experiência chilena, a partir do golpe militar de Pinochet, mas particularmente após 1978, com o início da utilização das *tablitas*.

A escolha é relevante já que, embora naquela oportunidade se tenha aplicado no Chile todas reformas apregoadas pelo receituário liberal, a experiência não foi exitosa. Será assinalado que a crise da dívida externa, em 1982, exigiu a reversão do fluxo de capitais e a promoção de uma desvalorização da taxa de câmbio real, de modo a se ajustar o balanço de pagamentos. Contudo, a rigidez de preços, fruto da manutenção da inércia inflacionária, impediu o ajuste das contas externas via deflação. O resultado foi uma profunda queda da atividade econômica e a necessidade de se abandonar a âncora cambial.

A experiência chilena representou o casamento entre o paradigma monetarista e as posições radicais conservadoras no combate aos processos inflacionários. Em um primeiro estágio, a busca da estabilidade macroeconômica baseou-se na âncora monetária, com a redução do crescimento da oferta monetária e da sua principal fonte geradora: o déficit fiscal. A inflação era diagnosticada como um fenômeno puramente monetário. Abraçando os ideais do livre mercado, as autoridades favoreceram a liberação das contas correntes e de capitais, de forma a obter uma maior

INTRODUÇÃO GERAL

eficiência econômica. Ao final dos anos 70, acreditando que as expectativas inflacionárias eram alimentadas pela antecipação da depreciação cambial, tentou-se quebrar as forças inerciais do processo inflacionário através do uso da taxa de câmbio.

A análise dos indicadores econômicos dos programas que contaram com um uso da âncora monetária mostra que a mesma levou a maiores sacrifícios em termos de queda de produto e da atividade econômica quando comparada com a cambial ^{1.11}. Fischer, ao analisar os efeitos da desinflação em regimes alternativos de taxa de câmbio e admitindo a rigidez de preços por causa da justaposição de contratos salariais, concluiu que, para uma mesma redução na taxa de inflação, se tem uma redução muito maior do estoque monetário em programas que utilizem a âncora monetária. ^{1.12}

Estudos que enfatizam o papel das expectativas, credibilidade e arranjos institucionais têm demonstrado a importância do uso da taxa de câmbio como instrumento de estabilização. A fixação induziria uma maior disciplina fiscal, dado que a política monetária estaria estreitamente vinculada a de países com bancos centrais mais conservadores, a submissão seria mais eficiente do que a prática de uma política discricionária ^{1.13}. Se o governo está efetivamente disposto a combater a inflação, a

^{1.11} Kiguel, M. e N.Liviatan. (1992). The Business Cycle Associated with Exchange- Rate- Based Stabilization. *The World Bank Economic Review*, 6(2), mai. Kiguel, M. e N.Liviatan. (1990). The Business Cycle Associated with Exchange- Rate- Based Stabilization. *Working Papers Series* 513, out, p. 9; Ramos, J. (1986). *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*. Baltimore: The John Hopkins University Press. p.29.

^{1.12} Fischer, S. (1986). " Exchange Rate versus Money Target in Desinflation" in Fischer, S. (org) *Indexing, Inflation, and Economic Policy*, Cambridge: The MIT Press. Fischer, S. (1988). Real Balances, the Exchange Rate, and Indexation: Real Variables in Desinflation. *Quarterly Journal of Economics* 103 (1).

^{1.13} Kydland, F. e E. Prescott. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy* 85, jun, 1977; Barro, R.J. Inflationary finance under discretion and rules. *Canadian Journal of Economics*, fev, 1983.

INTRODUÇÃO GERAL

sociedade reverteria o seu comportamento e a economia encontraria um novo equilíbrio, onde a inflação seria menor e o nível de produto mantido.^{1.14}

A sustentação da paridade só seria possível caso os governos não mantivessem persistentes déficits orçamentários. Se a taxa de inflação continuar maior que a internacional, com a taxa de câmbio real se apreciando, a posição de reservas do Banco Central iria declinar e se formariam ataques especulativos contra a manutenção da paridade moeda nacional que poderiam exaurir as reservas cambiais.^{1.15}

Com o colapso do sistema monetário produzido em Bretton Woods, as economias industrializadas passaram adotar, a partir de 1973, regimes cambiais flexíveis. Entretanto, só a partir da crise da dívida em 1982, é que os países menos desenvolvidos passaram a aderir ao movimento. De forma a ajustar as contas externas, os países recorreram a grandes desvalorizações nominais na taxa de câmbio e passaram a adotar regimes cambiais ajustáveis, conforme o diferencial da taxa de inflação interna e internacional. Isto possibilitava a manutenção de uma taxa de câmbio real competitiva, ainda que às custas do aprofundamento da inércia inflacionária.

Nos anos 80, com os inúmeros fracassos das âncoras monetária e cambial no tratamento da inércia inflacionária, alguns programas de estabilização passaram a se valer do uso de âncoras múltiplas: com os chamados planos "heterodoxos". Através dos quais houve o controle de uma série de preços chave da economia, como por exemplo a taxa de câmbio, salários e preços. Apesar da intervenção poder criar desequilíbrio nos

^{1.14} Aghevli, B., M. Khan e P.S. Montiel, P. S. Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues. *IMF Occasional Paper* 78, 1991; Burton, D. e M. G. Gilman. Exchange Rate Policy and the IMF. *Finance & Development*, set, 1991.

^{1.15} Krugman, P.R. A Model of Balance-of- Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, ago, 1979; Flood, R.P., Jr, e P.M. Garber, P.M. Collapsing, Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples. *Journal of International Economics* 17, 1984.

INTRODUÇÃO GERAL

mercados, o uso temporário dos controles seria justificado pelo fato de transformar o governo no leiloeiro walrasiano.

Os controles transmitiriam a cada agente econômico como deveriam agir, ou melhor, orquestrariam as jogadas simultâneas dos formadores de preços de maneira que estes pudessem alcançar o equilíbrio. Com isto, ter-se-ia um espaço de tempo com preços estáveis que permitiria o ajustamento das contas públicas e a implementação das reformas estruturais necessárias. Contudo, a realidade, na maioria dos casos, mostrou que a utilização de âncoras múltiplas foi incapaz de alcançar ganhos significativos a longo prazo.

A segunda e terceira experiências, a serem estudadas, permitem uma comparação entre hiperinflações e inflação crônica. A estabilização da taxa de câmbio na Bolívia foi uma condição necessária para o término da inflação. Para Lopes, a rigor, o caso boliviano se caracterizou por um fracasso, dado que os preços só foram estabilizados, em agosto de 1985, após a economia já ter incorrido nas agruras de um processo hiperinflacionário. Além disso, dada a elevação da dolarização dos depósitos bancários, a estabilização boliviana não reproduziu uma ampla recuperação da autonomia na condução das políticas cambial e monetária. Não se podendo, ainda, afirmar que a estabilização permitiu a obtenção de um crescimento auto-sustentado.

Já Israel pode ser caracterizada como, talvez, a única experiência heterodoxa bem sucedida. Iniciada em julho de 1985, a estabilização israelense foi alcançada com custos relativos de transição. Apesar de apresentar a mesma intensidade de "dolarização" que a economia boliviana, o programa de estabilização u âncoras adicionais e tornou-se o paradigma da heterodoxia: um choque na economia, baseado no congelamento de longa duração na taxa de câmbio, apoiado em congelamento de preços

INTRODUÇÃO GERAL

e salários, complementado por austeridade fiscal e contando com uma boa sustentação política, tanto no lado interno, quanto externo. O programa produziu uma pequena elevação do desemprego e uma lenta convergência da taxa de inflação ao padrão internacional. Verificou-se, também, a formação de um ciclo econômico comum às estabilizações que se valeram da âncora cambial. Inicialmente, se teve um *boom* na atividade produtiva que posteriormente foi revertido com a deterioração nas contas-correntes e a queda do crescimento econômico.

A quarta parte do capítulo analisará o *currency-board* argentino. Após inúmeros fracassos, a Argentina partiu radicalmente para adoção de um variante do regime cambial fixo. Na realidade, implantou-se um rígido esquema monetário e cambial que garantiu, por lei aprovada pelo Congresso, a conversibilidade da moeda e subordinou a emissão monetária às reservas cambiais. Pelo alto grau de dolarização da economia, a âncora cambial, de pronto, reduziu a taxa de inflação. Contudo, a apreciação da taxa de câmbio real tem sido o “calcanhar de Aquiles” da estabilização. O déficit em conta-corrente e a dependência de capitais externos para o fechamento do balanço de pagamentos apontam a vulnerabilidade argentina. A despeito dos resultados positivos na área fiscal e no grande avanço das reformas estruturais, o exito da estabilização econômica da Argentina está esteitamente vinculado às condições do mercado internacional de capitais.

A quinta parte tratará o chamado Plano Real. Com certo grau de semelhança ao programa argentino, o programa estabilização brasileiro apresentou um maior grau de sofisticação na engenharia financeira. Pelo grau de “dolarização” muito inferior ao argentino, o programa deveria estar atento à sobrevalorização cambial, com a inflação residual, e risco de um ataque especulativo às reservas cambiais do Banco

INTRODUÇÃO GERAL

Central. Com intuito de contornar tais entraves, a equipe econômica optou pela implementação do Plano Real em três fases sucessivas: ajuste fiscal prévio, criação de uma unidade de conta e, finalmente, a reforma monetária. Totalmente exitoso no combate à inflação, a sustentabilidade do Plano Real é ameaçada pela forte dependência de capitais externos e pela profunda deterioração do quadro fiscal, com a defesa da moeda por meio de taxas de juros extremamente elevadas.

A análise mais apurada de programas que se valem da âncora cambial revela que a maioria dos mesmos está associada com um ciclo econômico, iniciado por uma expansão e findado com recessão e dificuldade no balanço de pagamentos. Por que tais programas são expansionistas inicialmente? Por que o processo é revertido em recessão e crise no balanço de pagamentos? O que é melhor em programas de estabilização, recessão inicial (âncora monetária) ou adiante (âncora cambial)? Com base nas experiências escolhidas, o quinto capítulo tentará reponder tais indagações.^{4.16}

Resumindo, dentro de uma perspectiva histórica, o objetivo da tese será o de determinar o verdadeiro papel da taxa de câmbio em processos de alta inflação e os fatores e circunstâncias que tiveram influência nas estabilizações que se valeram do uso da âncora cambial, bem-sucedidas ou não. O trabalho estará dividido em uma sequência cronológica, a saber: anteriormente ao século XX; durante as hiperinflações européias nos anos 20; do fracasso das práticas liberais no Cone Sul, durante a década de 70, mais particularmente no caso chileno entre fevereiro de 1978 e junho de 1982; nos anos 80 com uma análise comparativa entre duas experiências distintas em 1985, uma que se

^{4.16} Kiguel, M. e N. Liviatan (1990), *op.cit.*; Kiguel, M. e N. Liviatan (1992). The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations. *The World Bank Economic Review* 6 (2).

INTRODUÇÃO GERAL

valeu de âncoras múltiplas (Israel) e outra que não (Bolívia) e finalmente a utilização de do *currency board* adotado pela Argentina em 1991, e o Plano Real pelo Brasil em 1994.

A parte final apresentará uma discussão acerca dos problemas que envolvem a ancoragem cambial e estabilização econômica. Nela se discute os problemas com a apreciação cambial e o risco da mesma incorrer em uma crise financeira. Ainda com base nas diversas experiências, se avalia as causas do ciclo econômico que cercam os programas de estabilização desse tipo. E finalmente, se faz um balanço das inúmeras experiências com ancoragem cambial, destacando a importância dos fundamentos econômicos nos planos de estabilização de preços com uso da âncora cambial.

2) Papel Moeda e Inflações Remotas

A disseminação de processos hiperinflacionários extremos só ocorreu no século XX. Anteriormente, a história registrou poucas, e não tão explosivas, experiências inflacionárias. Embora em dimensão menor, todas estão ligadas a momentos onde o Estado se encontrava extremamente debilitado e se fez obrigado a abandonar, de alguma forma, a conversibilidade da moeda. Uma breve incursão sobre as experiências remotas, certamente ajudará o levantamento de hipóteses acerca das condições que podem gerar crises monetárias e a forma como estas podem ser dissipadas.

A primeira experiência relatada de um processo inflacionário ocorreu como consequência da conquista da Pérsia, por Alexandre o Grande, no ano 330 AC, e com a apropriação de imensas reservas de ouro pelos gregos. Embora também circulasse a prata, o sistema monetário praticamente se transformou em padrão-ouro. Com o aumento do meio circulante, os preços se elevaram não só na Grécia, mas também em todo Império Helênico e a cunhagem do ouro passou a ser difundida desde a Índia, Egito, até as terras no Mediterrâneo Ocidental.²¹

Para muitos, a instabilidade monetária do século III DC contribuiu para o declínio do Império Romano. Com a dilapidação do tesouro imperial, as despesas passaram a ser financiadas através da redução do conteúdo de metais preciosos nas moedas. O *denarium* de prata que continha mais de 90% do metal no século I AC, passa a ter apenas 0,02% em 268 DC. As moedas em ouro, praticamente desapareceram e o sistema monetário tornou-se completamente confuso e a atividade econômica totalmente prejudicada. Em 296 DC, o Imperador Dioclesiano tentando restabelecer a credibilidade da moeda passou a cunhá-la com 100% de metal, em ouro ou prata, e criou também uma nova moeda em bronze. Todavia, a esperada estabilização dos preços não foi

²¹ Schwartz, A.J. Secular Price Change in Historical Perspective. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 5(1), p.244-45, 1973.

concretizada e se teve uma forte elevação do estoque monetário. A causa não é bem determinada, mas a expansão pode ter sido resultante do aumento na oferta de metais ou pelo fato dos preços serem fixados em bronze, e este ter tido no período um forte aumento na produção. O fato concreto é que a inflação se acelerou, obrigando o imperador, em 301 DC, a decretar uma lei de preços máximos para uma ampla faixa de preços e salários e a instituir a pena de morte para quem não cumprisse a lei. A despeito das inúmeras execuções, o sistema de controle de preços não vingou, mantendo-se a inquietação no mercado de trabalho e a crise de abastecimento. A lei vigorou até 305 DC, quando Dioclesiano foi obrigado a abdicar.²²

Por quase mil anos não se dispõe de estatísticas para a evolução dos preços. Após o saque de Roma, em 410 DC, a Europa Ocidental passa a ser governada por bárbaros e o escambo torna-se a forma mais usada para o comércio, e as negociações internacionais desaparecem por completo. No Oriente, o Império Bizantino resgata a tradição da cunhagem estável e uniforme em ouro, de modo que a mesma passa a ter ampla aceitação internacional e vigoraria até o século XVIII. No Ocidente, com o colapso do Estado e da moeda romana, houve uma regressão do sistema monetário, com o desaparecimento da moeda pública centralizada e a difusão de moedas privadas, como as de senhores feudais e de comunidades eclesiásticas.

Da Antiguidade até a Idade Média, as moedas de diferentes jurisdições convergiam para as maiores cidades mercantis. Qualquer disposição à aceitação de qualquer moeda, estava puramente calcada em um ato de fé. Com isto havia uma tendência para uma maior circulação das más moedas, ao passo que as boas eram entesouradas pela população. Durante o século XVI, tal efeito passou a ser conhecido como lei de Gresham, embora já tivesse sido destacado por Copérnico e Oresme na análise da crise monetária do Império Romano. A idéia é simples: a moeda ruim expulsa

²² Michell, H. The Edict of Diocletian: a Study of Price Fixing in the Roman Empire. *The Canadian Journal of Economics and Political Science* XII (1), fev, 1947.

a boa. Como observou Galbraith, talvez fosse a única lei econômica que não desafiada, embora a natureza humana seja mutável, uma característica se mantém constante: as pessoas conservam para si o que há de melhor.²³

No século XVI, a Espanha enfrentou uma elevação do nível de preços advinda da descoberta de jazidas de metais preciosos na América. Como sugerido pela visão mercantilista da época, encorajou-se o influxo de metais para a Espanha, e por conseguinte por toda Europa, de modo que o aumento da oferta monetária criou uma pressão inflacionária que se disseminou por todo continente. Na Andalusia, para onde fluía todo metal, os preços cresceram mais rapidamente, cerca de 8% ao ano entre 1550 e 1600. A causa do processo inflacionário era a mesma que a das conquistas de Alexandre, ou melhor o aumento da quantidade de moeda em circulação.²⁴

Uma particularidade comum de ambos períodos foi a alta prosperidade econômica. Ao estudar a história dos preços, o economista Hamilton sugeriu que movimentos de alta generalizada de preços estariam associados ao progresso, indo mais além apontou a descoberta de metais preciosos na América como uma das causas do surgimento do capitalismo²⁵. Concordando com Hamilton, Keynes especulou com ainda mais ousadia:²⁶

"em que grau a grandeza de Atenas teria dependido das minas de prata do Laurium, não porque as moedas metálicas são verdadeiramente mais ricas que as outras coisas, mas pelos seus efeitos sobre os preços e o estímulo que oferecem ao lucro; quanto a dilapidação das reservas de ouro, por Alexandre na Persia, foi responsável pela explosão do progresso econômico na bacia do Mediterrâneo... a longa estagnação da Idade Média pode não ter sido mais seguramente e

²³ Galbraith, J.K. *Money: Whence it Came, Where it Went*. Boston: Houghton Mifflin, 1975. p.10.

²⁴ Hamilton, E. (1929). *American Treasure and the Price Revolution in Spain, 1501-1650*. Cambridge: Harvard University Press.

²⁵ Hamilton, E. (1934). *American Treasure and the Rise of Capitalism (1500-1700)*. *Economica*, nov, 1934.

²⁶ Keynes, J.M. (1930). *A Treatise on Money*. Londres: Macmillan, p.150-51.

inevitavelmente causada pela escassa oferta de metais monetários do que pelo monaticismo ou o frenesi gótico."

A verdade é que a elevação dos preços tinha efeito sobre a distribuição de renda, prejudicando principalmente aqueles que dependiam de salários, dado que os mesmos corriam defasadamente em relação aos preços. Com isto, elevavam-se os lucros, a poupança e o incentivo ao investimento. Era dada oportunidade aos novos empreendimentos que viriam a alimentar o nascimento do capitalismo europeu.

Ainda que não neutra, a elevação de preços, provocada pela expansão monetária, elevou o nível de preços, contudo não abalou a confiança dos agentes econômicos no sistema monetário. Assim, a maior quantidade de meio circulante permitiu a prosperidade econômica. O ponto que deve ser ressaltado, nesta discussão, é que enquanto se mantiver a demanda por moeda, a elevação da quantidade da mesma em circulação não pode gerar uma crise monetária. Esta só ocorrerá, caso o aumento abalar a credibilidade do padrão monetário. Dada a soberania dos Estados e a conversibilidade, com a limitação do crescimento na oferta de metais, esta possibilidade geralmente não era aventada pelo público.

Anteriormente ao século XX, as experiências mais agudas com regimes inflacionários estão estreitamente ligadas à combinação de períodos com conturbação política, desintegração social, governos fracos e associadas ao uso de *fiat money* que permitiu a acomodação da indisciplina fiscal através da emissão monetária como fonte de obtenção de fundos ao governo ^{2.7}. As experiências mais contumazes, e de interesse para este estudo, ocorreram durante a Independência dos E.U.A. (1775-1783), a Revolução Francesa (1789-1795) e a Guerra Civil Americana (1861-1865).

^{2.7} Capie, F. Conditions Under Very Rapid Inflation Has Appeared. *Carnegie-Rochester Conference in Public Policy*, 24, 1986.

2.1) Os Continentals na Independência dos E.U.A.

Embora fosse utilizado pela primeira vez na China durante a dinastia Tang em 650 DC, a história de papel-moeda emitido pelo governo destaca um papel importante aos norte-americanos ^{2.8}. Inúmeras circunstâncias favoreceram o pioneirismo no mundo cristão, entre elas as guerras que obrigaram a inovação financeira com o uso do papel-moeda como forma de taxaço e a propalada ausência de espécie. ^{2.9}

A primeira emissão ocorreu em Massachusetts em 1690, quando da tentativa fracassada de conquista de Quebec. De forma a saldar os compromissos com os soldados, criaram-se notas consideradas como *legal tender* que continham a promessa de uma conversão futura em espécie. De imediato, as colônias perceberam que tal expediente serviria como alternativa à taxaço ^{2.10}. Contudo, a proliferação dos experimentos não agradava aos ingleses que, em 1751, proibiram novas emissões de papel-moeda na Nova Inglaterra e treze anos mais tarde nas demais colônias. Isto criou uma fonte adicional de tensão entre a Grã-Bretanha e as colônias. ^{2.11}

De modo a protestar contra determinadas medidas adotadas pelo parlamento britânico e estimular as colônias a se armarem como forma de defesa dos seus direitos, entre setembro e outubro de 1774, formou-se o Congresso Continental que viria governar os E.U.A. por quinze anos. Simultaneamente ao irrompimento da revolução, com as batalhas de Lexington e Concord, o segundo Congresso iria declarar a Independência em julho de 1776 e esboçar os artigos da Confederação que só seriam ratificados em março de 1781.

^{2.8} Yang, L. *Money and Credit in China*. Cambridge: Harvard University Press, 1952.

^{2.9} Isto não impedia a criação de substitutos aos metais pelos colonizadores, como por exemplo as contas, tabaco, arroz, etc. Ver Galbraith, J. K., *op. cit.*, p. 47-49.

^{2.10} Ver Smith, B. D. (1985a) American Colonial Monetary Regimes: The Failure of the Quantity Theory and Some Evidence in Favour of Alternative View. *Canadian Journal of Economics* 18, ago; Smith, B. D. (1985b). Some Colonial Evidence on Two Theories of Money: Maryland and the Carolinas. *Journal of Political Economy* 93, dez; Wicker, E. (1985). Colonial Monetary Standards Contrasted: Evidence from Seven Years' War. *The Journal of Economic History* (XLV) 3, dez.

^{2.11} Galbraith, J.K., *op. cit.*, p. 55-57.

A revolução norte-americana foi realizada com um forte desejo pela emancipação nacional, contudo muito poucas pessoas se dispunham a arcar com os custos para a obtenção da independência. A crítica situação financeira do Congresso revelava a fragilidade da causa revolucionária, embora o mesmo não dispusesse de competência para a taxaço nas ex-colônias, é bem provável que esta fosse ineficaz, dada a escassez de meio circulante, a depressão econômica e a interrupção das linhas de comércio entre as colônias.^{2.12}

O empréstimo interno, inicialmente pela depressão e posteriormente pela depreciação da moeda, era uma fonte de recursos exígua. Excetuando-se as propriedades dos aliados da coroa britânica, o confisco era politicamente impraticável. Ajuda externa, como da França e Espanha, era irrisória perante as necessidades da guerra. O Congresso encontrava-se, desta forma, impedido de obter financiamento não inflacionário.

Aos revolucionários só restava capitalizar o único bem que dispunham: a esperança de ganhar a guerra. Dadas as amplas possibilidades do país, a prosperidade e lucros eram dados como certos, assim acreditava-se que a sociedade demandasse moeda fiduciária. O líder Benjamim Franklin destacava a importância dos *continentals*:^{2.13}

"Esta moeda, como nós a administramos, é uma máquina maravilhosa. Ela cumpre a sua tarefa quando nós a emitimos; paga as fardas das tropas, e fornece as provisões e munições; e quando somos obrigados a emitir uma quantidade excessiva, ela paga a si mesma através da depreciação."

Em maio de 1775, o Congresso autorizou a emissão dos *continentals*, papel-moeda que só seria conversível em ouro ou prata após três anos. Seriam emitidos, até o final de 1776, cerca de \$ 25 milhões, e em troca, recebidos em moedas metálicas

^{2.12} Harlow, R. Aspects of Revolutionary Finance, 1775-1783. *American Historical Review*, 35, p. 46-47, 1929.

^{2.13} Carta à Samuel Cooper em 22 de abril de 1779, in Albert H. Smyth, *The Writings of Benjamin Franklin*. Nova Iorque: Macmillan, 1906, vol 7, p.294.

cerca de \$ 21 milhões. O valor dos *continentals* era baseado puramente na fé e na credibilidade que uma futura taxaço pudesse permitir a conversibilidade das notas.^{2.14}

Embora algumas colônias já se valessem do uso do papel-moeda, com a criação dos *continentals* houve uma disseminação da prática por toda a nação, de modo que, entre junho de 1775 e novembro de 1779, foram emitidos cerca de \$ 241,6 milhões em valor de face de *continentals* e cerca de \$ 209,5 milhões pelos estados. Inicialmente aceitos pelo valor de face, a partir de meados de 1776, os *continentals* começam logo a se depreciar (ver Figura 2.1), ainda que o Congresso reiteradamente manifestasse o desejo de resgatar as notas pelo seu valor ao par.^{2.15}

Entre o término de 1776 e início de 1777 são lançadas algumas medidas que visaram impedir a queda do valor dos *continentals*. É pedido aos estados: que aceitassem as notas no seu valor ao par no pagamento de impostos e serviços e que os mesmos forçassem os agentes privados a fazer o mesmo; terminassem com a emissão de notas, financiando seus gastos via taxaço; formassem um fundo com impostos recolhidos, de modo que isto sinalizasse para o futuro a conversibilidade das notas.^{2.16}

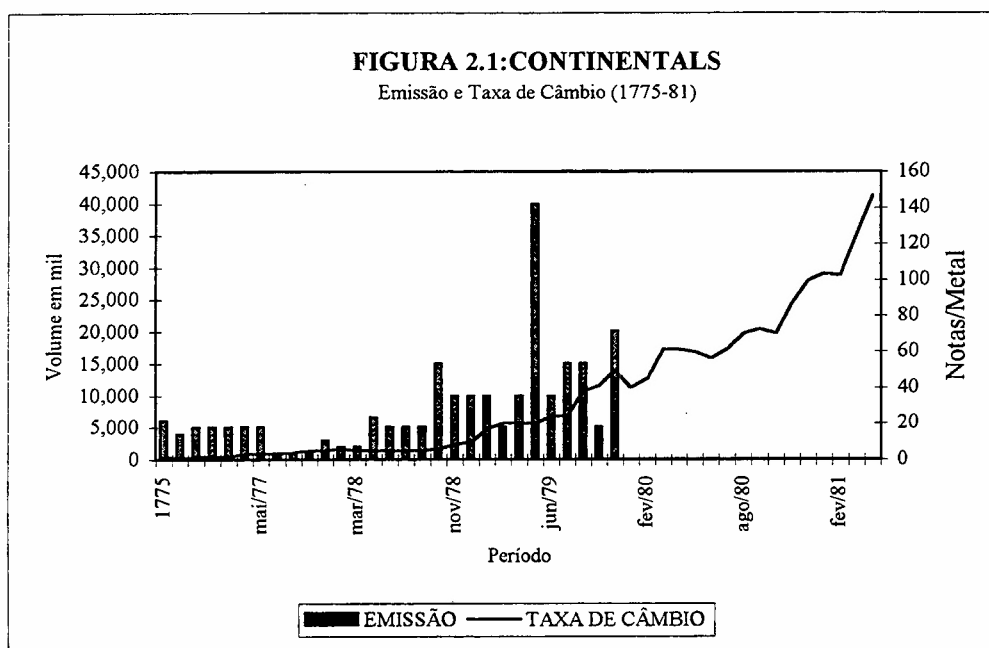
Ao final de 1779, o Congresso lançou uma nova campanha de convencimento dos agentes privados de que as notas seriam resgatadas ao par, contudo a especulação prosseguiu, de nada adiantando o término das emissões em novembro. Em março de 1780, o Congresso visando deter a depreciação propõe resgatar as notas pelo valor de mercado, cerca de 1/40 do valor de face. Ao mesmo tempo, tenta criar uma nova nota no montante de 1/20 das notas velhas, duplicando a oferta de nominal de moeda. Com isto entre 1779-1780 os preços se elevam em aproximadamente 1.000%.^{2.17}

^{2.14} Calomiris, C. Institutional Failure, Monetary Scarcity, and Depreciation of the Continental. *The Journal of Economic History* XLVIII (1), mar, 1988.

^{2.15} Calomiris, C., *op. cit.*, p. 55.

^{2.16} *Idem*, p. 57-58.

^{2.17} *Idem*, p. 59.



Fonte: Calomaris, C. (1988, p.57-58)

A maioria dos estados, excetuando-se apenas Massachusetts, se recusaram a aceitar a paridade de 1/40 no pagamento dos impostos. De modo a proteger as suas receitas reais, passaram a indexá-las à taxa de câmbio, entre as notas e as moedas metálicas, praticada pelo mercado. Assim, a depreciação dos *continentals* prosseguiu.

Em meados de 1781, os *continentals* param de circular e só são demandados por agentes especuladores. A repudição era tanta que a máxima "não vale um continental" é amplamente utilizada para expressar o desprezo. De forma a manter a atividade econômica, moedas metálicas e notas emitidas pelos estados e pelo setor privado passam a circular. A falta de confiança no Congresso é total e os estados passam a ajustar as contas e necessidades de forma totalmente descoordenada. A requisição de suprimentos e confiscos de propriedades para a manutenção do esforço de guerra levaram a alocações ineficientes, altos custos de transporte, ao ressentimento público e o mau uso da autoridade.

A luta revolucionária quase chega a ser desperdiçada. Só houve uma dramática melhora quando Robert Morris, o chamado "Financista da Revolução",

resgatou o crédito público, utilizando os seus próprios bens como lastro. Certamente a iniciativa não era a solução de longo prazo para restaurar a credibilidade do Estado, mas serviu como paliativo à ausência de crédito público. Todavia, todas tentativas para permitir que o Congresso pudesse arrecadar impostos, continuavam a ser cerceadas pelos estados. O destino da confederação só pôde ser definitivamente selado quando a constituição finalmente garantiu ao governo meios para auferir a sua própria receita.²¹⁸

Em 1791, é cedida, por vinte anos, a carta patente ao *First Bank of the United States*, que viria a ser o primeiro banco central dos EUA, com um capital autorizado de 10 milhões e com o controle acionário privado de 80% e o restante mantido pelo governo federal, com o objetivo do restabelecimento do crédito e de estabilizar o valor da moeda²¹⁹. O banco constituiu-se em um enorme sucesso, com governo e setor privado se utilizando das notas emitidas, de modo que estas são transacionadas por ouro ou prata no seu valor ao par. Enfim, a credibilidade no padrão monetário era resgatada.

Apesar do trágico fim, os *continentals* foram os maiores responsáveis pela vitória da revolução, já que arcaram com cerca de 40% dos custos de guerra²²⁰. Sob o ponto de vista das finanças públicas cumpriram a sua verdadeira função, qual seja: a de financiar a Independência dos E.U.A, como bem enfatiza Hamilton:²²¹

"Todos nós deveríamos nós arrepender da miséria imposta pelo financiamento inflacionário da nossa revolução, que estabeleceu o modelo para as futuras guerras. Mas se não tivesse havido a inflação, não existiria hoje o bicentenário de nossa Independência, mas teríamos permanecido súditos de George III, e Benedict Arnold, não George Washington, seria o herói de nossa abortada revolução."

²¹⁸ *Idem*, p.60.

²¹⁹ Galbraith, J. K., *op. cit.*, p. 71-72.

²²⁰ Calomaris, *op. cit.*, p.56.

²²¹ Hamilton, E. (1977). The Role of War in Modern Inflation. *Journal of Economic History*, p.19.

2.2) Os Assignats na Revolução Francesa

A segunda experiência, anterior ao século XX, com regimes de alta inflação ocorreu durante a Revolução Francesa, e novamente envolveu a utilização de papel-moeda: os *assignats*. O nome advinha do fato que as notas cediam ao portador o direito de comprar propriedades confiscadas da Igreja ou da nobreza.²²²

A compreensão da sequência dos eventos que caracterizam a Revolução Francesa passa pela compreensão da organização econômica, social e tributária que vigorava durante o *Ancien Régime*. Como um país predominantemente agrícola, a era revolucionária foi aberta com condições extremamente desfavoráveis no mercado de subsistência e com a depressão prevalecendo no setor industrial. Adicionava-se, ainda, à crise econômica, a não uniformidade do regime de aduanas que prejudicava o comércio interno, a injusta distribuição da carga tributária entre os três estamentos da sociedade (Clero, Nobreza e os demais membros) e a crise fiscal que assolava o Tesouro Real. A inabilidade da Corôa em resolver tais problemas foi a causa direta da Revolução Francesa em 1789.²²³

Assim, o governo revolucionário, de pronto, se deparou com graves problemas estruturais herdados da Corôa. Relatos da época atestam a quase completa ausência de moeda metálica em circulação, provinda principalmente do entesouramento dos agentes econômicos²²⁴. Contrariamente aos princípios do mecanismo automático de fluxo-espécie-preço de Hume, a redução da oferta monetária reduzia a produção, ao invés dos preços que apresentavam rigidez para baixo²²⁵. A escassez de moeda e a crise fiscal que assolava o governo eram uma deixa para a emissão de papel-moeda.

²²² O *livre* era a unidade monetária do período estudado, o *franco* só se tornou a unidade oficial em 1795, com a taxa de conversão de 81 *livres* por 80 *francos*.

²²³ White, A.D. *Fiat Money Inflation in France: How It Came, What It Brought and How It Ended*. Nova Iorque: D.Appleton, 1896. p.1; Aftalion, F. *The French Revolution: as economic interpretation*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990. p. 11-30.

²²⁴ Harris, S.E. *The Assignats*. Cambridge: Harvard University Press, 1930. p. 4-5.

²²⁵ Hume, D. "Of Money, of the Balance of the Trade and of the Interest", in *Essays, Literary, Moral and Political*. Londres: Ward, Lock & Co., 1752.

A Assembléia Constituinte, entre 1789 e 1791, imediatamente deliberou três cruciais decisões: cancelou os direitos de coletar impostos do *Ancien Régime*, anunciou que honraria todas as dívidas passadas e a busca de financiamento através da emissão de *assignats*. Comprometidos com a causa de que os impostos eram abusivos e com a ausência de poupança interna para a concessão de empréstimos, a emissão de *fiat money* surgia como a tábua da salvação.

A base da nova política fiscal da Assembléia Constituinte era o imposto sobre a terra. Como um país agrícola parecia natural que a terra fosse taxada mais pesadamente. Contudo, pela complexidade, o sistema nunca realmente funcionou a contento, o que impede uma perfeita contrastação com o do praticado durante o *Ancien Régime*. Contudo, a evidência mostrou que o novo regime provou ser mais perdulário, elevou o déficit a níveis sem precedentes, e de maneira a reduzi-lo, recorreu aos piores subterfúgios.^{2.26}

Em 1716, a experiência fracassada de John Law, com moeda inconvertível, estava ainda bem presente na memória dos franceses^{2.27}. De modo que, em 1788, quando o rei tentou se valer da emissão de papel-moeda houve um clima de revolta e descontentamento que acabou obrigando a revogação da lei.^{2.28}

Contudo, a revolução conseguiu mudar a atitude em relação ao *fiat money*. Em dezembro de 1789, após um amplo debate, a Assembléia aprova a criação dos *assignats*. Pelo decreto, a *Caisse d'Escompte* emprestaria ao governo, em abril de 1790, cerca de 400 milhões de *livres*, que seriam pagos com os *assignats*. As notas emitidas seriam lastreadas pela venda de terras confiscadas junto à Coroa e à Igreja e seriam resgatadas dentro de cinco anos. Rendiam juros de 3% e forneciam vantagens aos seus portadores na hora da compra das terras.^{2.29}

^{2.26} Aftalion, F., *op. cit.*, p.86-95.

^{2.27} Ver Galbraith, J.M., *op. cit.*, p.22-28.

^{2.28} Harris, S. E., *op. cit.*, p.8.

^{2.29} White, A.D., *op. cit.*, p.12-13; Harris, S.E., *op. cit.*, p.12.

Entre os defensores da emissão de papel-moeda, se destacavam como principais argumentos que os *assignats*: ajudariam o governo a cobrir o seu déficit, a emissão proveria a economia de meio circulante que era escasso e comprometeriam os cidadãos com o bem público.²³⁰

Para diferenciar os *assignats* da experiência de John Law, o governo promoveu uma ampla campanha de propaganda exaltando as virtudes do novo papel. Como aponta o relatório da Assembléia Constituinte:²³¹

" Papel-moeda não possui valor intrínseco a menos que apresente alguma propriedade especial. Sem ela é inadmissível que concorra nas transações com as moedas metálicas, que têm um valor real e independente da ação pública; consequentemente o papel-moeda que tem somente a autoridade pública como base, tem sempre levado à ruína onde foi estabelecida; esta é a razão porque as notas bancárias de 1720, emitidas por John Law, após ter causado males terríveis, deixarem somente memórias aterrorizantes. Assim, a Assembléia não está disposta a expô-los a este perigo, mas tem oferecido esta nova nota que não sómente tem seu valor derivado da autoridade nacional, mas também um valor real e imutável, um valor que a permite sustentar com vantagens uma competição com os metais preciosos."

Para os líderes da revolução, os fato dos *assignats* terem lastro e renderem juros, transformariam as notas como melhor alternativa ao entesouramento da moeda metálica. Uma vez os agentes econômicos percebessem isto, as moedas metálicas de pronto voltariam a circulação.

A emissão trouxe um grande júbilo e o papel foi bem aceito pela sociedade. Com isto, o Tesouro tem um alívio sobre as suas contas, uma parte da dívida pública é amortizada, o sistema de crédito é ativado e o comércio revigorado. O lastro

²³⁰ Aftalion, F., *op. cit.*, p. 70-73.

²³¹ Ver *Adresse de le Assemblée nationale sur les émissions d'assignats monnaies*, p.5 reproduzido in White, A.D., *op. cit.*, p. 32-33.

com base nas propriedades exerce um efeito positivo para a obtenção de confiança no papel-moeda. Para as pessoas, os *assignats* representavam terras em circulação, de modo que a venda das mesmas absorveu, durante três anos, uma expressiva quantidade de notas.^{2.32}

Após alguns meses, o Tesouro se encontra novamente em dificuldades financeiras, de modo que se criam pressões para novas emissões. O sucesso da primeira emissão cria boas expectativas, de modo que até o famoso orador Mirabeau, que anteriormente tinha taxado o papel-moeda como "empréstimo a mão armada", torna-se entusiasta e acredita que os *assignats* pudessem ser emitidos em um montante suficiente para liquidar a dívida nacional.^{2.33}

A medida que se vai aumentando o volume em circulação dos *assignats*, como previsto na Lei de Gresham, as moedas metálicas vão desaparecendo. A emissão de notas de grande denominação complicava a situação, depreciando-as ainda mais em relação à espécie. Como forma de superação do problema criaram-se instituições que emitiam notas em pequenas denominações, os chamados *billets de confiance* que passaram a ser utilizadas como meio de troca.^{2.34}

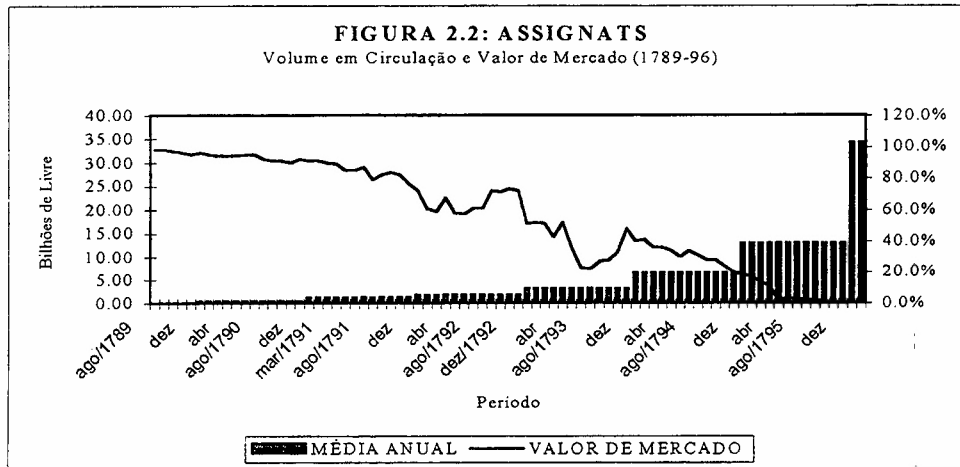
No início de 1793, com os preços continuando a subir, os artigos de consumo comum começam a desaparecer. Em abril, os *assignats* são declarados como o único *legal tender* e em maio estabelece-se a primeira lei de preços máximos para grãos. Tais leis são utilizadas como instrumento para evitar a depreciação dos *assignats*. Sob o reinado do Terror instituíram-se duras penas para quem tentasse burlar os valores estabelecidos. O sistema de controle de preços encontrou inumeráveis obstáculos de natureza administrativa, mas pelo menos por um ano, a fixação dos preços máximos foi efetiva.

^{2.32} Harris, S.E., *op. cit.*, p.262.

^{2.33} Capie, F., *op. cit.*, p.122.

^{2.34} Aftalion, F., *op. cit.*, p. 95-99.

PAPEL MOEDA E INFLAÇÕES REMOTAS



Fonte: Bernholz, P. (1982, p.12) e Capie, F. (1986, p.123)

Contudo, logo surgiu a escassez dos produtos e os *assignats* passam a ser totalmente repudiados.²³⁵

As emissões e a depreciação prosseguiram até fevereiro de 1796, quando as matrizes das notas são quebradas. Como os *continentals*, os *assignats* foram primariamente um recurso financeiro utilizado para saldar as obrigações do governo durante os anos da consolidação da revolução. Como o orçamento do governo era afetado também pela depreciação dos *assignats*, já que a mesma corroía as receitas, só o controle de preços foi capaz de salvar as finanças do Estado revolucionário.²³⁶

Após o fracasso dos *assignats*, decretou-se a criação de um novo papel-moeda, os *mandats*. O lançamento destas notas, que deveriam ser lastreadas pelas propriedades do governo, contudo não encontrou receptividade pela sociedade, pois mesmo antes da emissão tiveram o seu preço em mercado reduzido para 5% do valor nominal. Em julho de 1796, as cotações dos *mandats* e dos *assignats* em moeda metálica são liberadas, decretava-se, desta forma, o final do reinado do *fiat money* na França, com a nação mergulhada numa profunda crise monetária e fiscal.²³⁷

²³⁵ Harris, S.E., *op. cit.*, p.264-65.

²³⁶ *Idem*, p.262.

²³⁷ White, A.D. *op. cit.*, p. 68-73.

Em julho de 1796, as cotações dos *mandats* e dos *assignats* em moeda metálica são liberadas, decretava-se, desta forma, o final do reinado do *fiat money* na França, com a nação mergulhada numa profunda crise monetária e fiscal.²³⁸

De 1790 a dezembro de 1795, o índice geral de preços para 24 bens aumentou cerca de 3.300%, mas o índice da taxa de câmbio em ouro dos *assignats* elevou-se aproximadamente 4.383%. De dezembro de 1795 até março de 1796, a variação do preço do trigo foi maior do que a taxa de câmbio em ouro dos *assignats*, 310% contra 244%²³⁹. Há, desta forma, um indicativo de que na fase final, a taxa de câmbio real apreciou-se. A experiência do papel-moeda na França se reproduzirá nas hiperinflações clássicas européias, quando na fase explosiva do processo, os preços e a taxa de câmbio cresceram mais rapidamente que a expansão monetária.²⁴⁰

Com o término da égide do sistema monetário fiduciário, aos poucos as moedas metálicas voltam a reaparecer no mercado, de modo que gradualmente a atividade econômica vai-se recuperando. A despeito da implementação de reformas na área fiscal, as despesas continuaram a não ser cobertas pelas receitas. As conquistas militares surgiram como única possibilidade de sobrevivência do Estado francês. Sem fundos, só a genialidade de Bonaparte conseguiria organizar o exército que obteria amplas vitórias pela Europa e garantiriam à França um apreciável influxo de espécie.

Em meio ao caos financeiro houve um lento surgimento de instituições financeiras, que através do desconto das notas bancárias ofereciam o crédito necessário à expansão da atividade econômica. O primeiro banco comercial (*Caisse des Comptes Courants*), criado em junho de 1796, serviria de modelo na regulamentação do futuro

²³⁸ White, A.D. *op. cit.*, p. 68-73.

²³⁹ Falkner, S.A. *Das Papiergeld der französischen Revolution*. Munique e Leipzig: Duncker & Humblot, 1924. p.54.

²⁴⁰ Bernholz, P. (1982). Flexible Exchange Rates in Historical Perspective. *Princeton Studies In International Finance*, No. 49, jul, p.1-3.

PAPEL MOEDA E INFLAÇÕES REMOTAS

Banco da França em 1800. Como no caso da Inglaterra e dos E.U.A., o capital do banco central, cerca de 30 milhões de francos, seria subscrito pelo setor privado.²⁴¹

²⁴¹ Aftalion, F., *op. cit.*, p.177-79; Kindleberger, C.D. *A Financial History of Western Europe*. Londres: George Allen & Unwin, 1984. p.102-04.

2.3) A Inflação na Guerra Civil Americana

A maior virtude em analisar a experiência da guerra de secessão nos E.U.A. é fornecer formas distintas de condução de política econômica dentro de um mesmo contexto. Tanto o Norte como Sul recorreram à emissão de papel-moeda para financiar as suas despesas, contudo o governo confederado foi mais inflacionário. Até outubro de 1864, quase 60% da receita da Confederação proveio da emissão monetária, menos de 5% de impostos e aproximadamente 30% da venda de títulos e 5% de uma miscelânea de outras fontes. Entre outubro de 1861 e março de 1864, os preços cresceram a uma taxa quase constante de 10% ao mês.²⁴¹

Durante o primeiro trimestre de 1861 até meados de 1862, a expansão monetária foi superior à elevação de preços, repetindo-se a experiência dos *assignats*. Pela Figura 2.3, vê-se que os encaixes reais se elevam num primeiro momento, para num segundo instante sofrerem uma súbita redução. A medida que o poder de compra das notas começaram a cair, passaram a não ser usadas como reserva de valor. No início de 1862, as notas são recusadas até como meio de troca. Com a redução da vantagem comparativa no mercado internacional, provocada pela absorção da mão de obra nas frentes de batalha e pelo bloqueio econômico da União, o produto real da economia sulina se reduziu fortemente. Conjuntamente, o aumento na oferta monetária e da velocidade de circulação da moeda e o declínio no produto real seriam os fatores responsáveis pelo maior período inflacionário dos E.U.A..

Uma das particularidades do período é que o movimento dos preços não foi diretamente afetado pela evolução da guerra. Basicamente, seguiram as mudanças de velocidade de circulação da moeda, o estoque de moeda e a queda na oferta de produtos. Em fevereiro de 1864, o Congresso da Confederação promoveu uma reforma monetária, que trocava até abril as notas velhas pelas novas na base de três por um. Com

²⁴¹ O relato feito aqui é baseado em: Lerner, M. (1954). The Monetary and Fiscal Programs of the Confederate Government: 1861-1865. *Journal of Political Economy* 62; Lerner, M. (1955). Money, Prices and Wages in the Confederacy: 1861-1865. *Journal of Political Economy* 63.

PAPEL MOEDA E INFLAÇÕES REMOTAS

o anúncio da medida, a inflação se acelerou, mas a partir de maio, quando a reforma começa efetivamente a vigorar, os preços se tornam estáveis. Entre maio e dezembro, os preços chegam até a declinar, mesmo com o avanço das tropas da união, a redução do comércio internacional e a queda da moral dos confederados. A experiência do Norte produziu-se de modo bem diferente: com o Congresso Federal recorrendo mais fortemente à taxaço e empréstimos, de forma que os preços só tiveram um aumento de 20% ao ano no período do conflito.^{2.42}

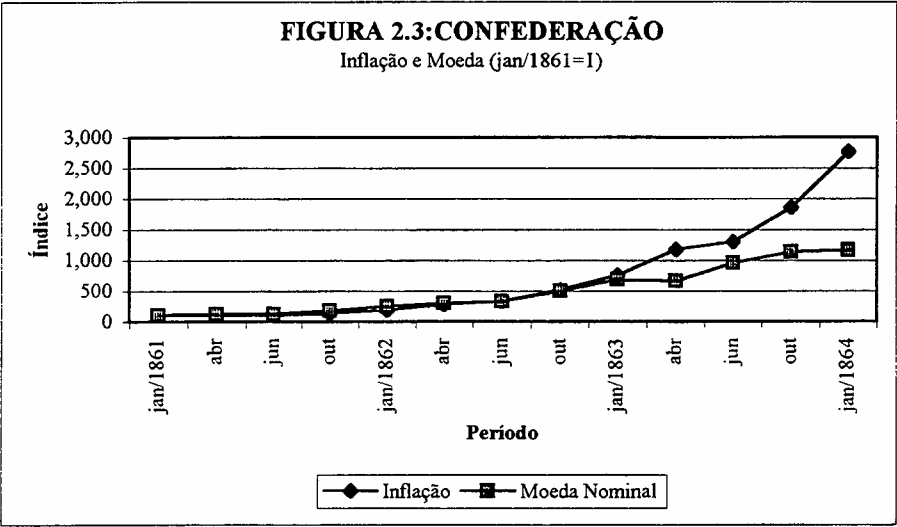


Figura: Lerner, E. (1955, P.21-4)

^{2.42} Capie, F. *op. cit.*, p.24-25.

2.4) Inflação em Sistemas de Taxas de Câmbio Flexíveis

Mesmo com uso de moedas-mercadoria, as economias não ficaram imunes à inflação, bastando um crescimento da oferta monetária a um ritmo mais rápido que o aumento da demanda pela mesma para que ocorresse uma elevação generalizada de preços. Isto podia ocorrer de duas formas: a primeira, com a descoberta de novas jazidas de metais preciosos. Como pode ser visto, ainda que inflacionário, este tipo de aumento da oferta monetária não abalou a confiança da sociedade, com isto a demanda real pelas moedas cunhadas não se reduziu e a expansão monetária serviu como fator propulsor da prosperidade econômica, tanto na Grécia de Alexandre, quanto na Europa no século XVI.

A segunda, e mais importante para este estudo, tem como âncora real o excesso de despesas sobre as receitas dos governos. Ainda que sob a égide do sistema metálico, os mesmos puderam se financiar de forma inflacionária, através da redução do teor das metal na cunhagem das moedas, como ilustra a experiência do Império Romano, onde a crise fiscal abalou o todo poderoso Estado e desencadeou uma profunda crise monetária. Já dentro do sistema *fiat money*, a crise está associada à excessiva criação de moeda em tempos de demandas fiscais extremas e insuficientes receitas tributárias, como apontam as três experiências acima.

Como a inflação é a queda contínua do poder de compra de dinheiro, a mesma poderia ser explicada pela escassez de bens disponíveis no mercado ou pelo excesso de moeda em circulação. Tal argumento é o pilar central da chamada Teoria Quantitativa da Moeda, que teria sido primeiramente delineada por Jean Bodin na França em 1570. Contrariando Mallestroit, chefe da Casa de Moeda da França, Mallestroit, Bodin proclamava que a elevação dos preços não tinha como única causa a redução do teor metálico da moeda, mas também o aumento do estoque de ouro em circulação, provindo principalmente das descobertas de nova jazidas na América. Adiantava Bodin, "aquilo que iria se transformar numa das mais veneráveis leis da

ortodoxia econômica, a teoria quantitativa da moeda" ^{2.43}. J. Mill resumiria a visão que seria predominante até meados do século XX: ^{2.44}

"O valor ou poder de compra de moeda depende, em primeira instância, depende da demanda e oferta... A oferta de moeda... é toda moeda em circulação naquele momento... A demanda por moeda, novamente, consiste de todos bens oferecidos à venda."

O valor da moeda, desta forma, dependeria não do seu valor intrínseco, expresso pelo seu conteúdo de metal, mas sim da sua escassez. A inflação seria independente do padrão monetário, mas sobretudo estreitamente ligada às políticas adotadas pelos governos. Contudo, no *fiat money*, a limitação da oferta monetária desaparece, o que permitiu uma elevação no nível de preços sem precedentes.

Como única forma disponível para o financiamento, pelo menos durante a Guerra de Independência dos E.U.A. e a Revolução Francesa, cumpriu o seu maior objetivo, ou melhor consolidou os novos regimes políticos, a despeito que ao final do processo se teve uma total repudição das notas.

Assim, se considerar a utilização do *fiat money* como fracasso, não representa a realidade, embora a ortodoxia tivesse disseminado apenas o caráter negativo das experiências com papel-moeda inconvertível. Como bem sublinha Fisher: ^{2.45}

"Na ausência de salvaguardas, a inconvertibilidade é uma tentação constante para o abuso ... O papel-moeda tem revelado quase sempre uma maldição para o país que o emprega."

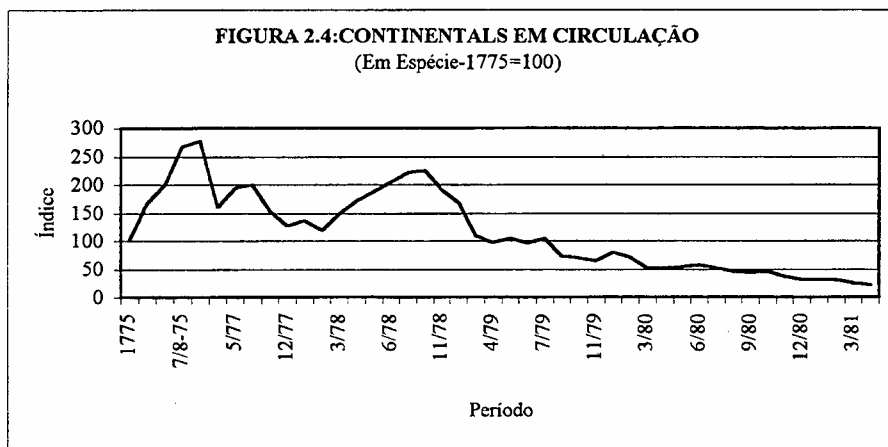
De uma maneira geral pode-se dividir as experiências com papel-moeda em dois períodos: o inicial, no qual se vê a manutenção de uma alta demanda por encaixes reais

^{2.43} Simonsen, M.H. (1980). A Teoria da Inflação e a Controvérsia sobre a Indexação. *Estudos Econômicos FIEP/USP*, maio, p. 5.

^{2.44} Mill, J.S. *Principles of Political Economy*. Londres: John Parker and Son, vol. 2, livro 3, cap. 8, 1852. p. 12-13.

^{2.45} Fisher, I. *The Purchasing Power of Money*. Nova Iorque: Macmillan, 1911. p.131.

e o final em que há o total repúdio à moeda. As duas fases indicam que a população levou algum tempo para entender o significado da inflação, padecendo por instantes de ilusão monetária. No caso dos *continentals*, só se teve a depreciação das notas em relação às moedas metálicas em meados de 1776 (ver Figura 2.4) e só em um momento posterior é que houve uma súbita redução na demanda real pelas notas.



Fonte: Calomaris, C. (1988, p. 57-58)

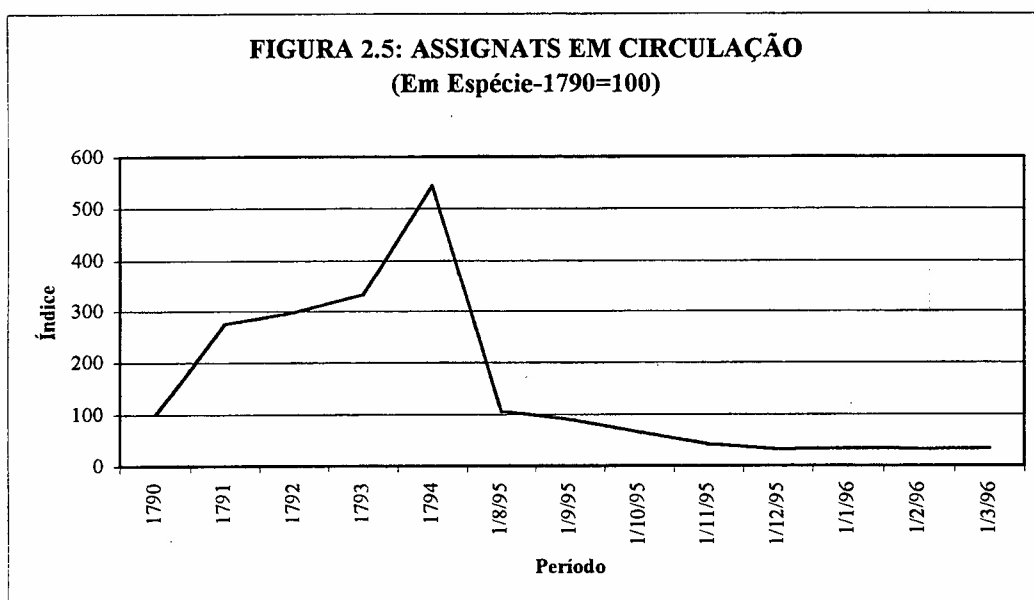
Já a análise da demanda pelas notas na Revolução Francesa merece maiores considerações. Antes da revolução, o volume de moeda em circulação era estimado em 2 bilhões de *livres*, assim a primeira emissão de *assignats* correspondeu a cerca de 75% do volume circulante existente anteriormente à revolução ^{2.46}.

Desta forma, havia espaço para emissão de notas, que serviriam como substitutas às moedas metálicas. Adicionando-se a fé na garantia das terras, tem-se as causas para a elevação inicial dos encaixes reais (ver Figura 2.5) que provavelmente estariam em nível superior aos anos que precederam a revolução, com isto houve uma melhoria da atividade econômica.

A moderna Teoria Quantitativa explica a elevação do meio circulante em ritmo maior que a desvalorização das notas pela elevação da velocidade de circulação da

^{2.46} Harris, S. E., *op. cit.*, p. 167.

moeda ^{2.47}. A ocorrência de períodos onde a inflação supera a taxa de expansão monetária é um fenômeno extremamente comum, principalmente nos momentos de alta inflação, quando a demanda por moeda se reduz continuamente, como resultado as sucessivas emissões impedem que a demanda tenha tempo de se ajustar inteiramente. A inflação se exacerba porque os agentes econômicos "fogem" da moeda e passam a entesourar as moedas boas. Isto agrava o descompasso orçamentário do governo, fato que teria dado origem ao processo inflacionário, tornando mais penosa a já difícil reorganização financeira do Estado. ^{2.48}



Fonte: Bernholz, P. (1982,p.12)

Contudo, para que se efetivamente verificasse a Lei de Gresham, era necessária a manutenção de uma paridade fixa entre as moedas metálicas e as notas, e que essa fosse diferente da cotação de mercado. Caso contrário, as moedas metálicas não

^{2.47} Friedman, M. (1956). The Quantity Theory of Money- a restatement, in M. Friedman (org) *Studies in the Quantity Theory*. Chicago: The University of Chicago.

^{2.48} Ramalho, V. (1989). "Déficit Público, Política Monetária e os Erros de Concepção do Plano Cruzado" in M.H. Simonsen e F. H. Barbosa (orgs), *Plano Cruzado: Inércia x Inépcia*. Rio de Janeiro: Globo. p. 161-62.

sairiam de circulação, mas apenas seriam cotadas com prêmio em relação às notas. Dentro de um regime cambial fixo e dado que as moedas metálicas tinham valor intrínseco, seria mais vantajoso utilizá-las como reserva de valor, ao invés de dispô-las como meio de troca.^{2.49}

Como o controle de preços e tarifas, imposições pela legislação para o uso das notas foram práticas amplamente disseminadas nas experiências. Não se está longe da verdade quando se afirma que, pelo menos na primeira fase a economia operava praticamente em um regime cambial fixo, o que explicaria o entesouramento das moedas metálicas durante o período.

A experiência das colônias britânicas na América com a emissão de papel-moeda revela que, em muitos casos, os preços permaneceram praticamente estáveis, comprovando a hipótese da independência entre padrão monetário e inflação^{2.50}. O problema é que a emissão exacerbada como forma de financiamento produziu profundas crises monetárias que nos estágios finais impossibilitaram a sustentação de uma paridade entre as notas e as moedas metálicas, tornando o regime cambial plenamente flexível e propiciando uma depreciação galopante das notas.^{2.51}

Tentando ainda explicar o valor do papel-moeda inconvertível e de curso forçado, argumentos ligados à Teoria das Expectativas Racionais, com a chamada *Backing Theory*, apregoam a inexistência de outro tipo de lastro, que não espécie, como causa para a depreciação. O valor das notas emitidas estaria estreitamente ligado às medidas presentes e futuras na área fiscal e monetária, de modo que o papel-moeda só

^{2.49} Na realidade, as moedas metálicas não desapareceram por completo, o que implica em transformar a Lei de Gresham numa relação que reflita não só o custo de oportunidade, mas também o de transações. Ver Rolnick, A. J. e W.E. Weber. Gresham's Law or Gresham's Fallacy? *Journal of Political Economy* 94, 1986.

^{2.50} Smith, B (1985a,b), *op. cit.*; Wicker, E. (1985), *op. cit.*, Calomiris, *op. cit.*

^{2.51} Michener, R. Backing Theory and Currencies of Eighteen- Century America: A Comment. *The Journal of Economic History* XLVIII (3), set., p. 682-83, 1988.

perderia valor de compra quando a população perdesse a credibilidade nas ações do governo.^{2.52}

Com base na teoria financeira, mais precisamente no Teorema de Modigliani-Miller, Wallace se valendo de um modelo *overlapping generation* e com o uso de múltiplos ativos, propôs um modelo alternativo que aponta a trajetória dos preços e alocação do consumo como independentes da realocação do portfólio do governo.^{2.53} Assim, se os agentes econômicos acreditassem no regime monetário e fiscal das colônias ou do Congresso, não haveria razão para que as moedas metálicas fossem preferíveis às notas.

O exemplo da América colonial, com a emissão de papel-moeda, comprovaria tal argumento. Em tempos de paz, emprestava-se a juros o volume emitido, de modo que notas eram aceitas na liquidação de impostos e empréstimos, sendo retiradas no momento da mesma. Os ganhos na intermediação serviam para garantir a cobertura dos gastos públicos. Nos momentos de guerra, as notas serviam para cobrir os gastos com a mobilização, mas no futuro deveriam ser criados impostos, de modo que através dos mesmos se pudesse as notas emitidas. Os impostos a serem coletados posteriormente representariam ativos realizáveis nas contas do governo.^{2.54}

Assim para *Backing Theory*, o valor das notas variaria conforme a perspectiva dos agentes econômicos acerca da disposição das colônias realmente imponham as medidas exigidas na área fiscal, de modo que se pudesse resgatar o papel-moeda emitido. No caso dos *continentals*, o volume emitido, por si só, não seria a causa da depreciação, mas sim a fragilidade financeira do Congresso.^{2.55}

^{2.52} Ver Sargent, T. (1987). *Dynamic Macroeconomic Theory*. Cambridge: Cambridge Press. cap. 8.

^{2.53} Fama, E. Banking in the Theory of Finance. *Journal of Monetary Economics* (6), 1980; Wallace, N. A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operations. *American Economic Review* 71, 1981.

^{2.54} Ver Smith, B. D. (1994). Mischief and monetary history Friedman and Schwartz thirty years later. *Journal of Monetary Economics* 34, p.32-36, 1994.

^{2.55} Calomaris, C., *op. cit.*, p.49.

"As principais falhas institucionais que levaram à depreciação (dos continentals) foram a falta de coordenação das finanças entre os estados e a omissão nos Artigos da Confederação em oferecer a necessária ligação entre, de um lado as emissões e os gastos e, de outro, a credibilidade no lastro da moeda através de futura taxação."

A associação de arrecadação de impostos com tirania dificultou, na Revolução Francesa, a criação de um novo sistema fiscal, de modo que a Assembléia Constituinte só se preocupou com reformas em agosto de 1790, que só seriam operacionalizadas no ano seguinte e que nunca funcionariam a contento.

De forma a elucidar a gravidade orçamentária foi apresentado, por Montesquieu, à Assembléia um relatório onde apontava o total das propriedades da Igreja em cerca 1,9 bilhões de *livres*, o que representava um valor bem bem inferior ao total de *assignats* emitidos e também incapaz de saldar os débitos herdados da Coroa ²⁵⁶. A *Backing Theory* explicaria a depreciação dos *assignats* pelo volume de notas superior ao valor das propriedades confiscadas pelo governo revolucionário e por perspectivas negativas na área fiscal.

Dentro da mesma ótica, Smith chega a considerar a Teoria Quantitativa da Moeda como um caso particular da chamada *Backing Theory*: ²⁵⁷

"Mudanças na moeda em circulação que são lastreadas, não resultam em mudança no valor da moeda... Aumentos na quantidade de moeda sem lastro, são análogas aos splits das ações e resultam em um aumento proporcional no nível de preços... Deste modo... quando injeções monetárias não são lastreadas, a ingênua Teoria Quantitativa se torna um caso especial do argumento Sargent-Wallace."

Contudo, a experiência com os confederados na Guerra Civil contraria as expectativas da *Backing Theory* e corrobora a visão quantitativista, pois o movimento

²⁵⁶ Aftalion, F., *op. cit.*, p. 76-77.

²⁵⁷ Smith, B. D. (1985a), *op. cit.*, p.345.

dos preços não foi diretamente afetado pela evolução da guerra. Mesmo com o avanço das tropas da União e a perspectiva da derrota Confederada, os preços começam a declinar, entre maio e dezembro de 1864, como fruto da reforma monetária implementada que reduziu o volume real de moeda em circulação.

Deixando-se de lado a questão do que gera realmente o valor do dinheiro, é importante se centrar a análise da dinâmica da taxa de câmbio e oferta monetária em regime flexível, já que a mesma é de extrema relevância para o escopo deste trabalho.

Segundo a argumentação ortodoxa da lei do único preço, a paridade do poder de compra deveria ser mantida (PPC). A idéia básica do PPC é que dentro de um mercado unificado qualquer produto deveria ter o mesmo preço. Estendendo-se a idéia para uma cesta de bens, teria-se:^{2.58}

$$(2.1) \quad p = e + p^*$$

Onde p , p^* , e são os logaritmos dos índices geral de preços interno (P) e externo (P^*), da taxa de câmbio nominal (E). A taxa de câmbio real (e_r) em logaritmo seria igual a:

$$(2.2) \quad e_r = e + (p^* - p)$$

Diferenciando-se (2.2) em relação ao tempo, tem-se :

$$(2.3) \quad \varepsilon = \gamma + (\pi^* - \pi)$$

^{2.58} O conceito foi popularizado por Cassel, G. *Abnormal Deviations from International Exchanges. Economic Journal*, dez., 1918. Embora, as origens remontassem da Escola da Salamanca na Espanha durante o século XVI.

Se não houver disparidade entre os preços, er será constante, com $\varepsilon = 0$ e $\gamma = \pi^* - \pi$. Assim, a taxa de câmbio nominal variará conforme a diferença entre as inflações doméstica (π) e externa (π^*). Se $\varepsilon \neq 0$, tem-se o fenômeno conhecido pela literatura econômica como *overshooting*, se $\varepsilon < 0$ a taxa de câmbio real se valorizará, enquanto a mesma se depreciará caso $\varepsilon > 0$.^{2.59}

Pesquisas históricas com regimes cambiais flexíveis indicam: que o PPC não se mantém no curto prazo, na primeira fase há a depreciação real da moeda do país com maior crescimento da oferta monetária, o grau de depreciação dependente da diferença das taxas de inflação e por fim na segunda fase a depreciação, com ou não explosão inflacionária, desaparece.^{2.60}

Durante a Revolução Francesa certamente a PPC não pôde ser mantida no curto prazo, a taxa de câmbio real depreciou mais rapidamente que a diferença entre as inflações interna e externa.^{2.61} Isto se deveria ao fato de que a taxa de câmbio se ajustar mais rapidamente que os demais preços da economia. A moderna distinção de mercados com preços regidos por contratos e os formados através de leilão já era percebido como destaca o historiador Thiers:^{2.62}

" A queda dos assignats iniciou-se na taxa de câmbio contra as moedas metálicas e os demais ativos não fixos. Daí se espalhou para os bens, que se tornam mais caros nos armazéns e feiras livres. Contudo, os preços dos bens não sobem tão rapidamente quanto o câmbio, porque os mesmos são bem diferentes do que a taxa de câmbio, porque não são tão sensíveis e também porque os comerciantes não podem processar as informações

^{2.59} Para ver modelos que tentam explicar o *overshooting*: Dornbusch, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy* 84, dez; Calvo, G. A. e C.A. Rodriguez. A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations. *Journal of Political Economy* 85, jun; Rodriguez, C. A (1978). Stylized Model of the Devaluation- Inflation Spiral. *IMF Staff Papers*, mar.

^{2.60} Bernholz, P. (1982), *op. cit.*, p.39.

^{2.61} Pela magnitude da elevação dos preços não é exagerado se afirmar o mesmo para as demais experiências.

^{2.62} Thiers, M. A. *Histoire de la Révolution Française*. Paris, 1825. vol. 5, p.172-73.

tão rapidamente quanto os 'brokers' dentro de um salão."

Incorporando a diferenciação na formação de preços no mercado de ativos e de bens, Dornbusch tenta descrever o comportamento da taxa de câmbio e preços numa economia que enfrente um choque monetário ^{2.63}. Do lado de mercado de ativos e considerando-se que a economia seja pequena em relação ao mercado internacional de capitais e com perfeita mobilidade, tem-se por arbitragem:

$$(2.4) i = i^* + \varepsilon$$

Sendo i e i^* as taxas de juros interna e externa, enquanto ε seria a taxa de desvalorização esperada da moeda, que por sua vez se comportaria da seguinte forma:

$$(2.5) \varepsilon = \theta(\underline{e} - e)$$

A equação (2.5) descreve a forma como taxa de câmbio (e) converge para a taxa de câmbio de longo prazo (\underline{e}). Enquanto, θ é o coeficiente de ajuste das expectativas e a taxa de câmbio de longo prazo é considerada como variável exógena.

A demanda por moeda é assumida como diretamente dependente da taxa nominal de juros e implicitamente da taxa externa de juros e da expectativa de depreciação cambial, enquanto que a oferta monetária é tida como exógena. Pela dimensão das taxas de desvalorização dos episódios estudados, considerar-se-á o produto como constante no curto prazo:

$$(2.6) m - p = -\lambda \cdot i$$

Onde m e y são os logaritmos da quantidade nominal de moeda e do produto real respectivamente e λ é um parâmetro. Combinando-se (2.4), (2.5) e (2.6) e como no longo prazo $e = \underline{e}$, o nível de preços de equilíbrio será:

$$(2.7) p = m + \lambda \cdot i^*$$

Substituindo-se (2.7) em (2.6) obtém-se a relação entre o nível de preços e a taxa de câmbio:

^{2.63} Dornbusch, R. (1976), *op. cit.*

$$(2.8) \ e = \underline{e} - (1/\lambda\theta) \cdot (p - \underline{p})$$

Do lado do mercado de bens, a demanda pelo produto interno depende do preço relativo dos bens domésticos ($e - p$) e taxa de juros (i). Assim, a função demanda teria a seguinte forma:

$$(2.9) \ \ln D = \delta \cdot (e - p) - \sigma \cdot i$$

Onde δ e σ são parâmetros.

Já a inflação é tida como proporcional ao excesso de demanda:

$$(2.10) \ \pi = \chi \cdot \ln (D/Y) = \chi \cdot [\delta \cdot (e - p) - \sigma \cdot i]$$

Sendo χ um parâmetro.

Como no longo-prazo tem-se $\pi=0$ e $i=i^*$, obtém-se uma taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo:

$$(2.11) \ \underline{e} = \underline{p} + (1/\delta) \cdot [\sigma \cdot i^*]$$

A equação de preços (2.10) pode ser simplificada, usando-se (2.11) e observando-se que $i - i^* = \theta \cdot (\underline{e} - e)$:

$$(2.12) \ \pi = -v \cdot (p - \underline{p})$$

$$\text{Onde: } v = \chi \cdot [\delta + \theta \cdot (\sigma + \lambda \cdot \delta) / \lambda \cdot \theta]$$

A dinâmica do ajuste de preços (2.12) pode ser obtida através da solução da equação diferencial:

$$(2.13) \ p(t) = \underline{p} + (p_0 - \underline{p}) \cdot \exp(-v \cdot t)$$

A equação (2.13) mostra que o preço dos bens domésticos convergirá para o nível de equilíbrio de longo-prazo a uma taxa v . A trajetória da taxa de câmbio pode ser obtida com a substituição de (2.13) em (2.8):

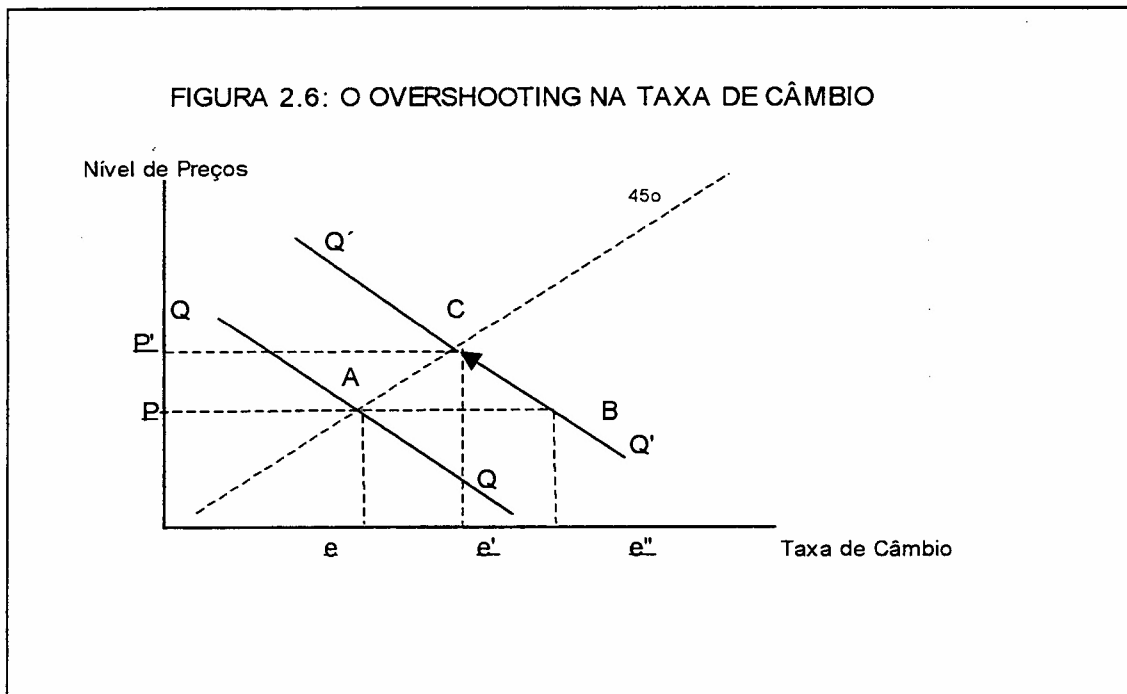
$$(2.14) \ e(t) = \underline{e} - (1/\lambda\theta) \cdot (p_0 - \underline{p}) \cdot \exp(-v \cdot t)$$

$$(2.14) \ e(t) = \underline{e} - (e_0 - \underline{e}) \cdot \exp(-v \cdot t)$$

Pela equação acima, vê-se que a taxa de câmbio apreciará se os preços estiverem abaixo do nível de longo prazo, e depreciará caso contrário. Com o

ferramental deste modelo pode-se estudar os efeitos de uma expansão monetária numa economia operando com taxas de câmbio flexíveis.

A Figura 2.6 mostra a economia inicialmente em equilíbrio em A ($e; p$), com a curva QQ indicando uma relação negativa entre a taxa de câmbio e o nível de preços, conforme indica a equação (2.8). Um aumento na oferta monetária provocará um desequilíbrio no mercado de bens e de ativos. Para que o mercado de bens entre



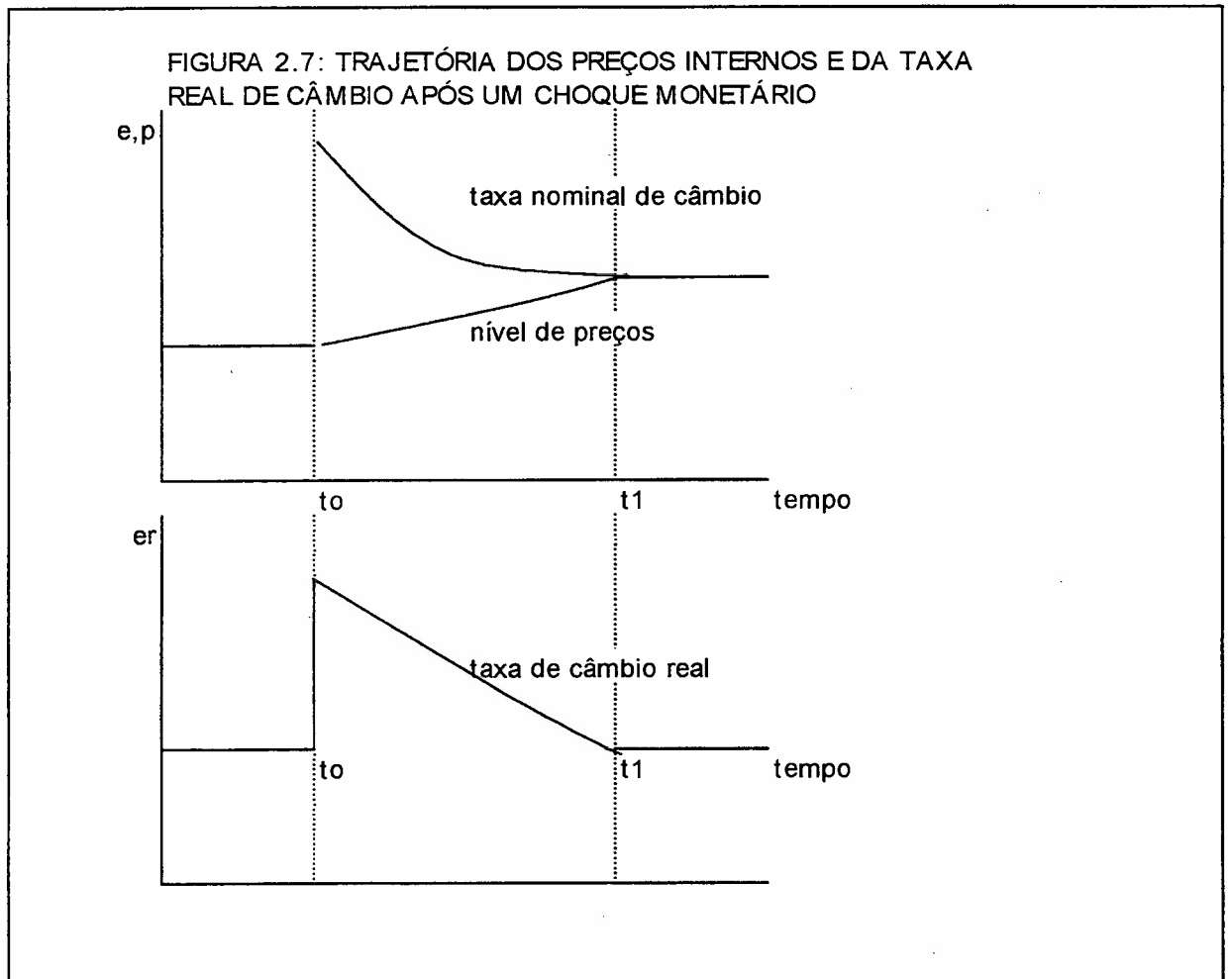
novamente em equilíbrio é necessário que se eleve os preços e deprecie a taxa de câmbio, com a curva QQ se deslocando para $Q'Q'$. Tem-se, desta forma, um novo equilíbrio de longo prazo em C, onde não há ilusão monetária e nem rigidez dos preços.

O ajuste se processaria da seguinte forma, a expansão monetária reduziria a taxa de juros e criaria expectativas de uma desvalorização da moeda no longo prazo. Ambos fatores levariam "à uma fuga de capital" que pressionaria a taxa de câmbio para baixo. A extensão da depreciação no curto prazo deveria superar a de longo prazo, de modo que se criasse a expectativa de uma apreciação da taxa de câmbio que

compensasse a redução da taxa de juros interna. Isto é mostrado na Figura 2.6 pelo movimento do ponto A para o equilíbrio de curto-prazo B.

Dado que $d\bar{e}=dm=dp$ e que os preços são rígidos no curto-prazo, tem-se pela diferenciação da equação (2.6):

$$(2.15) \quad de/dm = 1 + 1/\lambda\theta$$



Resumindo: com o produto constante, a expansão monetária propiciada pela emissão de papel-moeda diminuiria a taxa de juros provocando um salto nas taxas de câmbio nominal e real. Nesse momento a taxa de câmbio real atinge um valor mais alto do que no equilíbrio de longo prazo que vai se reduzindo até que o equilíbrio seja restabelecido. A razão advém do fato que os preços internos permanecem fixos no curto

prazo e vão se ajustando apenas lentamente ao choque monetário como descreve a Figura 2.7. A hipótese de rigidez de preços no mercado de bens é fator chave para aceitação do modelo.^{2.64}

As experiências com sistemas monetários fiduciários, descritas acima, apontam que inicialmente, por causa da credibilidade na nova referência monetária, se pode manter uma paridade entre as notas e as moedas metálicas. Contudo, pela manutenção de excessivas emissões por causa da insolvência do setor público, houve um momento onde se teve uma forte redução nos encaixes reais, com a fuga da riqueza dos agentes econômicos para as moedas metálicas. Com isto, a paridade é rompida e o sistema econômico passa a operar como nos modelos com taxa de câmbio flexível. Apesar da dificuldade em se avaliar o momento exato da mudança de fase, há indícios que no caso da Revolução Francesa tenha ocorrido em torno de agosto de 1795.^{2.65}

As incertezas quanto ao futuro político e a própria necessidade de divisas dos governos agravavam ainda mais o mercado de cambiais, de modo que a depreciação da taxa de câmbio liderava a elevação dos preços e, conseqüentemente, da taxa real de câmbio. No estágio final das crises monetárias, há o fracasso definitivo do sistema *fiat money* com o retorno da circulação das moedas metálicas e indícios de uma valorização da taxa de câmbio real. A superação da crise monetária é feita mediante à uma regressão do sistema monetário, com o colapso da ordem monetária do Estado e fortalecimento do setor privado. Do ponto de vista institucional, a normalidade e a reorganização do sistema monetário e o crédito público só puderam ser restabelecidos com o apoio do setores fortes da economia. Conforme afirma Batista Jr.:^{2.66}

^{2.64} Para a comprovação com base em experiências históricas ver Bernholz, P. (1982), *op.cit.*

^{2.65} *Ibid.*, p. 13.

^{2.66} Batista, P.N., Jr. (1993b), *op.cit.*, p.82-83.

"com a privatização parcial e temporária do direito de emitir moeda primária, ou seja, a decisão do poder público de conferir a um banco privado, especialmente constituído para esse fim, o mandato para assumir algumas das funções do banco central. Arranjos desse tipo resultam de um entendimento entre o Estado e o setor privado, no qual o direito de criar moeda primária, sob certas condições, em substituição ou em paralelo à moeda estatal., tem como contrapartida a obrigação de financiar o Tesouro por algum tempo e dentro de certos limites."

Isso pode ser ilustrado no caso norte-americano, com ajuda de Robert Morris na consolidação da independência e posteriormente com a criação do *The First National Bank of United States*, enquanto que a França pôde contar com a formação dos bancos privados, que iriam preceder o futuro banco central, além do acúmulo de reservas em metais dos territórios conquistados por Napoleão.

3) As Hiperinflações Européias dos Anos 20

Até o século XX, a normalidade dos preços só foi rompida em situações bem determinadas, com uma excessiva emissão de moeda não conversível, motivada principalmente pelo questionamento da existência do próprio Estado que foi incapaz de acomodar a demanda por gastos à disponibilidade orçamentária.

A superação das experiências dos *assignats* e *continentals* só foi possível com a regressão temporária do padrão monetário, caracterizada pelo ressurgimento de espécie em circulação e pela utilização de notas emitidas por agentes privados. Só em um momento futuro, quando restaurada a confiança no Estado, que seria organizado um banco central para gerir a moeda nacional. Nas hiperinflações clássicas dos anos 20, a estabilidade monetária se romperia de forma mais violenta, de forma que o aumento dos preços seria muito mais explosivo e destrutivo.

Com a maciça necessidade de recursos para a manutenção dos esforços da Primeira Guerra, suspendeu-se a conversibilidade da moeda na maioria dos países europeus, de modo que os preços se elevaram por toda Europa. Os preços por atacado na Alemanha, Grã-Bretanha e França, ao final de 1918, eram respectivamente 2,45; 2,30 e 3,53 vezes os níveis que vigoravam no início do conflito ^{3.1}. Contudo, a inflação era considerada como um fenômeno efêmero, anormal e as expectativas quanto ao futuro do nível de preços eram inelásticas às variações correntes. A sociedade acreditava que, cedo ou tarde, as moedas retornariam à paridade-ouro, mantida no período de paz, ato de fé que alimentaria os movimentos especulativos de capitais por toda Europa. ^{3.2}

Em 1925, a Grã-Bretanha retorna ao padrão-ouro na paridade vigente no início da guerra; como consequência a libra apresentou uma valorização que, para a manutenção do equilíbrio, exigia uma deflação; contudo a rigidez dos preços levou o país a uma profunda recessão que detonou a reação dos movimentos trabalhistas. Após

^{3.1} Graham, F. *Exchange, Prices and Production in Hyperinflation: Germany, 1920-23*. Nova Iorque: Princeton University Press, 1930. p.6

^{3.2} Liga das Nações. *International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period*, 1944. p. 113.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

um longo período de depreciação, o franco estabiliza-se, entre 1926 e 1928, com um nível de preços quatorze vezes superior a 1914 ^{3.3}. Graças às medidas de contenção monetária, esses países puderam restabelecer a credibilidade da sua moeda e escapar da inflação, ao contrário dos países apresentados no Quadro 3.1.

QUADRO 3.1: AS HIPERINFLAÇÕES CLÁSSICAS DOS ANOS 20					
	ÁUSTRIA	LEMANHA	HUNGRIA	POLÔNIA	RÚSSIA
INÍCIO	OUT/1921	AGO/1922	MAR/1923	JAN/1923	DEZ/1921
FINAL	AGO/1922	NOV/1923	FEV/1924	JAN/1924	JAN/1924
DURAÇÃO	11 meses	16 meses	12 meses	13 meses	26 meses
MÉDIA MENSAL	47,1%	322,0%	46,0%	81,4%	57,0%
MÁXIMA MENSAL	134,0%	32400,0%	98,0%	275,0%	213,0%

Fonte : Cagan, P. (1956, p. 26)

A despeito da particularidade de cada experiência, pode-se afirmar que a reconstrução da Europa exerceu temporariamente, na maioria dos países europeus, um importante papel no recrudescimento inflacionário. Devastados pelo conflito, com uma vasta quantidade de ajustes necessários para a recuperação da atividade agrícola e industrial e com as contas públicas em frangalhos, os países requeriam pesados investimentos que criavam pressões adicionais sobre os gastos públicos.

Da identidade macroeconômica, sabe-se que isto só poderia ser feito mediante aumento de poupança interna e/ou com a ajuda de recursos externos. No primeiro caso, seria necessária a redução do consumo doméstico de maneira que se liberassem recursos para a formação de capital, enquanto o apoio externo se mostrava muito inadequado às necessidades dos países. Se a reconstrução fosse realizada por esforço doméstico, seria necessário que a mesma fosse financiada via taxação e/ou poupança. Como a devastação da guerra tivera reduzido fortemente o padrão de vida da população, a arrecadação de recursos através de impostos se tornava politicamente quase que inexequível.

^{3.3} Ver Sargent, T. (1986). *Rational Expectations and Inflation*. Nova Iorque: Harper & Row; Zini, A.A., Jr, "Hyperinflation, Credibility, and Stabilization", Universidade de São Paulo, 1994, São Paulo, p. 39-51, mimeo. Para Grã-Bretanha ver Keynes, J.M. (1925), *The Economic Consequences of Mr Churchill*, 1. ed., *Essays in Persuasion*, Londres: Macmillan, 1972.

Pela ausência de poupança voluntária da população e pela configuração de preços relativos das economias, só restava aos governos a utilização do imposto inflacionário como fonte de financiamento. A superação do desequilíbrio macroeconômico exigia a geração de excedentes superiores aos oferecidos pela taxa de poupança voluntária, que só poderia ser obtida através da inflação. A aceleração dos preços serviria para ajustar as demandas inconsistentes entre o governo e o setor privado.^{3.4}

É fato que a inflação contribuiu substancialmente para a reconstrução da Europa, mas isto só se fez possível enquanto os agentes econômicos não anteciparam a elevação preços, como observou Keynes:^{3.5}

"A experiência mostra que o público é geralmente lento para captar a situação e adotar o remédio. Na realidade, inicialmente ele pode tomar a direção errada, o que facilita as operações do governo. O público que está tão acostumado a acreditar na moeda, que quando os preços começam crescer, pensa que o aumento deve ser temporário e guarda a moeda, postergando suas compras, e com isto demandando um volume de encaixes reais maior que o de costume."

Nesta primeira fase, que vai desde a suspensão da conversibilidade com a eclosão do conflito até o início da reconstrução do pós-guerra, a expansão monetária é mais rápida que a aceleração dos preços e a variação da taxa de câmbio. O déficit do governo e o desconto dos títulos públicos expandem a oferta monetária que leva à depreciação da moeda. Inicialmente, não há redução dos encaixes reais; contudo, em um determinado instante os agentes econômicos passam a antecipar o processo, ajustando a sua demanda por moeda. A partir deste momento, a inflação começa a

^{3.4} Liga das Nações. *The Course and Control of Inflation: A Review of Monetary Experience in Europe after World War I*. Genebra, 1946. p. 3-10.

^{3.5} Keynes, J.M. (1924). *A Tract on Reform Monetary*. Nova Iorque: Harcourt, Brace & Co., p. 50-51.

perder o seu poder de formação de capital e a reduzir os recursos disponíveis à reconstrução econômica.

A partir deste segundo momento, de modo a proteger a sua renda, os agentes fogem da moeda em busca de outras alternativas. A inflação entra em um processo explosivo que torna o sistema de preços confuso, interferindo no funcionamento do mercado. A expansão da crise destrói a moeda como unidade de conta e a sociedade se vê obrigada a criar mecanismos para permitir a celebração dos contratos, indexando as negociações às variações de preços de ativos mais estáveis. Pela incerteza, a vida econômica fica prejudicada, comprometendo a eficiência produtiva e, conseqüentemente, a recuperação econômica. Nos casos mais extremos, a moeda passa a ser repudiada até como meio de pagamento: ápice do processo destrutivo. A observação das experiências históricas confirmará que, neste segundo estágio, a expansão monetária é menor que a elevação dos preços e o aumento da oferta de moeda passa a ser um fator sancionador da inflação.

Resumindo, inicialmente o imposto compulsório recolhido pela inflação cria recursos adicionais para a reconstrução, de maneira que durante essa fase a inflação comporta-se de forma moderada. Na segunda, a explosiva, o imposto inflacionário vai se tornando menos efetivo, a medida que os agentes econômicos vão se adaptando à aceleração dos preços, reduzindo a demanda por encaixes reais e retraindo a base para a tributação. Como nas experiências anteriores ao século XX, as hiperinflações clássicas dos anos 20 demonstram claramente a distinção das duas fases do processo inflacionário. O déficit público surge como a fonte inicial de pressão inflacionária que pode levar a mais profunda crise monetária e de confiança no Estado.

Os países, que estabilizaram os seus preços sem alcançar o segundo estágio, recorreram à prática de uma política fiscal e monetária restritiva, que reverteram a rota hiperinflacionária. Por que Áustria, Alemanha, Hungria, Polônia e Rússia não o fizeram? Teriam sido os governos irresponsáveis ou algum choque teria impedido que os

países tivessem se ajustado, e consequentemente impulsionando a economia para um novo estágio inflacionário? ^{3.6}

Adeptos da primeira linha, ligados à Teoria Quantitativa da Moeda, viam a inflação como fruto da indisciplina fiscal que gerava uma excessiva oferta monetária e aumentava os preços internos, que levaria a depreciação da taxa de câmbio. Bresciani-Turroni foi a melhor expressão dessa visão, que seria formalizada pelo trabalho empírico de Cagan. ^{3.7}

Já a outra linha, ligada à Teoria do Balanço de Pagamentos, apontava a situação adversa na área internacional que pressionava a taxa de câmbio, elevando o preço dos produtos importados que, por sua vez, era disseminado para os preços internos, forçando as autoridades a expandir a oferta monetária para não prejudicar a atividade econômica. Entre os adeptos desta linha estavam não só economistas dos países envolvidos, como o alemão Helfferich e o austríaco Walres de Bordes, mas também de outra origem, como o americano Graham e o francês Nogaro. ^{3.8}

Como agravante, as profundas reformas políticas, que expandiram a força dos sindicatos, criaram mais dificuldades no lado externo. A luta pela recuperação das perdas salariais incorridas com a guerra, produzia uma rigidez no sistema econômico, gerando tensão inflacionária. Os aumentos salariais conseguidos pela classe trabalhadora eram diretamente repassados aos preços, formando uma espiral inflacionária entre preços e salários que impedia o ajuste da taxa de câmbio real ao nível adequado para o cumprimento das exigências do acordo das reparações de guerra. ^{3.9}

^{3.6} Para o debate ver: Helfferich, C.L. *The German Inflation, 1914-1923*. Berlim: Walter Gruyter, 1986. Merkin, G., "Towards a Theory of the German: Some Preliminary Observations", in G.D. Feldman et al (orgs.), *The German Inflation Reconsidered, A Preliminary Balance*, Berlim: Walter de Gruyter, 1982.

^{3.7} Bresciani-Turroni, C. *The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany*. Londres: Allen & Unwin, 1937. Cagan, P. "The Monetary Dynamics of Hyperinflation" in M. Friedman, M. (org), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press, 1956.

^{3.8} Helfferich, K. *Money*. Nova Iorque: August M. Kelley. Walres de Bordes, J.V. *The Austrian Crown its Depreciation and Stabilization*. Londres: P.S. King, 1924. Graham, F., *op. cit.*, Nogaro, B. *Modern Monetary Systems*. Londres: P.S. King, 1927.

^{3.9} Helfferich, K., *op. cit.*, p.597.

3.1) Os Relatos Históricos

Este capítulo estará dividido em quatro partes. A primeira parte conterá um breve relato das experiências da Áustria, Hungria, Alemanha e Polônia. A segunda parte, discutirá a *rationale* para a existência da inflação. Partindo de uma premissa positivista, se discutirá a possibilidade de uma taxa de inflação ótima que maximize a função objetivo do governo, ou melhor, de maximizar a arrecadação de senhoriagem. Diante da improvável veracidade dos modelos de senhoriagem, a terceira parte, estará atenta à relação entre moeda, preços e taxa de câmbio em processo de alta inflação. Particularmente, realçar-se-á o papel da taxa de câmbio nos programas de estabilização que estancaram a hemorragia inflacionária na Áustria, Hungria, Alemanha e Polônia. Por fim, com base nos casos descritos, a última seção centra-se-á na discussão se a âncora cambial é uma condição necessária ou suficiente na estabilização dos preços.

3.1.1) Áustria e Hungria

A dissolução do Império Austro-Húngaro teve influência nos rumos hiperinflacionários que seriam tomados por Áustria e Hungria. Formado pela união do Império Austríaco dos Habsburg com a Monarquia Húngara em 1867, o império funcionava como uma zona de livre comércio e união monetária. Embora tivessem autonomia orçamentária e administrativa, as regiões contavam com políticas comercial, externa e de defesa conjuntas ^{3.10}. Os gastos orçamentários de ambos países quase sempre excederam as receitas dos governos, de modo que, entre 1894 e 1913, a dívida pública da Áustria e Hungria aumentou cerca de 50%. ^{3.11}

Estabelecido desde 1878 e com duas filiais em Viena e Budapeste, o Banco Austro-Húngaro detinha o direito exclusivo para a emissão da moeda que circulava por todo império. Em 1892, ainda que não legalmente, o banco foi incumbido de estabelecer como meta para janeiro de 1900 uma taxa de conversão de 1 kg de ouro para 3.280 coroas. Segundo os estatutos do banco, o volume de notas em circulação nunca deveria exceder a 40% das reservas mantidas em ouro. ^{3.12}

Embora não houvesse conversibilidade de fato, certamente ela seria possível dada a plena confiança que os agentes tinham na manutenção do poder de compra da moeda. Apesar da acumulação da dívida pública, a atuação do Banco Austro-Húngaro era vista como modelo de administração monetária, já que praticamente na economia só se circulava papel-moeda, enquanto que as reservas da nação se mantinham bem garantidas pelo banco. ^{3.13}

Em agosto de 1914, com o início da primeira guerra, o Banco Austro-Húngaro começa a conceder adiantamentos ao Tesouro. O grau de cobertura de 40% é

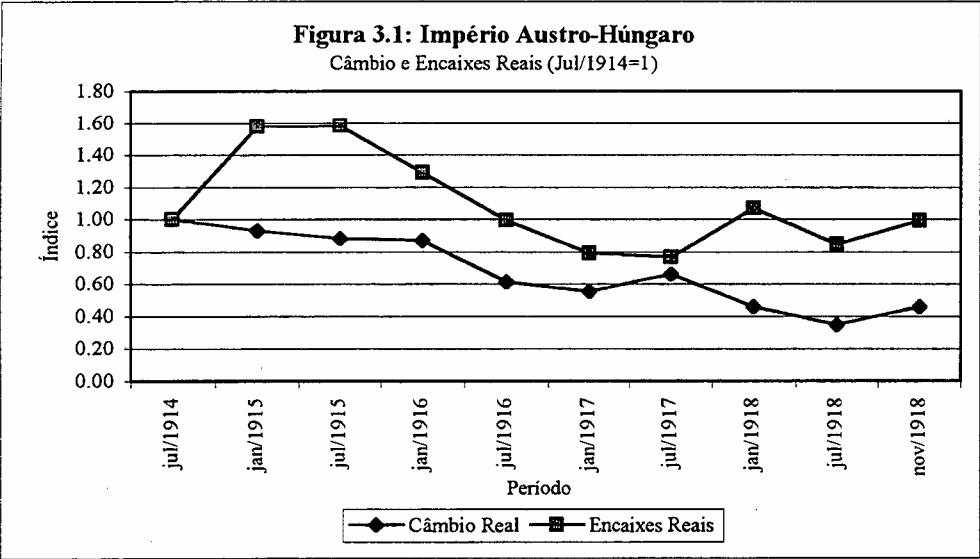
^{3.10} Pasvolsky, L. *Economic Nationalism of the Danubian States*. Nova Iorque: Macmillan, 1928. p.3-4.

^{3.11} *Idem*, p.15-16.

^{3.12} Garber, P. e M. Spencer. *The Dissolution of The Austro-Hungarian Empire: Lessons for Currency Reform. Essays in International Finance* 191, fev., p.5, 1994.

^{3.13} Wight, E., "European Currency and Finance", in J. P. Young (org), *European Currency and Finance*, Washington: Comissão de Ouro e Prata, United States Senate, 1925, vol. 2, p.10.

suspenso e passa-se a usar as reservas para obtenção de fundos e emitir notas de pequena denominação, de modo que as mesmas passam a substituir as moedas metálicas. Uma outra prática, muito disseminada para financiar o governo, era o desconto de títulos públicos mantidos pelos agentes privados.^{3.14}



Fonte: Walres de Bordes (1924, p.46-47;82-83;114-115) para notas em circulação, índice de custo de vida e taxa de câmbio em dólar e Young (1925,p.437) para o índice de preços por atacado dos E.U.A.

Até o final da guerra, as reservas mantidas pelo banco se reduziram fortemente e o déficit público foi monetizado, provocando uma aceleração inflacionária, embora não houvesse uma redução na demanda real por moeda e uma apreciação da taxa de câmbio real, como mostram o Quadro 3.2 e a Figura 3.1. Assim, terminada a guerra, o Império Austro-Húngaro estava na primeira fase do processo inflacionário com os agentes econômicos se comportando como se a elevação dos preços fosse passageira e sem a perda de confiança no poder de compra da moeda.

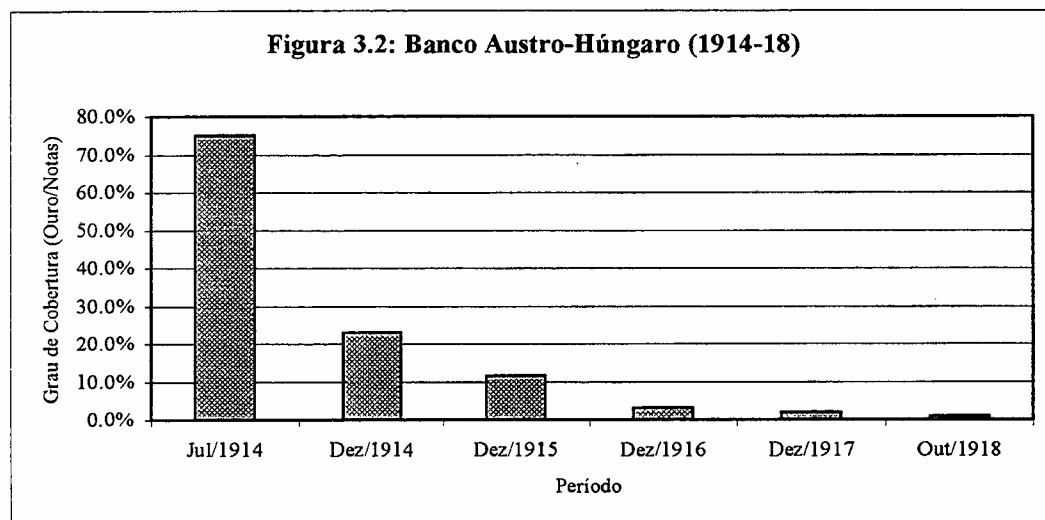
^{3.14} *Idem.*, p.11.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

QUADRO 3.2: IMPÉRIO AUSTRO-HÚNGARO (1914-1918)			
ÍNDICES- Jul/1914 =100			
PERÍODO	ESTOQUE DE MOEDA	ÍNDICE DE DE CUSTO DE VIDA	DEPRECIAÇÃO DA COROA
Jul/1915	245	173	135
Jul/1916	320	129	162
Jul/1917	493	396	227
Jul/1918	930	817	198

Fonte: Walres de Bordes (1924, p.46-47,82-83,114-15)

Ao final da guerra é detonado um processo de desintegração do Império. Em 15 de outubro de 1918, Croácia e Eslovênia se declaram independentes. Bósnia-Herzegovina e Vojvodina unem-se ao Reino Sérvio e, em dezembro, forma-se o Reino dos Sérvios, Croatas e Eslovênios. Em 20 de outubro é proclamada a independência do Estado Checo-eslovaco, compreendendo a Boêmia, Morávia, Eslováquia e parte da Galícia. Em 12 de novembro é criada a República Germano-Austríaca com cerca de metade do território do Império Austríaco e, no dia 16 é, proclamada a República Húngara, com uma grande perda de territórios para a Romênia.



Fonte: Pasvolsky, L. (1928, p.29)

Áustria

Criada em novembro de 1918, de imediato a Áustria deparou-se com graves problemas estruturais. Afora a ampla destruição da base industrial, enfrentava um embargo econômico, tanto dos adversários como dos ex-aliados, que aviltava os problemas com abastecimento. A desmobilização da indústria da guerra elevou a taxa de desemprego a patamares sem precedentes. Havia problemas com a geração de energia já que as jazidas carboníferas eram praticamente inexistentes no novo território austriaco. Se não bastassem tais problemas, o novo governo teve que arcar a absorção da máquina burocrática do Império Austro-Húngaro e com a avidez dos aliados para o recebimento das reparações de guerra. Assim, a Comissão de Reparações detinha um "cheque em branco" contra os ativos e receitas do governo austriaco.^{3.15}

De forma a enfrentar a crise social, o governo elevou os gastos com a concessão de subsídios à alimentação e se valeu da prática de preços e tarifas irrealistas. A situação orçamentária era um caos, obrigando a monetização do déficit, o que criava um impasse, já que os outros novos Estados apresentavam necessidades distintas de financiamento e consequentemente arrecadavam diferentes volumes de senhoriagem. A impossibilidade de atender os diversos interesses impediu que se mantivesse uma moeda comum. Assim, a partir de janeiro de 1919, irrompeu-se uma série de reformas monetárias por todo o ex-Império Austro-Húngaro.^{3.16}

Em março, a Áustria estampa suas coroas e as declara como único *legal tender* em seu território. Apesar da medida, muitos austriacos preferiram não estampar as velhas coroas. Uma das razões era o receio de uma futura taxaço, enquanto que a outra se referia a possibilidade de se auferir ganhos com arbitragem, dada a sua aceitação em outros países. Por fim, como as estampas eram facilmente forjadas, muitos

^{3.15} Ver: Walres de Bordes, J.V., *op.cit.*, p.5-11. Pasvolsky, L., *op. cit.*, p. 96-98,103. Franco, G.H.B.(1989a). "Hyperinflations: the experience of the 1920's reconsidered", Pontificia Universidade Católica, Rio de Janeiro, mimeo.

^{3.16} Garber, P.H. and M.C. Spencer, *op.cit.*

aguardavam uma melhor oportunidade para fazê-las. Havia, dessa forma, um mercado paralelo para a negociação das velhas coroas que apresentaram, durante um determinado período, um prêmio em relação às notas estampadas.^{3.17}

A dramaticidade dos problemas austríacos era tanta que até se questionava a viabilidade econômica da existência do país. Em março de 1919, o ministro socialista Otto Bauer propõe e a Assembléia Nacional Constituinte aprova a união com a Alemanha (*Auschluss*). Contudo, devido ao temor de possíveis represálias, a aliança não se concretiza. Finalmente, em setembro, a perspectiva da unificação é descartada com o Tratado de Saint Germain e o estabelecimento das questões das reparações, das fronteiras, da distribuição das dívidas do Império e a liquidação do Banco Austro-Húngaro.

O Quadro 3.3 mostra que, no período entre 1919 e 1922, o déficit foi na média superior a 50% dos gastos do governo. Não dispondo de fontes de financiamento, o governo continuou a prática de monetizar o déficit público via desconto de títulos. A irrealista taxa nominal de juros cobrada nos descontos e empréstimos, cerca de 6 a 9% ao ano, surgia também como fator acelerador da expansão monetária. Diante da inexistência de um cenário que indicasse uma mudança na situação, a coroa continuou se depreciando e a inflação se acelerando.^{3.18}

QUADRO 3.3: ÁUSTRIA EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA (em milhões de coroas)				
ORÇAMENTO	I RECEITAS	II GASTOS	III DÉFICIT	III/II (%)
1/Jan/-30/Jun/1919	1.339	4.043	2.704	66,9%
1/Jul/1919-30/Jul/1920	6.295	16.873	10.578	62,7%
1/Jul/1920-30/Jul/1921	29.483	70.601	41.118	58,2%
1/Jul/1921-30/Jun/1922	24.073	49.496	25.423	51,4%
1/Jan/-31/Dez/1922	209.763	347.533	137.770	39,6%

Fonte: Walres de Bordes(1924,p.22)

^{3.17} Marz, E. *Austrian Banking and Financial Policy: Creditanstalt at a Turning Point* Londres:

Weidenfeld and Nicolson, 1984. p.328.

^{3.18} Young, J.P., *op. cit.*, vol. II, p.2.

A depreciação da coroa continha um componente expectacional, ou seja, variava conforme os indícios da aprovação de um acordo externo para a estabilização. A criação da seção austríaca da Comissão de Reparações, em fevereiro de 1920, criou expectativas positivas de maneira que até julho a coroa se apreciou. Contudo, como a ajuda não foi concretizada, a coroa voltou a se desvalorizar. Um passo concreto foi tomado, quando a Comissão de Reparações propôs o chamado *Goode Scheme*. Embora rejeitado, o plano mostrava que os aliados estavam atentos ao problema austríaco. Em março de 1921, o governo apela novamente por ajuda, tem sua proposta bem acolhida e os aliados se dispõem a renunciar temporariamente os direitos que lhes foram concedidos pelo Tratado de Paz, caso a Áustria cumprisse os termos que seriam estabelecidos pela Liga das Nações.^{3.19}

Em junho de 1921, a Liga das Nações forma uma comissão de *experts* que elabora um programa de estabilização baseado na concessão de um grande empréstimo. As linhas básicas do programa eram: o relaxamento temporário das obrigações com as reparações de guerra, o casamento dos empréstimos externos com receitas do governo, a criação de um banco central independente, um compromisso com as metas orçamentárias, a exigência de poderes especiais ao governo e a supervisão das Liga das Nações^{3.20}. Embora austero, o plano foi bem recebido pelos partidos políticos, de modo que a sua negociação prosseguiu, ainda que de forma lenta e dolorosa, com a contínua redução da demanda real por moeda e a aceleração da inflação (ver Figuras 3.3 e 3.4).

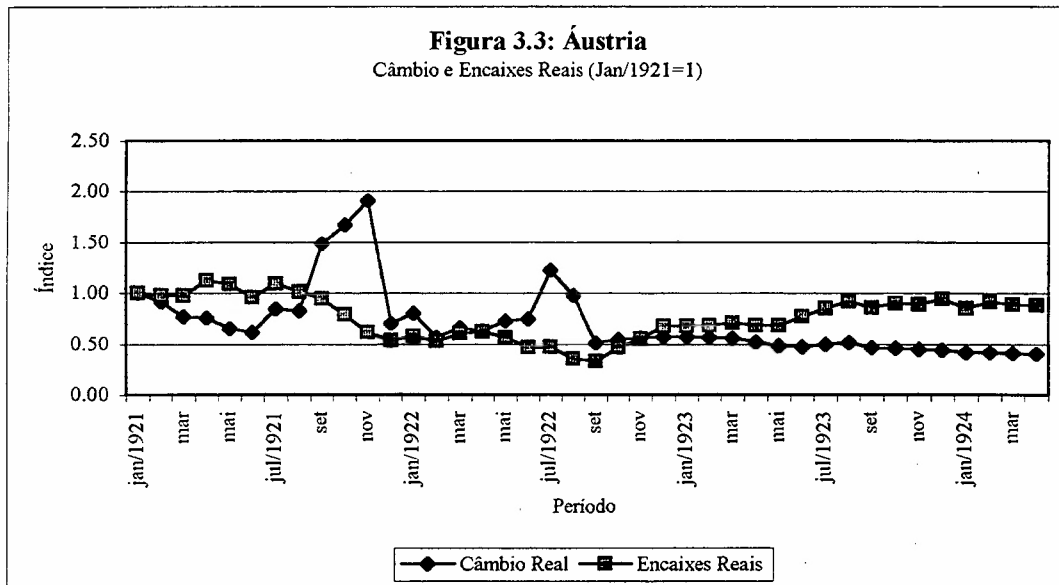
Alguns passos importantes foram tomados em busca da estabilização, sendo o término dos subsídios aos alimentos, entre novembro e dezembro de 1921, o mais importante. Em março de 1922, a taxa de câmbio foi estabilizada por um mês, graças ao auxílio de um empréstimo inglês de 2 milhões de libras. Contudo, isto não foi

^{3.19} Franco, G.H.(1989a), *op. cit.*, p.198-99.

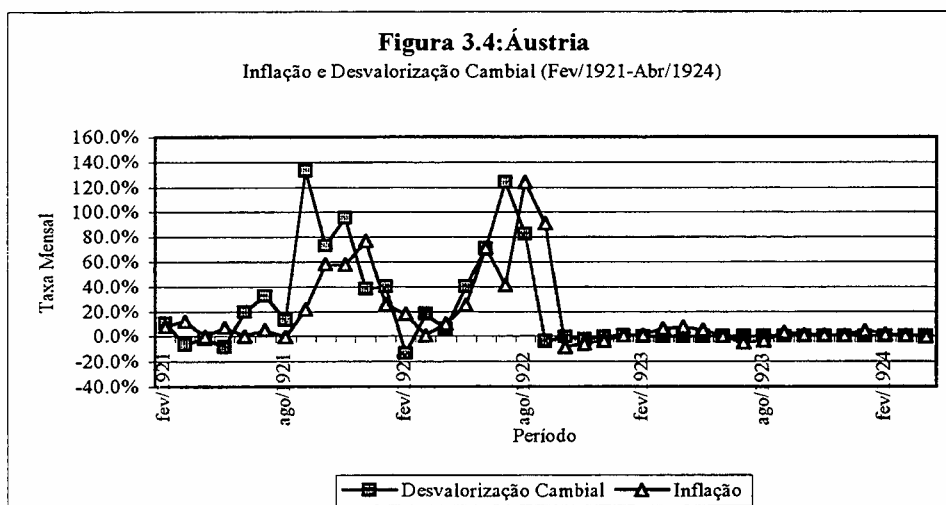
^{3.20} Spencer, P.H. and Garber, M.C., *op. cit.*, p.31.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

suficiente para se atingir uma estabilização duradoura e a economia acaba entrando numa rota hiperinflacionária.^{3.21}



Fonte: Warres de Bordes 91924, p.46-50;82-83;115-119) para notas em circulação, índice de custo de vida e taxa de câmbio em dólar e Young (1925,p.437) para o índice de preços por atacado dos EUA.



Fonte: Walres de Bordes (1924,p.82-83;115-139)

^{3.21} Dornbusch, R. e Fischer, S.(1986). Stopping Hyperinflation: Past and Present. *Weltwirtschaftliches Archiv* 122, p.13.

Dado o temor da sua absorção pela Alemanha ou a sua transformação em um estado vassalo da Itália, a crise austríaca toma contorno internacional. Em maio de 1922, o chanceler conservador Seipel obtém, através da coalisão dos partidos de direita, uma ampla maioria do parlamento que lhe dá uma grande poder de força para a execução das reformas. Aproveitando-se astutamente dos receios da comunidade internacional, Seipel consegue, em agosto, que a Liga das Nações acenasse com a possibilidade de acordo para a reforma financeira da Áustria.^{3.22}

No dia 25 de agosto, o dólar alcançou seu nível máximo, chegando a 83.600 coroas. Entretanto, nos dias seguintes declina um pouco e o governo consegue estabilizar a coroa. Os preços, entretanto, continuam a subir por um mês ainda até que, em outubro, começam a cair. A estabilização é atingida abruptamente e surpreendentemente, como descreve Walres de Bordes:^{3.23}

"A impressão que estes eventos tiveram sobre o povo austríaco, não pode ser facilmente compreendida por aqueles que não tiveram experiência pessoal da opressão que uma rápida depreciação da moeda impinge sobre a população. As pessoas não ousavam acreditar que a salvação tinha realmente chegado."

Na realidade, a estabilização da coroa se fez através da intervenção do Banco Austro-Húngaro no mercado cambial com o controle das operações cambiais e com a limitação do desconto de títulos. Durante as negociações do Tratado de Genebra, a oferta de reservas internacionais superaria a demanda. Contudo, até que o mesmo fosse concretizado, houve um grande desapontamento e ceticismo que reduziu expressivamente a oferta de reservas.^{3.24}

O Quadro 3.4 mostra que a posição de reservas foi bastante frágil durante os primeiros meses da estabilização, de maneira que a taxa de cobertura em reservas das

^{3.22} Yeager, L., *op. cit.*, p.47. Franco, G.H. (1989a), *op.cit.*, p.200-01.

^{3.23} Walres de Bordes, J.V., *op. cit.*, p.29.

^{3.24} *Idem*, p. 202-05.

notas era extremamente baixa e vulnerável aos ataques especulativos. Principalmente, pela grande monetização após a estabilização e pelo fato de que o orçamento ainda não estivesse equilibrado, até novembro, o governo se valeria da monetização do déficit. Finalmente, em outubro, os protocolos são assinados pela Áustria e pelos países aliados. Era garantida a soberania da Áustria, concedido um empréstimo de 650 milhões de coroas-ouro para a sustentação da taxa de câmbio (que viria só em 1923). Para tanto, a Áustria se comprometia a realizar reformas nas áreas fiscal e monetária, com a criação de um banco central independente, a redução do déficit público, a proibição de financiamento do banco central ao Tesouro e a nomeação de um supervisor geral indicado pela Liga das Nações.^{3.25}

Em novembro de 1922, o parlamento austríaco ratifica o acordo e concede poderes especiais ao governo. Aos poucos as reformas vão sendo implementadas, cria-se o Banco Nacional que substituiria a seção austríaca do velho Banco Austro-Húngaro e cessa-se definitivamente a cobertura do déficit do governo via emissão monetária. Esta última medida tem um grande efeito psicológico, de modo que imediatamente após a sua implementação há um forte aumento na oferta de reservas cambiais (ver Quadro 3.4). Simultaneamente, é feito um empréstimo interno de 50 milhões de coroas-ouro ao governo. Com a estabilização, a coroa aprecia-se tanto que se torna uma das moedas européias mais estáveis, ganhando até o apelido de "dólar alpino". Temendo-se movimentos especulativos internacionais e a destruição da indústria nacional, o governo austríaco freia o movimento altista da coroa, intervindo no mercado de câmbio, através da compra do excesso de oferta de cambiais.^{3.26}

Entre outubro e dezembro é empossado o supervisor da Liga das Nações e os governos dos países aliados concordam em renunciar à penhora dos ativos e receitas da Áustria. A partir de 1923, os títulos austríacos conseguem boa aceitação no mercado

^{3.25} Sargent, T. (1982). "The End of Four Big Inflation", in R. Hall (org), *Inflation Causes and Effects*. Chicago: University of Chicago Press. Yeager, L., *op. cit.*, p.53

^{3.26} Walres de Bordes, J.C., *op. cit.*, 205-18. Yeager, L., *op. cit.*, p.48.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

internacional, e o governo consegue levantar os fundos necessários para equilibrar o orçamento ^{3.27}. Na área fiscal, há a elevação dos impostos indiretos, um realinhamento dos preços e tarifas, a demissão de 85.000 funcionários públicos, a ratificação das perdas nas pensões e aposentadorias devido a hiperinflação e uma melhoria na eficiência da arrecadação fiscal (ver Figura 3.5), ainda que o superávit fiscal só fosse atingido em 1925. ^{3.28}

QUADRO 3.4: AUSTRIA (em mil dólares)			
DATA	OFERTA MONETÁRIA	RESERVAS INTERNACIONAIS	GRAU DE COBERTURA
1/ ago/ 1922	29.877	6.637	22,2%
31/ago/1922	23.008	3.604	15,7%
30/set/1922	31.887	5.179	16,2%
31/out/1922	41.593	3.804	9,2%
18/nov/1922	44.721	3.517	7,8%
30/nov/1922	47.849	8.134	17,0%
31/dez/1922	57.122	18.896	33,2%
31/jan/1923	57.542	15.494	26,9%
28/fev/1923	58.912	15.568	26,4%
31/mar/1923	62.428	19.908	38,9%
30/abr/1923	64.083	21.183	33,0%
31/mai/1923	67.719	24.570	36,3%
30/jun/1923	76.057	36.477	48,0%
31/jul/1923	79.578	42.280	53,1%

Fonte: Franco, G. (1989, p.204)

A realocação das atividades cria uma crise econômica e um aumento na taxa de desemprego, a despeito da expansão do produto real da economia. Na verdade, o que se tem é a dificuldade em se distinguir quanto do desemprego foi fruto da destruição da guerra e quanto foi resultante da adoção do programa da Liga das Nações. ^{3.29}

Promove-se simultaneamente à estabilização dos preços, uma drástica redução do crédito, de modo que as taxas reais (*ex post*) representavam mais que 200% ao ano. Mesmo com o súbito aumento da taxa real de juros, o índice da bolsa de valores

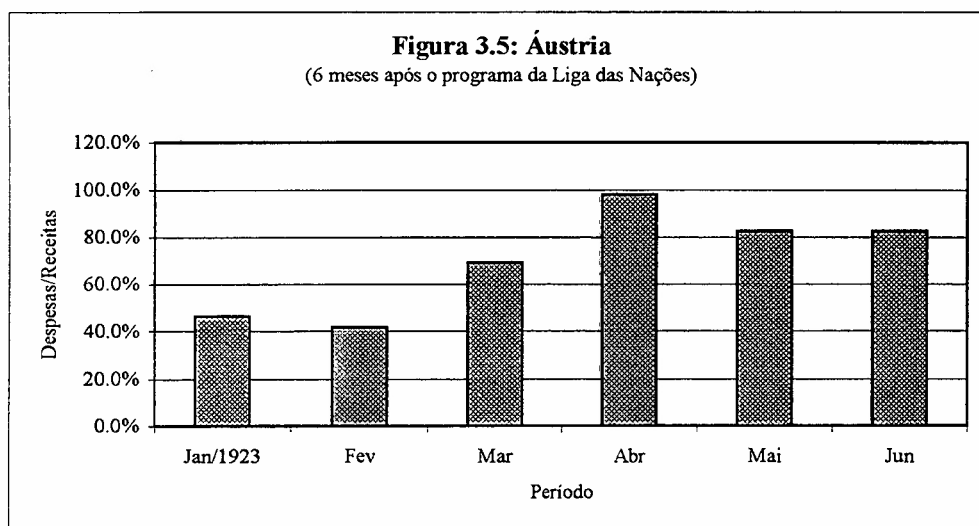
^{3.27} Yeager, L., *op. cit.*, p.50.

^{3.28} Stadler, K.R. *Austria*. Nova Iorque e Washington: Praeger, 1971. p. 121-23. Sargent, T., *op. cit.*, p.53 aponta o número de demissões como 100.000, que na realidade era o estimado pela Liga das Nações.

^{3.29} Wicker, E. (1986), Terminating Hyperinflation in the Dismembered Habsburg Monarchy. *American Economic Review* 76 (3).

apresentou uma elevação, provavelmente como consequência da valorização da coroa e da repatriação de capital para Áustria.^{3.30}

A valorização da coroa aumentou os salários reais, deteriorando a competitividade externa austríaca. A conta das transações correntes apresentou déficits persistentes por toda a década de 20, cerca de 8,4 % durante 1924-1926 e 6,1 % em 1927-1928. Dada a ênfase ao lado monetário, o programa da Liga das Nações nada contribuiu para os ajustes estruturais.^{3.31}



Fonte: Franco, G.(1987)

Em janeiro de 1923, com o novo banco entrando em operação, restabelece-se a conversibilidade da coroa em ouro, com um grau de cobertura de apenas 20%. Ao final de 1924, é feita uma reforma monetária, na qual a coroa é trocada pelo *schilling* a uma taxa de 10.000 para 1, sinalizando teóricamente o término da estabilização.^{3.32}

^{3.30} Walres de Bordes, *op. cit.*, p.215-17.

^{3.31} Franco, G.H.B. (1989a), *op. cit.*, p.207.

^{3.32} Yeager, L., *op. cit.*, p.52.

Hungria

Com a queda da monarquia austro-húngara e com um território bem reduzido, a Hungria se torna independente em outubro de 1918. De forma semelhante à Áustria, viria sofrer o drama de um processo hiperinflacionário, obtendo também a estabilização com a ajuda técnica e financeira da Liga das Nações. A estabilidade dos preços, contudo, só seria alcançada dois anos depois da austríaca.

Como um país preponderantemente agrícola, a Hungria não teve problemas com abastecimento. Entretanto, enfrentou graves conturbações de ordem sócio-política. Em novembro de 1918, o rei abdica do trono instaurando-se o regime republicano. Em março de 1919, Karolye, o presidente provisório, é derrubado por um golpe comunista liderado por Bela Kun. Há uma grande desorganização financeira e o terror é instaurado. O governo bolchevique permanece no poder apenas por quatro meses, até a invasão da Hungria pelo exército romeno. Algumas semanas depois, as tropas se retiram e o governo nacional é restabelecido pelas mãos do almirante Horthy. Em março de 1920, declara-se formalmente o regime monárquico, com o almirante tornando-se o regente. Por alguns anos ainda, a Hungria teria várias mudanças no governo e enfrentaria duas tentativas do ex-monarca para recuperar o trono. Toda esta instabilidade política prejudicaria a saúde financeira da nação.^{3.33}

O país estava debilitado, não tinha crédito, as receitas estavam abaladas e a moeda se depreciava. Diferentemente da Áustria, a Hungria não era bem vista: considerada uma ameaça à região. Enquanto uma programação de pagamento das reparações nunca foi imposta para os austríacos, sendo até perdoadas em 1930, de pronto se fixou aos húngaros, cerca de US\$ 50 milhões^{3.34}. A Comissão de Reparação exigia uma penhora indefinida em termos de tempo e valor dos ativos do país, que funcionava como um taxa de imposto marginal de 100%. Assim, os empréstimos do

^{3.33} Young, J.P. "Hungary", in J.P. Young (org), *op.cit.*, vol.2, p.106.

^{3.34} Franco, G.H. (1989a), *op. cit.*, p.63-64.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

exterior tornavam-se impossíveis, já que a Hungria não tinha condições de oferecer garantias e o próprio governo se desencoraja a fazer as reformas necessárias à estabilização. Como no caso austríaco, o governo subsidiava preços, salários e pensões e a emissão era feita para cobrir os gastos. Uma fonte adicional de expansão monetária foi o aumento dos empréstimos e desconto de títulos do setor privado a uma taxa de juros extremamente baixa.^{3.35}

QUADRO 3.5: HUNGRIA EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA em milhões de papel coroa				
ORÇAMENTO	I RECEITAS	II DESPESAS	III DÉFICIT	III/II (%)
1920-21	10.520	20.210	9.690	47,9%
1921-22	20.296	26.764	6.468	24,1%
1922-23	152.802	193.455	40.653	21,0%
1923-24	2.168.140	3.307.099	1.138.959	34,4%

Fonte: Pasvolksy (1928, p.299).

Após o término da guerra, circulavam ainda as coroas emitidas pelo banco austro-húngaro. Durante o mandato dos comunistas, estes se apoderam das chapas e emitem notas de pequena denominação e adicionam as "notas brancas" para maiores valores. Prevista pelo Tratado de Saint Germain, a reforma monetária só é realizada em março de 1920, sendo a Hungria o último país do ex-Império a realizá-la. No ato da estampagem, 50% das notas foram retidas como empréstimo compulsório. A retenção seria devolvida posteriormente e o governo honraria parcialmente as emissões dos comunistas, já que as "notas brancas" foram resgatadas a 25% do valor de face^{3.36}. Houve na época também um influxo de notas da Áustria, já que as notas não estampadas por lá sofreram uma maior depreciação, propiciando a arbitragem dos agentes econômicos.^{3.37}

Em 1921, é feita uma tentativa de estabilização, quando Hegedüs se torna ministro das finanças com uma autoridade quase ditatorial. Em agosto começa a operar

^{3.35} Yeager, L., *op. cit.*, p.53.

^{3.36} Young, J.P., *op.cit.*, p.106-07.

^{3.37} Spencer, P.H e M. C. Garber, *op.cit.*, p.17.

o Instituto Estatal da Moeda, emitindo a sua própria moeda em troca das notas estampadas. De acordo com os estatutos da sua criação, não se poderia conceder crédito ao governo. São introduzidos vários tributos, incluindo 20% de imposto sobre o capital. O programa restaurou, momentaneamente, a confiança na moeda, demonstrado pela elevação na demanda real por moeda e pela apreciação da taxa de câmbio. Contudo, em setembro, por dificuldades na organização dos novos impostos, descontentamento político e pela impossibilidade de levantamento de empréstimos externos para cobrir o déficit público, Hegedus renuncia. Em outubro, volta-se à prática de adiantamentos ao Tesouro, com os ativos do Instituto passando a ser cada vez mais constituídos por títulos do governo.^{3.38}

Em abril de 1923, o governo húngaro pede à Comissão de Reparações a liberação das imposições do Tratado de Trianon, de modo que o governo possa utilizar os recursos da nação como lastro para a obtenção de empréstimos externos. A Comissão concorda com a suspensão mas, apenas para casos específicos, e impõe que parte dos fundos fossem destinados ao pagamento das reparações. Porém, o governo foi incapaz de concretizar negócios com a comunidade financeira internacional, impedindo a obtenção de fundos e depreciando a coroa húngara.

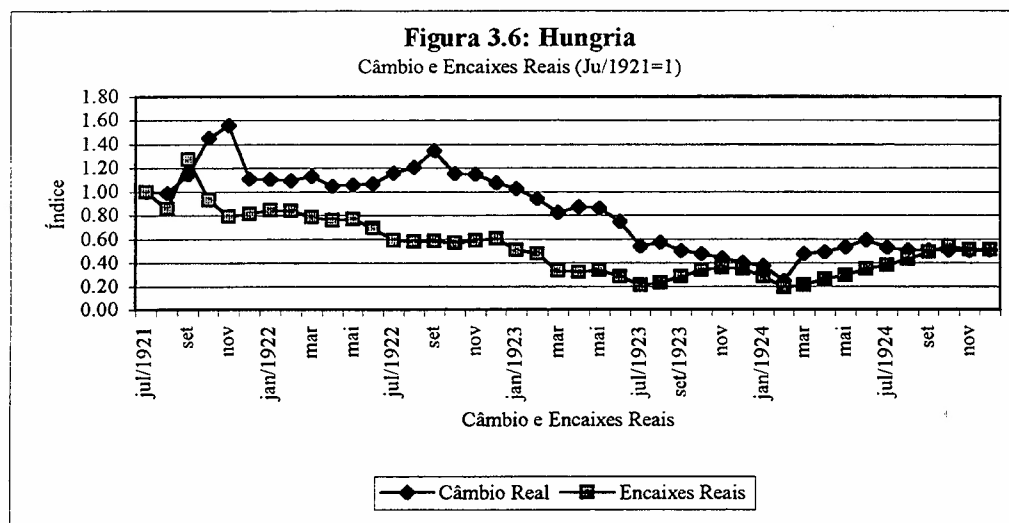
Em julho, com a garantia dos húngaros de uma não intervenção na ordem política da região, Checoslováquia, Romênia e Iugoslávia passam a não interferir nas negociações externas de auxílio à Hungria. Estava aberto o caminho à aplicação do mesmo programa aplicado na Áustria.

Em novembro, a Liga envia uma delegação à Budapeste, submetendo à Comissão de Reparações, em fevereiro de 1924, um plano de estabilização. No mesmo é acordado que durante dois anos e meio os pagamentos deveriam ser suspensos e seria retirada a penhora dos ativos da Hungria.^{3.39}

^{3.38} Yeager, L., *op.cit.*, p.53.

^{3.39} Young, J.P., *op.cit.*, p.119.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20



Fonte: Young (1925,vol2,p.322-23)

Em fevereiro, ainda, o governo indexa a economia a uma cesta de moedas e ativos, de modo a tentar regularizar as relações contratuais e impedir a erosão fiscal provocada pela desvalorização da moeda. Contudo, pela sua impopularidade, o mecanismo sobreviveu apenas por quatro meses e meio.^{3.40}

Em março, é protocolado o acordo em Genebra e o governo faz um empréstimo compulsório indexado, para que se pudesse sustentar a taxa de câmbio. Contudo o volume obtido não foi expressivo. Finalmente, em abril de 1924, aprova-se o acordo em forma de lei.^{3.41}

O plano da Liga incorporava dois protocolos. O primeiro, assinado pela Grã-Bretanha, Itália, Checoslováquia, Romênia e Hungria garantia a soberania política e territorial da Hungria. O segundo, obrigava o país a equilibrar o orçamento e a criar um

^{3.40} Yeager, L., *op.cit.*, p.54.

^{3.41} Franco, G. H.(1989a), *op.cit.*, p.214-15.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

banco central completamente independente do Tesouro. Por fim, seria designado pela Liga, um supervisor geral que monitoraria a execução do programa.^{3.42}

QUADRO 3.6: HUNGRIA (em milhões de dólares)			
DATA	OFERTA MONETÁRIA	RESERVAS INTERNACIONAIS	GRAU DE COBERTURA
junho/1924	31,8	9,7	30,50%
julho	39,4	17,2	43,60%
agosto	47,6	20,3	42,60%
setembro	53,5	21,3	39,80%
outubro	52,3	23,9	45,70%
novembro	57,8	25,7	44,50%
dezembro	58,7	27,3	46,50%

Fonte: Franco, G. (1989, p.215)

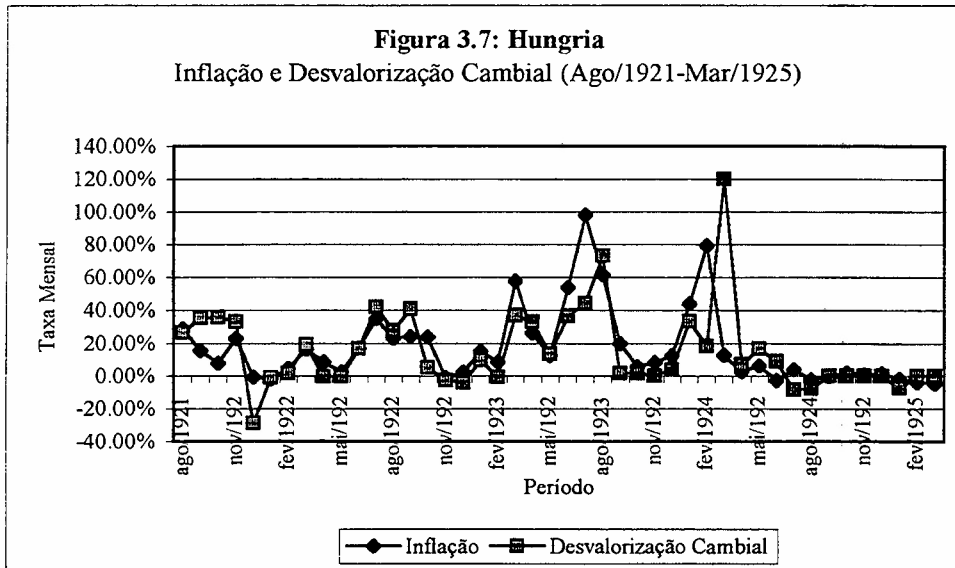
O Banco Nacional Húngaro é criado em abril, com a subscrição do seu capital 50 % em ouro^{3.43}. Começando a operar em junho, com apenas cerca de 30% de cobertura das notas em ouro (ver Quadro 3.6), assumindo os passivos e ativos do Instituto Estatal da Moeda. Empréstimos adicionais e qualquer adiantamento ao governo são proibidos, a menos que o mesmo fosse garantido por reservas em ouro. É levantado um empréstimo de 250 milhões de coroas, para o qual a Hungria deu como lastro as receitas com tarifas aduaneiras, com os monopólios do sal, tabaco e do imposto sobre o açúcar.

Todavia, em abril, banqueiros norte-americanos se recusam a oferecer um *tranche*. O Banco da Inglaterra é que adiantaria um empréstimo de volume considerável que permitiria a estabilização, condicionando, entretanto, a manutenção da paridade da coroa com a libra esterlina. Assim, em julho, o banco central passa a manter uma taxa de 346.000 coroas por libra esterlina. Naquele momento, diferentemente do dólar, a libra não seguia o padrão-ouro. Com a volta da Grã-Bretanha a tal sistema, a coroa apreciou-se em relação às demais moedas, favorecendo a obtenção de mais crédito externo.^{3.44}

^{3.42} Sargent, T. (1982), *op.cit.*, p.62.

^{3.43} Young, J.P., *op.cit.*, p.120-121.

^{3.44} Pasvolski, L., *op.cit.*, p.214-15; Franco, G.H.(1989a), *op.cit.*, p.215.



Fonte: Young (1925, vol 2, p.322-23)

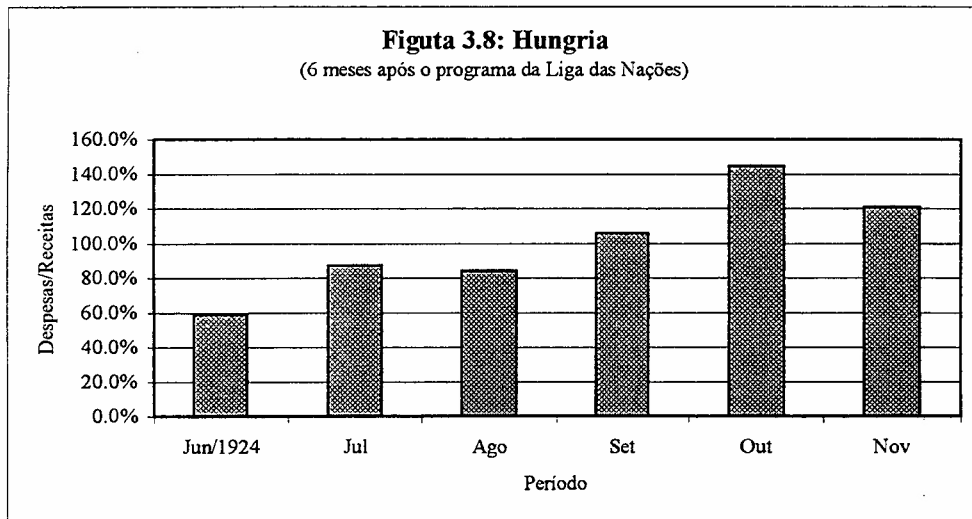
A moeda húngara alcançou a sua desvalorização máxima em junho de 1924; após isto a inflação tem um fim súbito. O governo promove um corte de despesas e um aumento de impostos, assim logo as contas são equilibradas (ver Figura 3.8). Há uma elevação da taxa de desemprego e, diferentemente do caso austríaco, não tem –se indicativo do comportamento do produto real da economia ^{3.45}. A taxa de juros mensal só se reduz gradualmente de 18% em julho de 1924 para 15,5% em maio de 1925, 10.5% em novembro e 8% em outubro de 1926.

O ajuste é promovido de forma mais rápida que o planejado e num espaço de tempo menor do que na Áustria. Por fim, em 1925, é realizada uma reforma monetária criando o *pengo* conversível e com uma paridade entre 12.500 coroas e 17 1/2 centavos americanos ^{3.46}. Após a estabilização, a taxa de juros real sobe e o desemprego se situa, no segundo semestre de 1924, ao redor de 15% dos trabalhadores

^{3.45} Wicker, E. (1986), *op. cit.*, p.356.

^{3.46} Yeager, L., *op.cit.*, p.55.

sindicalizados. Como na Áustria, o fluxo de capital externo serviu para acomodar o déficit comercial estrutural da Hungria por toda a década de 20.^{3.47}



Fonte: Franco, G. (1987, p.365)

^{3.47} Franco, G.H.B.(1989a), *op. cit.*, p. 216-17.

3.1.3) Alemanha

Com o início da guerra, a Alemanha suspendeu a conversibilidade da sua moeda e passou a financiar o déficit com títulos de dívida flutuante. Destes uma parte eram descontados junto ao *Reichsbank* e os demais vendidos ao público em geral. Por todo período, a depreciação do marco foi baixa e menor que a variação dos preços que, por sua vez, foi inferior à expansão monetária. Como no Império Austro-Húngaro, o público não reduziu a sua demanda real por moeda (ver Quadro 3.7).

QUADRO 3.7: ALEMANHA (1913-1918)			
ÍNDICES			
PERÍODO	EXPANSÃO MONETÁRIA	INFLAÇÃO	DEPRECIAÇÃO DO MARCO
1913	100	100	100
1914	116	106	102
1915	147	142	116
1916	172	154	131
1917	245	186	157
out/1918	440	239	157

Fonte: Bresciani Turroni, C. (1937,p.25)

O final do conflito trouxe o colapso do regime imperial e uma relutante ascensão ao poder dos partidos democráticos no *Reichstag*. Coube ao governo republicano arcar com a impopularidade dos termos de negociação da paz, de modo que seus representantes são taxados pela opinião pública, como os "criminosos de novembro". A constituição da República de Weimar nasceria imobilizada, incapaz de fazer uma reforma fiscal adequada às necessidades do novo Estado alemão. O poder estava fracionado e o nacionalismo exarcebado pelas imposições do Tratado de Versalhes. Contudo, o pior estaria por vir. Como aponta o historiador Bullock:^{3.48}

" A inflação... destruiu as bases da sociedade alemã, de uma forma que nem a guerra, nem a revolução de novembro de 1918, nem o Tratado de Versalhes haviam feito. A verdadeira revolução na Alemanha foi a inflação, pois não destruiu apenas a moeda e a propriedade, mas a fé na propriedade e no significado da moeda. A violência dos ataques

^{3.48} Bullock, A. *Hitler: A Study in Tyranny*. Nova Iorque: Harper & Row, 1962. p.91.

de Hitler ao sistema... acabaram encontrando eco na miséria e desespero de amplos setores da sociedade alemã."

Ao contrário dos seus ex-aliados, a Alemanha surgia após a guerra em uma situação financeira e monetária, se não melhor pelo menos não pior que a França e a Grã-Bretanha. Não havia devastações e o aparelho produtivo se apresentava quase que intacto ^{3.49}. Entre o armistício, em novembro de 1918, e até que se aprovasse o Tratado de Versalhes, no início de julho de 1919, pouco os preços se elevaram. Com a conclusão do tratado, a velocidade de depreciação do marco se acelerou e houve uma redução da demanda real por moeda (ver Figuras 3.9 e 3.10): um claro sinal que a economia estava a um passo de uma crise monetária. ^{3.50}

Em março de 1920, três eventos propiciaram um fugaz momento de estabilidade cambial: a tentativa de estabilização de Erzberger, a supressão do *Kapp Pusch* e a recuperação dos direitos para se coletar tarifas aduaneiras junto à fronteira do Reno. A reforma fiscal promovida pelo ministro Erzberger, subordinava os estados ao governo central, garantindo autonomia suficiente para a cobertura dos seus gastos. As reformas elevaram as receitas cerca de 20 a 30% no primeiro ano, embora muito dos ganhos obtidos fossem perdidos pela aceleração da inflação. A posterior indexação dos impostos abriria precedente à indexação da dívida pública. Assim, a arrecadação dos novos impostos não alcançou o volume esperado e o déficit continuou a ser financiado através da emissão de títulos. ^{3.51}

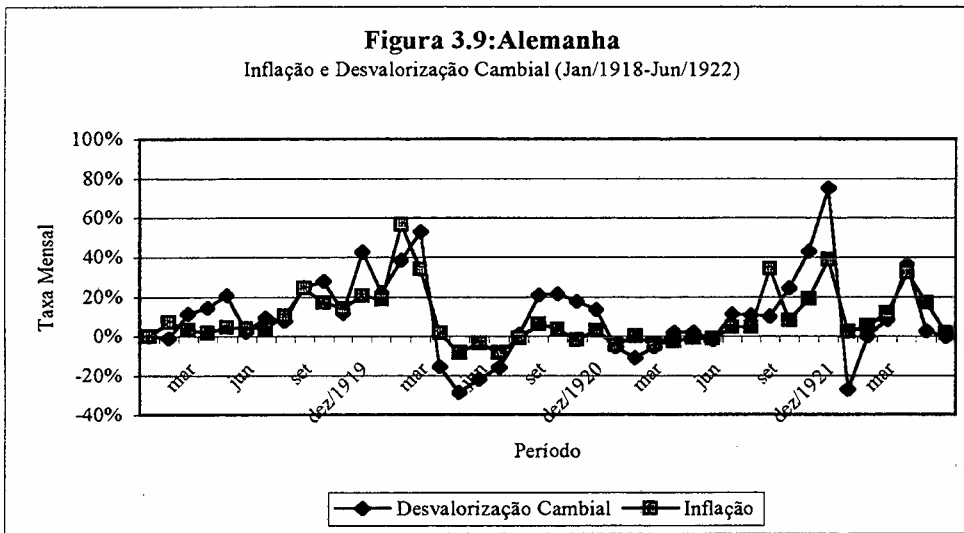
A inflação entra em trajetória ascendente em junho de 1921 quando, por imposições da França, a Alemanha foi obrigada a pagar anualmente, como reparação da guerra, por ordem do *London Ultimatum*, cerca de 6% do seu PNB (em valores de 1925). De forma, a tentar um abatimento de suas obrigações, os alemães decidem atrasar

^{3.49} Alpert, P. *Twentieth Century Economic History of Europe*. Nova Iorque: Henry Schuman, 1951. p.80.

^{3.50} Bresciani- Turrone, C. *op. cit.*, p.28.

^{3.51} Webb, S. *Hyperinflation and Stabilization in Weimar Germany*. Nova Iorque: Oxford University Press, 1989. p.33-34.

os pagamentos. Como represália, em outubro de 1921, os aliados que ocupavam parte da Silésia, uma importante região industrial, decidem transferir a soberania da região à Polônia. Isto agravou a situação financeira, cutucando ainda mais, o já ferido, orgulho germânico ^{3.52}. Em junho de 1922, o assassinato do Ministro do Exterior Walter Rathenau e a negativa da moratória, chocam a comunidade internacional, provocando



Fonte: Young, (1925, vol 1, 528-32) e Holtfrerich (198, p.17)

uma súbita desvalorização do marco ^{3.53}. Após alguns atrasos no pagamento das reparações, a Comissão de Reparções concorda, em agosto, com a moratória por seis meses.

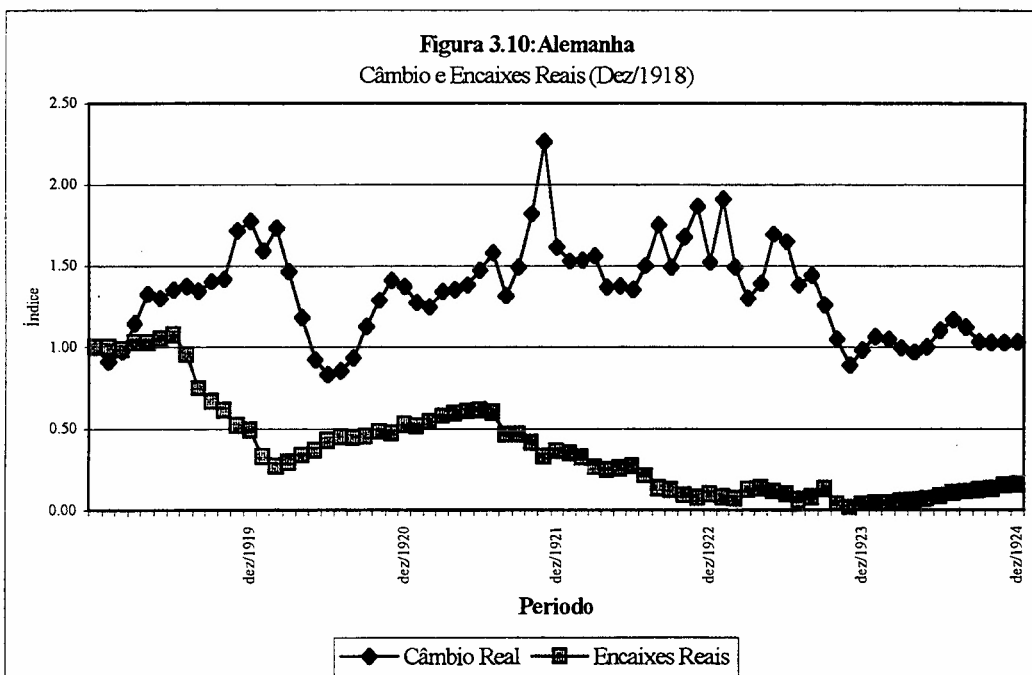
Em novembro, é convidada pelo governo alemão uma comissão de *experts* independentes (entre eles Keynes e Cassel), para averiguação das condições para a estabilização. No relatório final, os economistas concluíram que o orçamento estaria equilibrado em condições de preços estáveis e que a estabilização do marco seria infactível com a manutenção do pagamento das reparações. A moratória era vista como uma condição fundamental à estabilização. A Reforma Erzberger e o término da erosão

^{3.52} Dornbusch, R. (1987). "Lessons from German Inflation Experience of the 1920s", in R. Dornbusch, S. Fischer e J. Bossons (orgs), *Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani*. Cambridge: MIT Press. p.342-44.

^{3.53} Kindlberger, C.P., *op. cit.*, p.317.

da inflação sobre as contas públicas garantiriam o equilíbrio orçamentário. O déficit comercial da Alemanha, segundo o parecer da comissão não seria também empecilho, bastando que se liberasse os alemães do pagamento das reparações de guerra para que o balanço de pagamentos fosse ajustado.

O equilíbrio nas contas públicas e externas, mais a súbita redução na



Fonte: Young (1925, vol 1, p.528-32) e Holtfrerich (1986, p17)

demanda real por moeda permitiria a fixação da taxa de câmbio ao dólar e consequentemente a estabilização dos preços^{3.54}. Como aponta o extrato do relatório:^{3.55}

" Nós concluímos que, nas condições que postulamos (suspensão das reparações), uma estabilização é possível pelos próprios esforços da Alemanha... À taxa de 3.500 marcos por dólar, o

^{3.54} Batista Jr, P.N. (1992a). "Keynes e a estabilização do marco alemão nos anos 20", in Belluzzo, L.G. e Batista Jr., P.N. (orgs). *A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro*. São Paulo: Paz e Terra, p.237-44.

^{3.55} *Gutachten der internationalen Finanzsachverständigen über die Stabilisierung*. Berlim, nov. 1922. p14.

ouro disponível no Reichsbank soma duas vezes mais o valor das notas emitidas. Isto é uma situação sem precedentes. Nenhuma outra moeda teve tal declínio com tão grande potencial de suporte não utilizado."

Pela estimativa do orçamento, entre 1920 e 1923, do Quadro 3.8, pode-se ver que, excetuando-se 1923, o mesmo estaria sob controle caso não existisse o maciço pagamento de reparações. Era esperado pelos aliados um volume de pagamento que certamente a Alemanha não podia arcar.

Em janeiro de 1923, insatisfeita com o andamento das negociações da questão das reparações, a França conjuntamente com a Bélgica decidem invadir a região do Rhur. Como represália, o governo alemão decidiu combater a ocupação com a chamada *passive resistance*. Pagando diretamente os salários dos operários alemães em greve, através do desconto dos títulos junto ao *Reichsbank*, e comprometendo de vez as contas públicas. Assim, até outubro de 1923, as receitas ordinárias do governo cobriam apenas 0,8% das despesas.

Similarmente ao caso austríaco, a atividade econômica era mantida através da concessão de empréstimos com taxas irrealistas aos empresários. O presidente do *Reichsbank*, Havenstein, adepto da doutrina do *real bills*, acreditava que era o seu dever ofertar o volume de moeda necessário para manter a economia em funcionamento. A aceleração da inflação estimulava o endividamento por parte do empresariado, deslocando a atividade econômica para o setor de equipamentos e a construção de fábricas. Desta forma, criou-se uma febre de investimento, dominado por circunstâncias atípicas e sem qualquer mecanismo de coordenação.^{3.56}

Contudo, o prosseguimento da política de desconto dos títulos pelo *Reichsbank* e dos gastos com a *passive resistance* forneciam meios para especulação contra o marco. Pelo não cumprimento dos *fundamentals* fiscal e monetário, a tentativa

^{3.56} Liga das Nações, *op.cit.*, p.31. Yeager, L., *op.cit.*, p.56.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPEIAS DOS ANOS 20

se torna fracassada na primavera de 1923 ^{3.57}. Como previsto nos modelos de ataque especulativo ao Banco Central, a fixação da taxa de câmbio se tornou insustentável, obrigando o *Reichsbank* se retirar do mercado cambial, poupando as suas divisas. A partir desse momento, a depreciação do marco se torna fulminante.

Com o convívio com a hiperinflação, os agentes gradualmente passaram a repudiar a moeda nacional, que perde também a sua função como unidade de conta. Repete-se aqui a rotina das crises monetárias agudas. O estabelecimento de contratos nominais torna-se impraticável, disseminando-se a indexação, principalmente à taxa de câmbio, que foi também estendida aos salários em meados de 1923.

QUADRO 3.8: RECEITAS E GASTOS REAIS ALEMÃES CALCULADOS COM BASE NO ÍNDICE DE CUSTO DE VIDA (em milhões de marcos-ouro)					
RECEITAS					
PERÍODO	IMPOSTOS	DIVERSAS	DÉFICIT COBERTO POR EMPRÉSTIMOS P/ TRANSAÇÕES		
1920-21	4.090,8	132,9	7.041,9		
1921-22	5.235,7	100,5	6.627,4		
1922-23	3.529,1	51,4	6.384,5		
1923-24 (prim. nove meses)	1.496,1	180,6	11.836,5		
DESPESAS					
PERÍODO	AMORTIZAÇÃ DA DÍVIDA FLUTUANTE	JUROS DA DÍVIDA FLUTUANTE	SUBSÍDIOS À FERROVIA	EXECUÇÃO O TRATADO VERSALHES	DIVERSOS
1920-21	821,7	-	-	-	-
1921-22	1.039,5	811,6	1.114,4	5.110,6	5.738,4
1922-23	81,0	344,4	1.685,5	3.600,0	4.254,1
1923-24 (prim. nove meses)	-	931,0	3.725,0	-	-

Fonte: Young, J.P. (1925, vol.2, p.393)

Diversos tipos de moedas privadas e semi-oficiais, as chamadas moedas de emergência, começariam a desempenhar as funções unidade de conta e reserva de valor e nos últimos estágios até como meio de pagamento. Na realidade eram notas que podiam ser transformadas em poder de compra de alguma *commodity*, ainda que não conversível, como centeio, trigo, carvão, linhita, coque, potássio, ouro e moedas

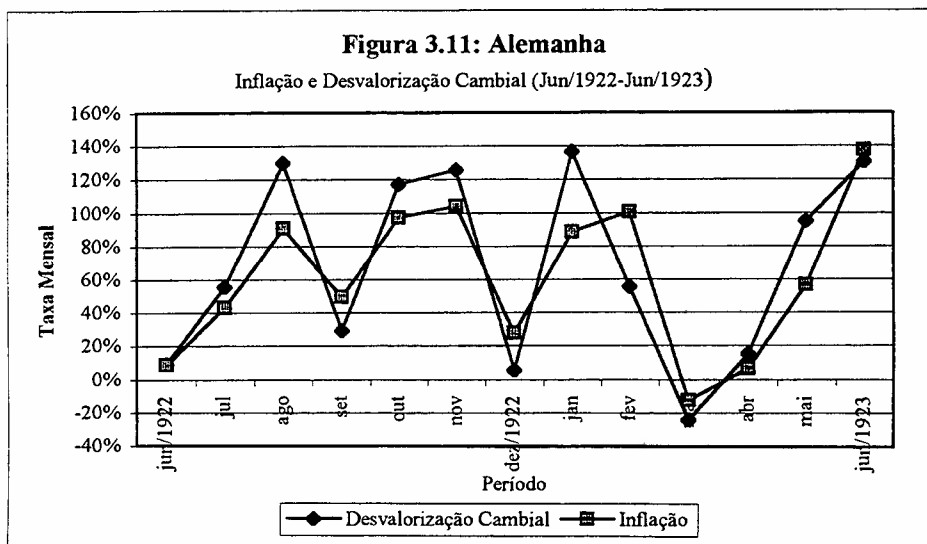
^{3.57} Webb, S., *op.cit.*, p.68-69.

estrangeiras. Tal tipo de moeda disseminou-se amplamente, de modo que nos estágios finais do processo a quantidade de moeda efetiva em circulação era composta por praticamente apenas moedas de "valor estável".

Atento ao processo e necessitando recursos para financiar o *passive resistance* e de reservas para a manutenção da taxa de câmbio, o governo lançou, entre março e abril de 1923, um empréstimo de "valor constante" ou o chamado empréstimo-ouro. Indexado ao dólar, os certificados funcionariam como unidade de conta e reserva de valor. Contudo, como a emissão foi realizada em grandes denominações, os mesmos não foram utilizados como meio de pagamento.

O financiamento não foi bem sucedido e obteve-se um acréscimo de apenas 10% nas reservas internacionais. De forma a melhorar a situação criou-se um novo decreto que permitiu aos bancos emitirem as suas próprias moedas de "valor constante", desde que as mesmas fossem lastreadas pelos empréstimos-ouro, de forma semelhante aos *billets de confiance* na Revolução Francesa.^{3.58}

Em agosto, o gabinete de Wilhelm Cuno renuncia, assumindo um novo



Fonte: Young, (1925, vol 1, 528-32) e Holtfrerich (1988, p.17)

^{3.58} Franco, G.H.B. (1989b). O milagre do *rentenmark*: uma experiência bem-sucedida com moeda indexada. *Revista Brasileira de Economia* 43(3), jul/set.

governo de coalisção, liderado por Gustav Stresemann. No mesmo mês repete-se a experiência do empréstimo-ouro com o governo emitindo, agora, notas em pequenas denominação num montante correspondente à US\$ 120 milhões, equivalendo aproximadamente o valor de notas emitidas pelo *Reichsbank*. Era um aviso da reforma monetária que estaria por vir.

Em outubro, com o fim da *resistance passive*, suspendeu-se o pagamento aos trabalhadores na região do Rhur que seria o principal entrave à obtenção do equilíbrio fiscal. No mesmo mês é empossado Luther como ministro das Finanças, é concedido poderes especiais ao governo, de modo que este pudesse passar as suas medidas, ainda que violando a constituição, desde que as mesmas fossem de interesse nacional, ou melhor do poder executivo.^{3.59}

Desde junho, o governo alemão já considerava a hipótese de lançar um plano de estabilização sem a renegociação das reparações de guerra. As propostas seriam discutidas independentemente das negociações do que viria a ser o Plano Dawes^{3.60}. Uma delas era a criação do *Gold Note Bank* ou o *Roggenbank*, defendida pelo economista socialista Hilferding, pelo banqueiro Schacht e por grande parte do empresariado, se resumia no estabelecimento de uma nova moeda lastreada no ouro. A segunda, proposta pelo economista alemão Helfferich, era baseada na aplicação oficial da experiência do setor privado na emissão de moedas. O banco seria financiado pelos setores agrícola, industrial e comercial da Alemanha e emitiria marcos com base na produção do centeio. Três meses após a sua formação, o banco pagaria ao governo 300 milhões de marcos-ouro, obtidos com a emissão das notas, que serviriam para resgatar a dívida de curto-prazo. A partir deste momento, o governo estaria impedido de se financiar através do desconto de títulos no *Reichsbank*.^{3.61}

^{3.59} Dornbusch, R. (1987), *op. cit.*, 348.

^{3.60} Franco, G.H. (1989b), *op. cit.*, p.440.

^{3.61} Yeager, L., *op. cit.*, p.58.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPEIAS DOS ANOS 20

Como já dito, o aumento da velocidade de circulação da moeda produziu um elevado grau de cobertura das notas, de forma que qualquer empréstimo do exterior permitiria a instituição da conversibilidade. Contudo, havia um grande risco em se criar uma moeda lastreada em ouro: o do estoque de reservas do *Reichsbank* ser insuficiente.

Embora o valor dos encaixes reais estivesse bem reduzido, propiciando boas condições para a estabilização, a experiência fracassada da primavera indicava que o nível de reservas poderia ser inadequado para a intervenção no mercado de câmbio. E se emitisse uma nova moeda lastreada 100% em ouro, certamente as necessidades da economia alemã poderiam não ser atendidas.^{3.62}

QUADRO 3.9: ALEMANHA (Jun/1923-Dez/1924)		
VARIAÇÃO MENSAL (%)		
PERÍODO	TAXA DE CÂMBIO	PREÇOS P/ ATACADO
jun/1923	131	137
jul	221	286
ago	1.207	1.162
set	2.035	2.432
out	25.432	29.607
nov	8.600	10.121
dez/1923	92	74
jan	-100	-7
fev	-4	-1
mar	1	4
abr	0	3
mai	1	-1
jun/1924	5	-5
jul	2	-1
ago	-0	4
set	0	6
out	0	3
nov	0	-2
dez/1924	0	2

Fonte: Dornbusch, R. (1987, p. 346)

A proposta de Helffrerich, ainda que modificada, saiu vencedora e em meados de outubro é criado o *Rentenbank*. O capital do banco era representado pelos setores importantes e representativos da economia alemã. A participação de cada um era proporcional ao patrimônio e um título hipotecário serviria como garantia para a nova instituição. O banco no fundo nada diferia de uma sociedade por ações. A diferença, em

^{3.62} Kindlberger, C.P., *op.cit*, p.326.

relação à proposta de Helfferich, é que o banco emitiria títulos hipotecários indexados ao dólar que podiam ser convertidos a qualquer momento em títulos que rendiam 5% de juros ao ano: os chamados *rentenmark*.^{3.63}

Os ativos do banco eram direitos sobre o governo e créditos ao setor privado. O total de empréstimos não deveria exceder 2,4 bilhões, metade ao governo e metade ao setor privado. Da parte do governo, cerca de 300 milhões seriam utilizados para liquidar a dívida de curto prazo do *Reichsbank*. O passivo do novo banco seriam os *rentenmarks* que possuíam uma ligação indireta ao ouro já que poderiam ser convertidos em marcos-ouro. Os *rentenmarks* eram nada mais que um título garantido por uma cédula hipotecária da propriedade alemã. A mesma lei que criou o *Rentenbank*, proibia que o *Reichsbank* descontasse os títulos do governo e exigia que a emissão do *Reichsbank* fosse lastreada em menos 1/3 em ouro.^{3.64}

No dia 15 de novembro, iniciou-se a emissão dos *rentenmarks*. A nova moeda exerceria um papel importante para a fixação da taxa de câmbio em 20 de novembro, dado que a taxa de câmbio entre o marco e o dólar era fixada pelo *rentenmark* (Rtm). Após uma desvalorização do marco de cerca de 333%, o governo fixa a taxa de câmbio. Um dólar valeria 4,2 Rtm que, por sua vez corresponderia a 1 trilhão de marcos. A nova moeda seria aceita como pagamento ao governo. Contudo, não seria considerada como *legal tender*, que continuaria sendo o marco.^{3.65}

A fixação da taxa de câmbio no contexto de economia dolarizada é que permitiria a estabilização dos preços^{3.66}. Fixada a taxa de câmbio, a dolarização da economia permitiria a estabilidade dos demais preços da economia, a despeito da elevação da oferta monetária (ver Quadro 3.10).

^{3.63} Franco, G.H.(1989b), *op. cit.*, p. 442.

^{3.64} Dornbusch, R.(1987), *op.cit.*, p.348.

^{3.65} Yeager, L., *op.cit.*, p. 59.

^{3.66} Merkin, G., *op. cit.*, p. 46; Lopes, F.L. (1986). "Inflação, hiperinflação e desinflação", in F.L. Lopes (org). *O Choque Heterodoxo*. Rio de Janeiro: Campus, p.133.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

QUADRO 3.10: AS CONSEQUÊNCIAS DO RENTENMARK (Dez/1923 = 100)			
1923	OFERTA MONETÁRIA	PREÇOS POR ATACADO	CÂMBIO OFICIAL (trilhões de marcos p/dólar)
15/novembro	20	22	2,52
20/novembro	41	118	4,20
30/novembro	70	119	4,20
31/dezembro	100	100	4,20

Fonte: Dornbusch, R. (1987, p.349, 356)

Como haviam discordâncias entre o governo e o *Reichsbank*, o cargo de supervisor do programa de estabilização que, normalmente, seria dado a Havenstein, foi oferecido pelo ministro Luther ao empresário Schacht. O destino iria contornar este entrave já que, no dia da fixação da taxa de câmbio, morre o presidente do *Reichsbank*.

Até a primeira semana de dezembro, não seria feita nomeação do banqueiro Schacht para o lugar de Havenstein, a despeito da preferência do empresariado por Helfferich, ou seja, por um bom tempo não se soube qual rumo tomaria o programa ^{3.67}. Assim, a completa confiança na estabilidade da moeda não tinha sido restabelecida e um prêmio na taxa de câmbio do mercado paralelo permanecia. ^{3.68}

A estabilização é feita sobre um total clima de incerteza. Para Helfferich, a reforma monetária foi feita sem as totais condições para a obtenção da estabilização já que não foi encontrada a solução para a questão das reparações. Mesmo o ministro Luther qualificava o seu trabalho como o de alguém que constrói uma casa começando pelo teto. Contudo, o fato concreto é que, com o câmbio estabilizado, rapidamente o orçamento equilibrou-se. ^{3.69}

Em dezembro de 1923, tentando fugir das obrigações impostas pelo programa, o ministro da finanças apela por uma ampliação do crédito fornecido pelo *Rentenbank*. A recusa serviu para fortalecer a confiança na nova moeda ^{3.70}. Como instrumento de combate à especulação no mercado cambial, a taxa real de juros foi

^{3.67} Yeager, L., *op.cit.*, p. 59; Moraes, P. B. Keynes, Sargent e o papel da política monetária em um plano de estabilização. *Pesquisa e Planejamento Econômico* 18(1), abr, p.149, 1988.

^{3.68} Bresciani-Turroni, C., *op. cit.*, p.360.

^{3.69} *Idem*, p.337.

^{3.70} Schacht, H. *The Stabilization of the Mark*. Londres: Allen & Unwin, 1927. p. 118-19.

mantida em um patamar extremamente elevado. A taxa de juros para crédito em marco se elevou de 6% ao dia no dia 21 de novembro, para 10% ao dia no dia 27. Somente em 19 de dezembro é que a taxa de juros cairia a 3% ao dia e, finalmente, no dia 31, a 1% ao dia, um patamar ainda extremamente alto.^{3.71}

Em abril de 1924, mesmo descontando títulos indexados ao ouro a uma taxa anual de 10%, a inflação é retomada em cerca de 7% entre fevereiro e março e 18% entre março e abril, representando uma ameaça à estabilização. No mercado internacional, o marco caiu ao redor de 5% abaixo do par em fevereiro e março e 10% no início de abril. De forma a reverter o processo, o *Reichsbank* responde ao limitar quantitativamente o desconto dos títulos e com a elevação da taxa de juros, com isto o marco se recupera, ainda que as custas de uma elevação temporária da taxa do desemprego.^{3.72}

Em agosto de 1924, é criado o *reichsmark* valendo um trilhão de marcos ou 1 *rentenmark*. Aos poucos o marco foi sendo retirado de circulação, deixando de ser *legal tender* em junho de 1925. É aprovada a liquidação do *Rentenbank* e a retirada em dez anos dos *rentenmarks* em circulação, que seriam resgatados a partir de novembro. Em agosto de 1926, o regime cambial se torna flexível e, finalmente, em abril de 1930, é restituída a conversibilidade do marco, conforme previsto no artigo 31 da legislação bancária de 1924 que, até então, estava suspensa.^{3.73}

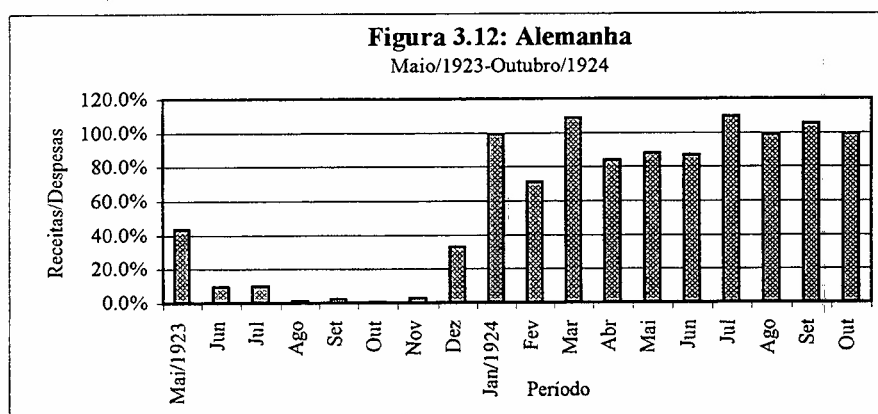
Como na Áustria e na Hungria, a apreciação do marco permitiu a recuperação dos salários reais, uma expansão do produto real da economia sem haver, contudo, uma reversão na conta das transações correntes, que continuaria negativa por toda década de 20. A apreciação da taxa de câmbio, reforçada pela inflação residual, representava um perigo à estabilização.

^{3.71} Pfeleiderer, O. "Die Reichsbank in der Zeit der grossen Inflation, die Stabilisierung der Mark und die Aufwertung von Kapitalforderungen", in Deustch Bundesbank (org). *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*. Frankfurt: Fritz Knapp, 1976, p.192.

^{3.72} Webb, S. *op. cit.*, p.71 e 76-77.

^{3.73} Bresciani-Turroni, C. *op. cit.*, p. 354.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPEIAS DOS ANOS 20



Fonte: Franco, G. (1987, p.377)

O Plano Dawes, anunciado em abril de 1924, serviu para resolver o problema das reparações, consolidando as obrigações estipuladas no acordo de 1921 em pagamentos anuais. O sucesso do plano foi providencial na manutenção da paridade da moeda. O fluxo de capitais para Alemanha foi de uma tal monta que pode cobrir o pagamento das reparações de guerra e o déficit nas transações correntes, assim a economia alemã apresenta por anos uma ampla recuperação econômica, embora continuasse vulnerável a possíveis choques externos. A calma estaria garantida até a crise financeira de 1931.^{3.74}

^{3.74} Fraga, A. German Reparations and Brazilian Debt: A Comparative Study. *Essays in International Finance* 163, jul, p.6, 1986. Para um resumo dos termos do acordo ver Zini, A.A., Jr. *op. cit.*, p. 36-38.

3.1.4) Polônia

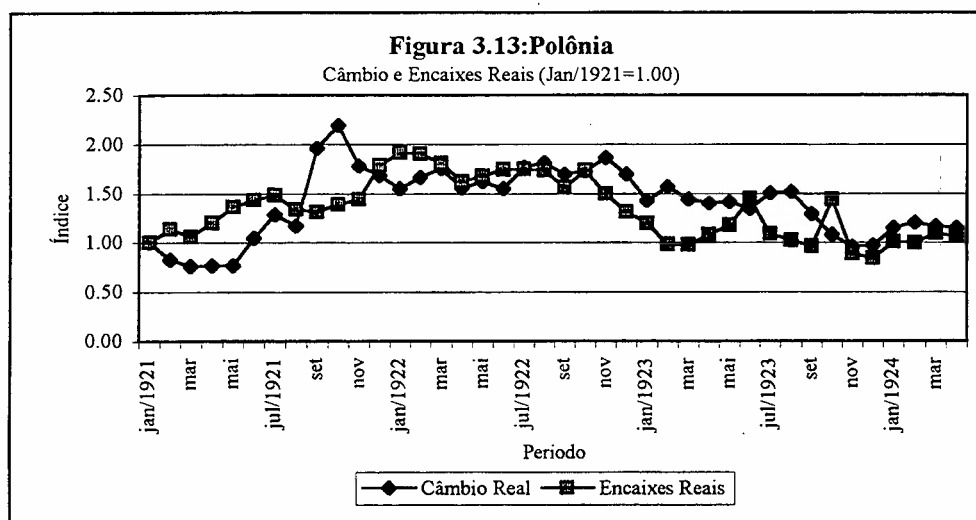
Por séculos, a Polônia teve que enfrentar a ocupação estrangeira e teve mesmo, durante a primeira Grande Guerra, que combater em lados distintos. Contudo, o final da guerra acabou levando à criação de um novo país com a anexação de territórios antes pertencentes à Alemanha, ao Império Austro-Húngaro e à Rússia. O período da guerra propiciou o surgimento de um líder nacional, o socialista Pilsudski, a quem foi conferido a chefia do Estado. O esforço da formação da nova Polônia foi realizado simultaneamente aos conflitos com a Ucrânia, Alemanha, Checoslováquia e Rússia.^{3.75}

Ao final da guerra, há uma ampla destruição do estoque de capital, das edificações, das ferrovias e do sistema rodoviário. O governo polonês herdou parte da dívida dos antigos invasores e foi obrigado a contrair empréstimos com os aliados, embora as reivindicações por reparações junto aos alemães não fosse atendida. Teve ainda que exercer um papel preponderante na reconstrução econômica do país sem se esquecer da prioridade com os gastos militares. O setor público também deveria ser criado para unificar e integrar os diferentes sistemas de tributação, organizar o setor comercial, a área jurídica, aduaneira e o sistema financeiro.

Ao tempo da sua criação, circulava pela Polônia uma variedade de moedas, como o rublo russo, a coroa austro-húngara, marcos alemães e poloneses emitidos durante a ocupação alemã. Havia, desta forma, um intercâmbio entre as moedas, conforme as ondas especulativas. Só em janeiro de 1920 é que a moeda emitida pela Caixa Estatal Polonesa, o marco, foi declarada como único *legal tender*. Durante um certo período (ver figura 3.13) há uma elevação na demanda real por moeda, com o marco polonês ocupando, desta forma, o espaço das moedas estrangeiras.^{3.76}

^{3.75} Ramalho, V. (1992). "Anos Vinte e Hiperinflação na Polônia", in L.G. Belluzzo e P.N. Batista Jr., P.N. (orgs). *A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro*. São Paulo: Paz e Terra.

^{3.76} Ramalho, V. (1992), *op.cit.*, p. 289-300.



Fonte: Young (1925, vol. 1, p. 437; vol. 2, 347-355)

Pelas dificuldades, o governo polonês já nasceu deficitário (ver Quadro 3.11), cobrindo seu rombo através de empréstimos concedidos pelo banco central (Caixa Estatal Polonesa de Empréstimos) que, por sua vez, recorria à emissão monetária. Uma outra fonte bem conhecida de descontrole foi a concessão de empréstimos ao setor privado à um taxa real de juros negativa, com o objetivo de apressar a reconstrução do país. Apesar da prática de controle de preços, a inflação se elevou.

A primeira tentativa de estabilização ocorreu em setembro de 1921 quando o parlamento concedeu ao ministro das finanças, Michalski, poderes quase que ditatoriais. O programa não poupava esforços para debelar a inflação fazendo cortes nos gastos, aumentando os impostos e criando um imposto sobre a fortuna. Contudo, as medidas foram aplicadas apenas parcialmente e não atingiu-se os resultados esperados nem do lado da receita, nem da despesa. Mesmo assim, o plano apresentou sucesso momentâneo. O anúncio das medidas nas contas públicas serviu para criar expectativas positivas que estabilizariam temporariamente o marco polonês.^{3.77}

^{3.77} Yeager, L. *op. cit.*, p. 67-68.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

QUADRO 3.11: POLÔNIA EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA (em milhares de zloty)				
	I	II	III	
ORÇAMENTO	RECEITAS	GASTOS	DÉFICIT	III/II (%)
1921	345.311	880.852	535.541	60,8%
1922	530.428	879.313	348.885	39,7%
1923	426.000	1.119.800	693.800	62,0%
1924	1.703.000	1.629.000	-74.000	-4,5%
1925	1.981.884	1.981.593	-291	-0,0%

Fonte: Young (1925, vol 2, p.183)

A implementação do programa elevou a taxa de desemprego criando fortes reações à queda nos salários que se refletiu no alastramento de greves. Os protestos são ouvidos pelo parlamento, de modo que o mesmo boicota as medidas e o gabinete acaba caindo em junho de 1922. Com a queda houve um relaxamento e os esforços para balancear o orçamento não são mantidos. Assim, na segunda metade de 1922, a moeda voltou a se depreciar e a inflação a acelerar.^{3.78}

Em janeiro de 1923, Grabski é novamente convidado a assumir o ministério das finanças e, de pronto, passou a se dedicar à redução do déficit público. Em março, tentando abrir um canal de financiamento não inflacionário, é apresentado ao Congresso um projeto de lei indexando ao ouro as receitas do governo e lançando títulos públicos indexados. Porém, a conturbação política e a oposição levaram Grabski a renunciar em julho.^{3.79}

A inflação alcançou seu pico entre maio e dezembro de 1923. Escutando os ecos da estabilização alemã, o Congresso finalmente aprova, em dezembro de 1923, a indexação dos impostos, das tarifas e preços públicos ao franco e o lançamento de um programa de estabilização ganha apoio político. Similarmente as outras experiências, Grabski recebe poderes extraordinários para implementar sua medidas.^{3.80}

Havia uma forte discussão acerca de qual caminho deveria ser tomado na busca da estabilização: via ajuda externa (Liga das Nações ou E.U.A.) ou por intermédio dos esforços próprios. Contudo, pelas dificuldades para obtenção de crédito externo e

^{3.78} *Idem*, p. 68.

^{3.79} Ramalho, V. (1992), *op. cit.*, p. 305.

^{3.80} *Idem*, p. 309-10.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPEIAS DOS ANOS 20

pelo forte nacionalismo polonês, Grabski preferiu acreditar na segunda alternativa, lançando um programa que consistia em: combate ao déficit orçamentário, término dos empréstimos do banco central ao governo, reabilitação do crédito público, fixação da taxa de câmbio e abertura externa comercial e financeira.^{3.81}

QUADRO 3.12: POLÔNIA (em milhões de dólares)			
DATA	OFERTA MONETÁRIA	RESERVAS INTERNACIONAIS	GRAU DE COBERTURA
dezembro/1923	29,3	9,0	30,70%
janeiro/1924	36,4	9,8	26,90%
fevereiro	57,7	18,6	32,20%
março	67,4	23,7	35,20%
abril	65,1	29,8	45,80%
maio	79,3	43,4	54,70%
junho	79,9	65,6	82,30%

Fonte: Franco, G. (1989, p.229)

Em junho de 1923, a Caixa Estatal da Moeda sofreu pesadas perdas quando tentou impedir o declínio do marco. Todavia, no início de 1924, os resultados são bem diferentes e o banco consegue impor enormes prejuízos aos especuladores. A Caixa Estatal da Moeda é recriada como uma sociedade por ações para a criação do Banco da Polônia que teria que manter 30% do valor das notas emitidas em reservas. Criou-se uma nova moeda e concedeu-se ao governo um crédito de 50 milhões de *zlotys*. Um *zloty* (ouro em polonês), embora não conversível em ouro, valeria 1,8 milhões de marcos e 19,31 centavos de dólar. A emissão do *zloty* se iniciaria em maio de 1924.^{3.82}

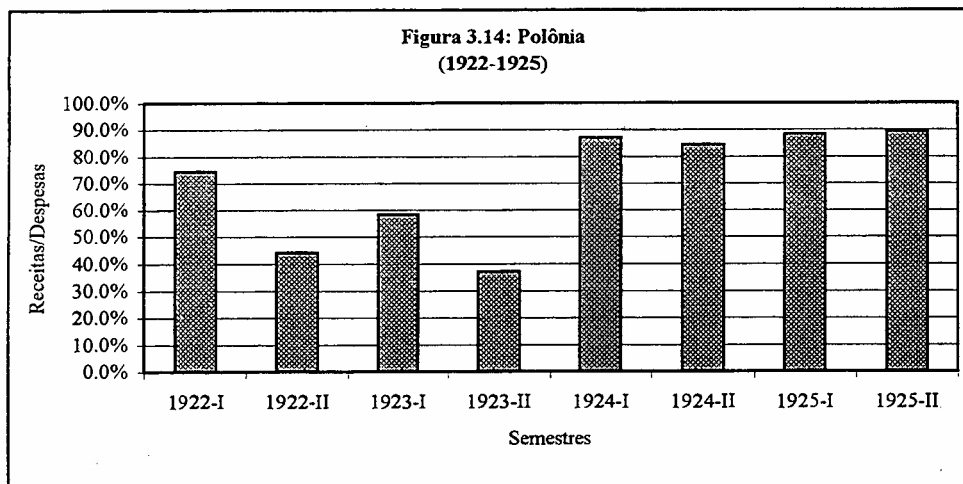
Em junho, com a estabilização da moeda há uma recuperação fiscal, os salários apresentaram ganhos consideráveis: de fato mais do que dobram, embora houvesse um aumento no desemprego que não impediu a apreciação da taxa de câmbio real que, por sua vez, enfraquecia as contas externas do país^{3.83}. Assim, em 1924, uma

^{3.81} Yeager, L. *op. cit.*, p. 69.

^{3.82} Sargent, T. *op. cit.*, p. 72.

^{3.83} Franco, G. H. B. (1989). *op. cit.*, p. 230-31.

má colheita, que elevou os preços, e a deterioração da balança comercial ameaçariam a estabilização.



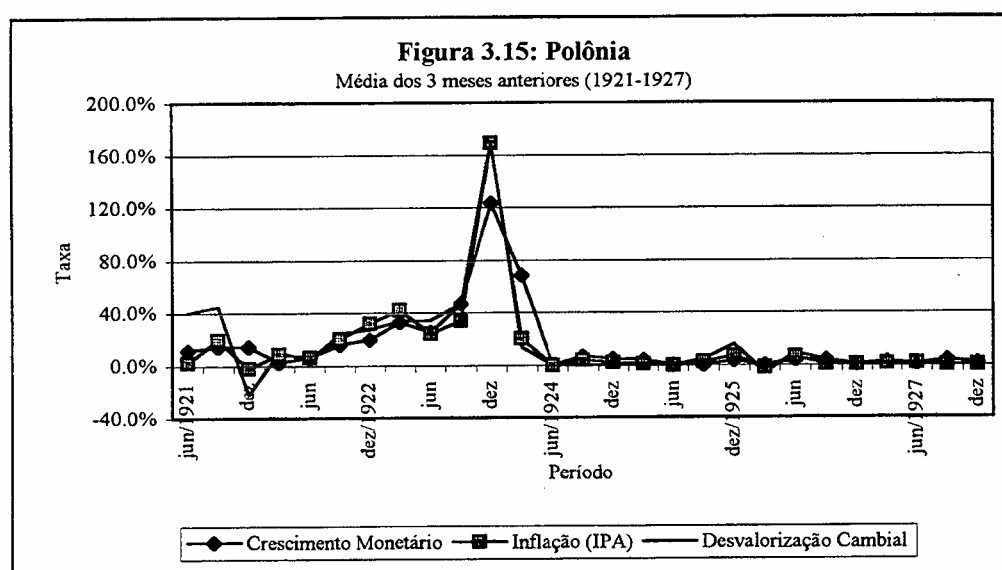
Fonte: Franco, G. (1987, p.370)

Um decreto, de abril de 1924, que permitia a emissão de notas de pequeno valor em um montante de no máximo de 150 milhões de *zlotys*, serviu para que o governo cobrisse o seu rombo. A partir da segunda metade de 1925, Alemanha e Polônia entraram em uma guerra de tarifas que levou à queda nas exportações de carvão, elevação no desemprego e teve implicações sobre a indústria. Os preços internos se elevaram e, como a taxa de câmbio nominal estava fixada, houve uma valorização real do *zloty*. Ao final de julho de 1925, a moeda é desvalorizada. Em novembro, quando o presidente do Banco Central se recusa a intervir no mercado para sustentar a paridade em um dólar para 5,98 *zlotys*, Grabski renuncia. A partir daí, o *zloty* continuou a se depreciar e houve uma sucessão de greves, falências e desemprego.^{3.84}

^{3.84} Yeager, L. *op. cit.*, p. 70.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPEIAS DOS ANOS 20

Contudo, os preços cresceram menos que a depreciação da moeda. Através de um golpe de Estado, em maio de 1926, Pilsudski toma o poder. Com ele aboliu-se a indexação salarial, separou-se o orçamento do setor ferroviário do regular, valorizou-se os impostos e aumentou-se os *ad valorem*. Graças à greve dos mineiros ingleses, obteve-se um aumento do crescimento das exportações de carvão e da



Fonte: Dornbusch, R. e Fischer, S. (1985, p.17)

produção industrial. A taxa de câmbio foi fixada em um nível real mais baixo que a da tentativa de estabilização anterior e garantiu-se a conversibilidade da moeda através de um empréstimo externo concedido e supervisionado pelos norte-americanos.^{3.85}

A taxa de juros, durante as duas últimas estabilizações, caiu de 20,17%, em junho de 1924, para 14,54%, em dezembro, 11,38% em janeiro de 1925, aumentando novamente para 20,9%, em novembro de 1925. A partir daí, caiu continuamente para 18,44%, em junho e 12,67%, em dezembro de 1926. Um indicativo que as expectativas não foram revertidas imediatamente, mas que a credibilidade só foi readquirida gradativamente.^{3.86}

^{3.85} Dornbusch, R. e Fischer, S. (1986), *op. cit.*, p. 20-21.

^{3.86} International Conference of Economic Services: *International Abstract of Economic Statistics 1919-1930*. Londres, 1934, p.171.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

Como na Áustria, Hungria e Alemanha, as contas externas apresentaram déficit na balança comercial por toda década de 20, excetuando-se o ano de 1926, mostrando que as estabilizações tiveram apenas um caráter monetário e implementadas em uma situação de ampla liquidez no sistema financeiro internacional.

3.2 Inflação e Finanças Públicas

A revisão das experiências com alta inflação aponta o déficit orçamentário como âncora real para a elevação do nível geral de preços. Mesmo com a repudição dos *continentals* e *assignats*, a emissão de papel-moeda serviu para consolidar a formação do novo Estado. Diante da inviabilidade das outras opções, só a emissão monetária foi capaz de financiar os déficits fiscais, até mesmo um Estado ainda fraco foi capaz de arrecadar imposto inflacionário. Assim, pelo monopólio da emissão monetária, os governos teriam o interesse em maximizar a sua receita de senhoriagem, ainda que as custas de uma elevação do nível de preços. Essa seria a *rationale* para a inflação.^{3.87}

Essa é a visão dos processos hiperinflacionários ligada à Teoria Quantitativa da Moeda. Do ponto de vista positivista, haveria uma taxa de inflação ótima que permitiria ao governo maximizar a sua função objetivo. A partir desse ponto, haveria uma redução na demanda real por moeda que diminuiria o volume de imposto inflacionário coletado, dada a redução da base para tributação.

A inflação se processaria da seguinte forma: por causa do déficit orçamentário, a oferta monetária cresceria mais rapidamente que a demanda real por moeda, com isto os preços se elevariam. O aumento prosseguiria até o momento em que os encaixes reais se igualassem à nova quantidade de moeda em circulação. O crescimento da oferta monetária acima da quantidade efetivamente demandada seria a condição necessária e suficiente para a existência da inflação.

Porque reduz a base para a arrecadação de imposto inflacionário, a queda dos encaixes reais agravaria ainda mais a situação orçamentária do setor público. Contudo, nas crises monetárias agudas, a enorme aceleração da velocidade de circulação da moeda produziria um resultado paradoxal que facilitaria a obtenção da estabilidade dos preços. Tal efeito, apontado por Bresciani-Turroni como o fator mais importante na

^{3.87} Keynes, J. (1924), *op. cit.*, p.46.

estabilização dos preços na Alemanha, permitia que se implementasse a conversibilidade ainda que com um baixo volume de reservas. Com isto, a inflação interna estaria estreitamente ligada à externa, pelo menos enquanto a paridade pudesse ser mantida. Esse atrelamento só seria possível com as mudanças no regime institucional, monetário e fiscal, que restaurariam a confiança no governo e no padrão monetário.^{3.88}

Nos estágios finais das hiperinflações, com a quase que completa repudição da moeda nacional, havia uma escassez de meio circulante. Assim, para que a atividade econômica não se reduzisse, a sociedade foi obrigada a se valer do uso cotidiano de moedas estrangeiras e/ou privadas, tornando a oferta monetária endógena. Com os preços estabilizados, o processo seria revertido, assim, naturalmente, a demanda real por moeda seria elevada. Isto explicaria a forte remonetização das economias após o término das hiperinflações do anos 20.^{3.89}

Cagan analisando empiricamente a demanda por moeda durante alguns episódios hiperinflacionários, formalizou o raciocínio de Bresciani-Turroni. No modelo, o déficit do governo era considerado como exógeno e financiado inteiramente pela arrecadação de senhoriagem. A restrição orçamentária do governo, ou a função a ser maximizada seria:

$$(3.1) \quad Df = M' / P$$

Onde : Df é o déficit do governo, $M' = dM/dt$ ou o crescimento da oferta monetária e P o índice geral de preços.

Decompondo-se o lado direito da equação (3.1), obtém-se :

$$(3.2) \quad Df = d(M/P) / dt + (M/P) \cdot \pi$$

Onde π é a taxa de inflação. A equação (3.2) indica que o déficit público é financiado via aumento real da demanda por moeda $[d(M/P) / dt]$ e/ou por arrecadação de imposto inflacionário $[(M/P) \cdot \pi]$.

^{3.88} Bresciani-Turroni, C., *op. cit.*, p.346.

^{3.89} *Idem.*, p.345-49.

A taxa de inflação seria determinada apenas pelo equilíbrio monetário, com o mercado de bens e de trabalho não exercendo qualquer papel. A inflação teria a sua trajetória determinada basicamente pelo crescimento da oferta monetária e pelas expectativas dos agentes econômicos. Na ausência de outros ativos, o custo de oportunidade em se reter a moeda seria medido pela expectativa inflacionária. De forma plenamente plausível com a magnitude das taxas de inflação em processos hiperinflacionários, assume-se o produto real da economia como constante.

Por conseguinte, a demanda real por moeda (M/P) seria unicamente dependente da taxa esperada de inflação (π_e):

$$(3.3) \quad M/P = \kappa \cdot \exp(-\alpha \cdot \pi_e)$$

Onde : α e κ são constantes positivas.

As expectativas seriam formadas adaptativamente se ajustando, gradualmente, conforme a discrepância com o valor efetivo da inflação. A implicação teórica dessa hipótese é que a taxa de inflação seria uma média ponderada exponencial das inflações passadas. A defasagem na formação das expectativas em relação aos valores efetivos explicaria o processo explosivo das hiperinflações.

A formação das expectativas inflacionárias seria representada por :

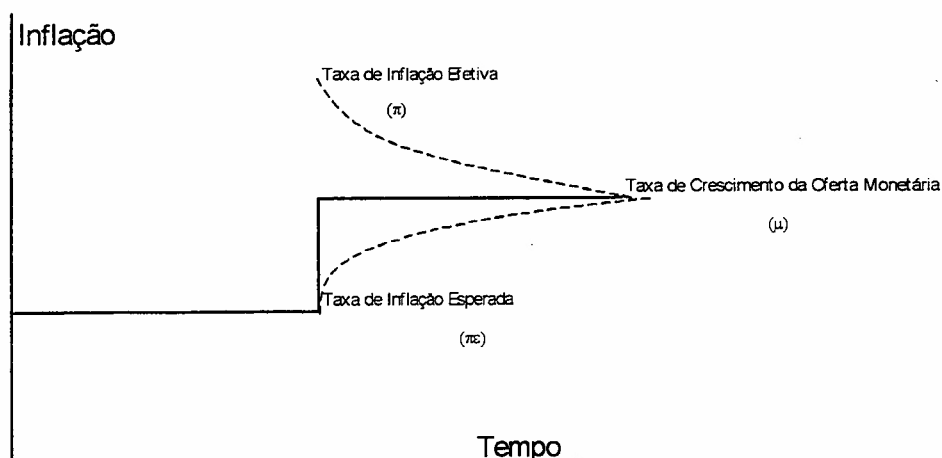
$$(3.4) \quad \pi'_e = \beta \cdot (\pi - \pi_e)$$

Com β sendo uma constante positiva, π a taxa de inflação efetiva e π'_e a variação das expectativas inflacionárias ou $d\pi_e/dt$. Diferenciando-se (3.1) em relação ao tempo, e denominando μ como a taxa de crescimento da oferta monetária, chega-se à :

$$(3.5) \quad \pi = (\mu - \alpha \cdot \beta \cdot \pi_e) / (1 - \alpha \cdot \beta)$$

O modelo indica que, quando há um crescimento da oferta monetária que é mantido, a taxa de inflação se elevaria, por um momento, acima deste crescimento. Como o ajuste das expectativas é defasado, a diferença entre ambas gradualmente vai se reduzindo até que em um momento inflação e expansão monetária se tornam iguais, como indica a figura 3.16.

Figura 3.16: Expansão Monetária, Taxa de Inflação Efetiva e Esperada

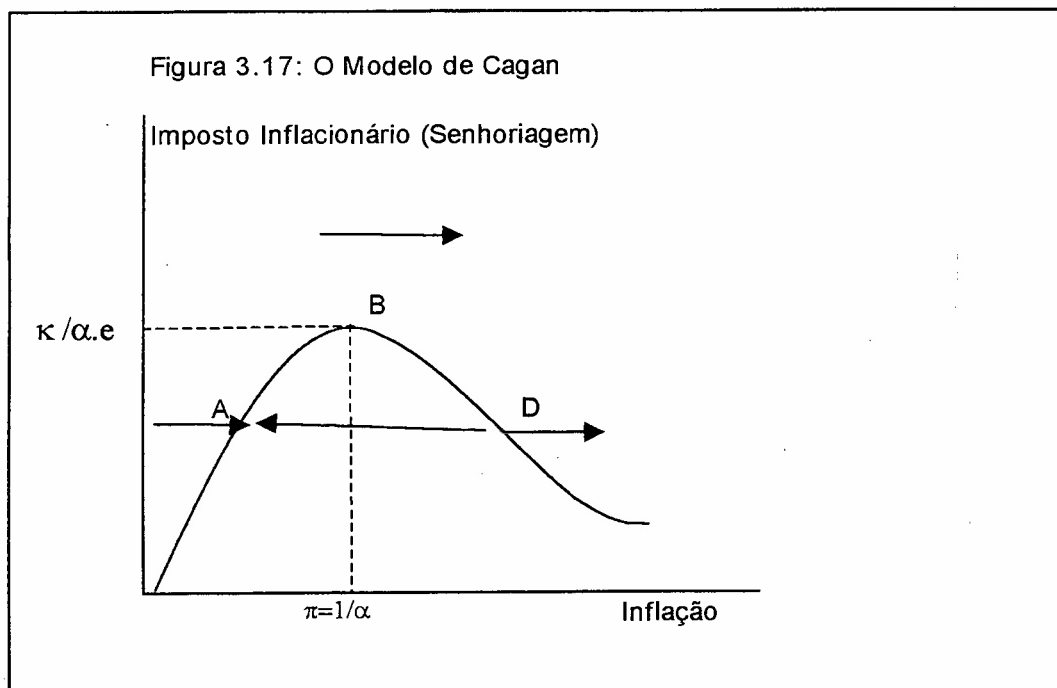


Dentro do processo de ajuste, a demanda real por moeda vai caindo de acordo com elevação das expectativas inflacionárias. Os encaixes reais só se reduziram posteriormente à expansão monetária, o que produziria uma elevação na receita de senhoriagem. Contudo, haveria um momento onde o ganho com aumento da taxa de inflação seria compensado pela queda na demanda real por moeda.

Admitindo-se que as expectativas são corretas ($\pi = \pi^e$), o equilíbrio de *steady state* é mostrado pela figura 3.17, com a taxa de inflação igual à taxa de crescimento da oferta monetária e o imposto inflacionário é igual à senhoriagem.^{3.90}

^{3.90} Pela equação de trocas: $M.v = P.y$. Como o produto real (y) é constante e os preços totalmente flexíveis e as expectativas perfeitas ($\pi = \pi^e$), a velocidade de circulação da moeda (v) também será constante. Assim a taxa de inflação será igual ao crescimento da oferta monetária (μ). O imposto inflacionário [$\pi.M/P$] é igual a senhoriagem [M'/P] porque não há variação demanda real por moeda [$d(M/P) / dt = 0$].

Figura 3.17: O Modelo de Cagan



Pelo formato da curva tem-se duas taxas de inflação de equilíbrio: uma baixa em A e outra não eficiente em D. A existência dos dois pontos de equilíbrio adviria do formato da curva de Laffer e permitiria que o mesmo volume de déficit público pudesse ser financiado tanto por uma baixa quanto por uma alta taxa de inflação.

Quando a economia estivesse fora do *steady state*, ou quando a receita de senhoriagem diferisse do imposto inflacionário, o ajuste da taxa de inflação se faria conforme as setas. Se a expansão monetária superasse a taxa de inflação, a senhoriagem seria maior que o imposto inflacionário. Com isto, tanto a inflação como as expectativas deveriam ser reajustadas para cima e, conseqüentemente, com uma redução nos encaixes reais. Isto corresponderia o lado superior da curva do imposto inflacionário. Caso contrário, ou se a expansão monetária fosse inferior à taxa de inflação, as expectativas inflacionárias e a inflação deveriam ser reajustadas para baixo conforme mostra a parte inferior da curva da figura 3.17.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

O ponto B representa o ponto de máxima arrecadação de imposto inflacionário ($\kappa / \alpha.e$), em que se teria o ponto de inflação ótima ($\pi = 1/\alpha$)^{3.91}. Se o déficit for maior que este valor, a arrecadação do imposto inflacionário não seria suficiente para cobrir as despesas do governo e a economia se encontrará numa trajetória explosiva. A hiperinflação seria puramente monetária já que apenas o déficit orçamentário interferiria na trajetória da inflação.

Quando as expectativas se ajustam de forma suficientemente lenta ($\alpha.\beta < 1$), o ponto A será de equilíbrio estável, enquanto D instável. Em qualquer ponto a esquerda de D, a economia convergiria para o ponto A. A segunda forma para que a economia entre em hiperinflação, se refere à direita do ponto D. Enquanto a primeira é puramente monetária, a última não apresentaria, necessariamente, somente causas monetárias. Algum outro fator, poderia levar a economia para o lado direito da curva e algum choque deveria levá-la para uma região de instabilidade. É interessante, também, notar que uma redução do déficit público em D, produziria um resultado perverso ou melhor com a aceleração da inflação.

Através do trabalho de Cagan, demonstrado pelo quadro 3.13, vê-se que as taxas de inflação, nas quatro experiências, esteve acima do valor ótimo (do máximo valor possível para a arrecadação de senhoriagem), o que caracterizaria o segundo tipo de hiperinflação, o que seria irracional.

QUADRO 3.13: TAXAS DE INFLAÇÃO ÓTIMA E EFETIVA				
PAÍS	PERÍODO	α	INFLAÇÃO MENSAL	
			ÓTIMA CAGAN	EFETIVA
AUSTRIA	fev.21/set.22	8,55	11,7%	32,6%
HUNGRIA	jul.22/fev.24	8,70	11,5%	29,6%
ALEMANHA	ago.20/jul.23	5,46	18,3%	41,8%
POLÔNIA	apr.22/jan.24	2,30	43,5%	52,8%

Fonte: Cagan, P. (1956, p.43); Franco, G.H. (1989, p.92)

^{3.91} e representa aqui o número neperiano.

Bailey foi o primeiro a questionar o uso dos modelos de senhoriagem como teoria positiva para a explicação de regimes com alta inflação^{3.92}. Os modelos não poderiam ser ótimos pelo fato de que os custos marginais da taxação serem moderados em relação aos custos sociais dos regimes com alta inflação. Deste modo, a taxa ótima de inflação estaria abaixo do valor que maximizaria a receita e calculada ao igualar-se o custo marginal da elevação da receita, via inflação, ao custo social marginal via fontes alternativas, ou :^{3.93}

$$(3.6) \quad \pi = \eta / (1 + \eta) \cdot \alpha$$

Onde $(1 + \eta)$ é o custo social marginal para o aumento da receita tributária e η a semi-elasticidade da demanda por moeda. O modelo se encaixaria para explicar as altas inflações, nas quais existisse grande dificuldade em se elevar a carga tributária.

Contudo, tal tipo de análise serviria no máximo para explicar taxas moderadas de inflação e ajudaria explicar as elevadas taxas de inflação nos países latino-americanos, a partir dos anos 80, que têm grande dificuldade em elevar a receita tributária. Já as taxas de inflação acima do valor ótimo, teriam que ser explicadas de forma alternativa.

Com preços totalmente flexíveis e com ajuste instantâneo nos encaixes reais, os resultados se inverteriam, passando a ser estável o ponto com maior taxa de inflação (*high inflation trap*). Em regimes com alta taxa de inflação, os agentes seriam obrigados a ajustar rapidamente as suas expectativas, tornando o sistema dinamicamente estável. Apesar dos esforços, tal tipo de argumentação produz resultado circular. As

^{3.92} Bailey, M. The Welfare Cost of Inflationary Finance. *Journal of Political Economy* 64 (2), abr., p. 93-110, 1956.

^{3.93} Ver Dornbusch, R. e S. Fischer (1993). Moderate Inflation. *The World Bank Economic Review* 7 (1), p.5.

expectativas seriam reajustadas rapidamente porque a taxa de inflação é alta e a questão de porque ela chega a tal nível continuaria sem qualquer explicação.^{3.94}

Tentando decifrar o enigma, passou-se a utilizar modelos que incorporam a Teoria dos Jogos^{3.95}. A abordagem enfatiza a incapacidade do governo tornar-se crível nas suas regras de política monetária como causa para a alta taxa de inflação, certamente o resultado não seria possível se o governo tivesse credibilidade^{3.96}. Sob regras bem determinadas, a taxa ótima de equilíbrio seria sempre inferior à que maximiza a receita de senhoriagem, estando na parte crescente da curva do imposto inflacionário, como no ponto A da figura 3.17.^{3.97}

Contudo, os resultados ainda não são muito convincentes pois, seguindo a mesma linha de argumentação, Kiguel e Liviatan mostram que a alta taxa de inflação de equilíbrio, em regimes discricionários, pode resultar de fatores não monetários como, por exemplo, a rigidez dos salários por causa da força dos sindicatos.^{3.98}

Apesar da última linha de argumentação apenas abrir caminho para inclusão de causas não monetárias para a inflação, o uso de modelos de senhoriagem não parece ser plausível. Dado o caos, proporcionado pela profunda crise fiscal do Estado que envolve uma depreciação galopante da moeda, é improvável que houvesse uma *rationale* positivista para a existência de um processo hiperinflacionário.

^{3.94} Ver Bruno, M. e S. Fischer (1990). Seignorage, Operating Rules, and the High Inflation Trap. *Quarterly Journal of Economics* 105, mai.; Evans, T. L. e G.K. Yarrow. Some implications of alternative expectations hypotheses in the monetary analysis of hyperinflations. *Oxford Economic Papers* 33, 1981.

^{3.95} Barro, R.J. e D.B. Gordon. A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy* 91, 1983.

^{3.96} Barro, R. J., *op. cit.*, p. 12.

^{3.97} Bruno, M. (1991), *op. cit.*, p. 17.

^{3.98} Kiguel, M. e N. Liviatan (1994). A policy-game approach to the high inflation equilibrium. *Journal of Development Economics* 45.

3.3 A Taxa de Câmbio na Estabilização

Cagan conseguiu explicar a dramática redução dos encaixes reais dentro da estrutura da Teoria da Quantitativa da Moeda. Contudo, pelas limitações das técnicas econométricas da época, pouco pode contribuir na discussão da casualidade entre moeda e preços. A correlação entre ambas não é significativa na busca dos determinantes do processo inflacionário já que a direção da relação entre moeda e preços pode ocorrer em ambos sentidos.

Adeptos da escola das expectativas racionais argumentam que o público se vale de todas as informações disponíveis na previsão da inflação, inclusive o modelo econômico do processo. O nível corrente de preços seria dependente do crescimento esperado para o futuro da oferta monetária e a taxa de inflação aumentaria com a expectativa de um elevado crescimento da oferta monetária. Uma mera contração monetária seria inútil, caso os agentes continuassem esperando novas emissões para o futuro.

A análise de Sargent das experiências hiperinflacionárias da década de 20 e da França sob o mandato de Poincaré, se oferece como contraponto às idéias que afirmavam que seria necessária uma década de desemprego, para que a inflação dos E.U.A. durante os anos 80, pudesse alcançar um nível inferior a dois dígitos ^{3.99}. Rejeitando a hipótese que a mesma só pudesse ser reduzida com um alto custo, Sargent descarta a possibilidade da existência de inércia no processo inflacionário. Para ele, a hiperinflação poderia ser estancada de forma abrupta e indolor, bastando que houvesse uma mudança radical no regime monetário e fiscal ^{3.100}. A credibilidade na implementação das medidas seria a variável chave na flexibilização de preços e salários.

Todas as hiperinflações teriam terminado, restaurando-se completamente ou praticamente a conversibilidade da moeda, embora as notas não fossem totalmente

^{3.99} Tobin, J. Stabilization Policy Ten Years After. *Brookings Papers in Economic Activity*, (1), 1980.

^{3.100} Sargent, T. (1986), *op. cit.*, p.113.

cobertas por reservas em ouro ou dólar mas, também, porque foram lastreadas pelo compromisso do governo com a manutenção de um orçamento intertemporalmente equilibrado. Pelas palavras de Sargent : ^{3.101}

" A medidas essenciais que terminaram com a inflação na Alemanha, na Áustria, na Hungria e na Polónia foram, primeiro, a criação de um Banco Central independente que estava legalmente comprometido a recusar a demanda do governo por crédito sem lastro, e segundo, uma alteração simultânea no regime de política fiscal. Estas medidas eram interrelacionadas e coordenadas. Elas tiveram o efeito de limitar o governo na colocação da sua dívida junto ao setor privado e aos governos estrangeiros, já que a mesma seria cotada conforme a garantia da mesma com a arrecadação de impostos futuros em relação aos gastos públicos... Vimos que não apenas o aumento da notas do Banco Central que levou à hiperinflação, desde que em cada caso as notas em circulação continuaram a crescer rapidamente, após a taxa de câmbio e o nível de preços terem se estabilizado. Ao invés disto, foi o crescimento de moeda fiduciária que não era lastreada ou lastreada apenas por títulos públicos que não tinham a perspectiva de serem resgatados via taxação."

A elevação da demanda real por moeda seria resultante da recuperação da credibilidade do padrão monetário perante os agentes econômicos, que calculariam o poder de compra da moeda de forma semelhante à análise do valor da ação de uma empresa. Conforme a *Backing Theory*: ^{3.102}

" O governo era como uma firma cuja a perspectiva por receitas adviam da futura arrecadação de impostos, numa primeira aproximação o valor presente dos superávits presente e futuro do governo."

^{3.101} Sargent, T. (1982), *op. cit.*, p. 89-90.

^{3.102} *Idem*, p. 44-45.

Apesar de teóricamente atrativa, a formulação da Teoria das Expectativas Racionais não se adequa aos fatos. A principal fraqueza do argumento é apresentar credibilidade como algo objetivo e inquestionável. A mera aprovação de algumas medidas referentes ao orçamento e Banco Central não garantem que as mesmas sejam implementadas plenamente. Portanto sendo incapazes de convencer os agentes econômicos que se tratam de mudanças permanentes. Assim, é improvável que os mesmos revertam instantaneamente as suas expectativas. Isto ficou evidente no caso alemão, como aponta Moraes:^{3.103}

" ... até maio de 1921 esteve em vigor uma lei- obviamente desobedecida de forma sistemática- limitando a capacidade do Reichsbank de descontar os títulos do Tesouro a ele apresentado pelo governo. Assim sendo, quem poderia garantir que as restrições impostas pelo próprio governo em suas ações futuras não seriam desrespeitadas "

Pela descrição das experiências de Áustria, Hungria, Alemanha e Polônia, pode-se ver que as mesmas não se fizeram de forma muito diferente. Após sucessivas tentativas de estabilização fracassadas, os agentes se mostravam céticos à chamada "mudança de regime". A manutenção de elevadas taxas de juros pós-estabilizações é um indicativo que não houve instantânea recuperação na credibilidade do governo.

Na realidade, inicialmente, houve uma certa desconfiança nos programas de estabilização e uma expectativa futura para o recrudescimento inflacionário. A estabilização da taxa de câmbio e o aperto monetário promovido pelos governos através da elevação da taxa de juros, conjuntamente com as mudanças na área monetária e fiscal serviram como elemento sinalizador, criando um círculo virtuoso que gradualmente foi recuperando a credibilidade do governo perante ao público doméstico e à comunidade internacional.

^{3.103} Moraes, P.B., *op. cit.*, p.149.

No que tange aos modelos de senhoriagem há uma outra crítica a ser feita, acerca da hipótese de que o déficit ser considerado como exógeno ^{3.104}. Desde a época do decreto do Imperador Dioclesiano, quando fixou-se uma variedade de preços, sabe-se que, em crise inflacionárias agudas, a receita do governo é corroída pela elevação dos preços. O uso da lei que estabelecia preços máximos, durante a Revolução Francesa, serviu como tábua de salvação das contas públicas, sendo um exemplo claro de que as autoridades monetárias estavam cientes da influência da inflação sobre as receitas públicas.

Entre o momento que o imposto tem o seu valor fixado e em que é efetivamente pago, se passa um intervalo de tempo. Se no interím, a moeda se deprecia, os contribuintes pagam um valor menor do que o devido em termos reais, que será tanto maior quanto maior for o intervalo. A diminuição do período para coleta dos impostos e a indexação da taxaço, podem atenuar o efeito corrosivo sobre as contas públicas, sem contudo jamais neutralizá-lo completamente. Embora já observado e bem descrito por Bresciani-Turroni durante a experiência alemã, o efeito da inflação sobre o déficit público, tornou-se amplamente conhecido como Olivera-Tanzi, já que foram os primeiros a introduzi-lo em um modelo de inflação. ^{3.105}

Nas hiperinflações dos anos 20, a súbita perda do valor do dinheiro não afetou somente o lado das receitas mas, também, reduziu praticamente a zero o valor real das dívidas internas de longo prazo. Contudo, o efeito sobre os ativos das contas públicas foi preponderante. Provavelmente com preços estabilizados, os déficits orçamentários seriam bem menores e perfeitamente administráveis. Para Franco, a súbita recuperação das receitas públicas que ocorreu após a implementação dos programas de

^{3.104} Alguns modelos colocam o déficit como dependente da taxa de inflação, contudo não apresentam resultados substancialmente diferentes do de Cagan. Por exemplo ver: Canavese, A.J. e D. Heymann. Fiscal Lags and the High Inflation Trap. *Quarterly Review of Economics and Finance* 32 (2), 1992.

^{3.105} Bresciani-Turroni, C. *op. cit.*, p. 66; Olivera, J. Money, Prices and Fiscal Lags: A Note on the Dynamics of Inflation. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 82, set, 1967; Tanzi, V. Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue. *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 24, n. 1, mar, 1977.

estabilização teria ocorrido pela reversão do efeito Olivera-Tanzi, dado que as verdadeiras reformas estruturais já tivessem sido implementadas anteriormente, com Erzberger em 1921 na Alemanha, Hegedüs em 1921 na Hungria e Michalski em 1922 na Polônia.

O fato de não terem estancado definitivamente a inflação, não impede que tenham sido bem sucedidas sob o ponto de vista fiscal. Corrigidos pela inflação, os déficits seriam praticamente inexistentes. As reformas fiscais, que seguiram as estabilizações definitivas, constituíram-se principalmente no redirecionamento do gasto público.^{3.106}

Com o déficit público endógeno, se torna difícil abraçar a visão monetarista. Mesmo a análise das expectativas racionais conclui que, se o governo quiser manter a sua receita em termos reais, o estoque de moeda deverá ser endógeno ou estatisticamente dependente da taxa de inflação^{3.107}. De fato, o caos promovido pelas crises monetárias agudas não permite que nem o déficit nem a moeda sejam considerados como exógenos.

Sargent-Wallace se valendo do teste de causalidade de Granger, chegaram a resultados que favorecem fortemente à direção oposta a sugerida pelos monetaristas na relação entre moeda e preços. Nas experiências da Alemanha, Áustria e Hungria, rejeitam a hipótese de que a elevação de preços não leva à expansão monetária e não rejeitam a causalidade da moeda para preços para os quatro países.^{3.108}

Frankel, utilizando os preços por atacado para Alemanha, rejeita a hipótese de que a variação dos preços não provoque alteração no total de moeda em circulação e foi incapaz de rejeitar a hipótese contrária, com os preços ao consumidor é

^{3.106} Franco, G. H. (1987), *op. cit.*

^{3.107} Sargent, T. e N. Wallace (1973). Rational Expectations and the Dynamics of Hyperinflation, *International Economic Review*, 18 (1); Webb, S. The supply of money and Reichsbank financing of government and corporate debt in Germany, 1919-1923. *Journal of Economic History*, 44, jun, p.499-507, 1984.

^{3.108} Sargent, T. e Wallace, N., *op. cit.*, p. 339-41.

detectada uma dupla casualidade ^{3.109}. Evans, utilizando séries temporais com a técnica de Box-Jenkins, rejeita a hipótese da exogeneidade da moeda para o caso alemão ^{3.110}. Desta forma, o poder explicativo dos modelos de senhoriagem se torna ainda mais limitado, fortalecendo a hipótese da existência de que forças externas ao setor monetário têm papel na determinação da inflação. ^{3.111}

Todas experiências aqui relatadas contaram com o uso de *fiat money* e, de taxa de câmbio flexível. Com a emissão houve um momento que a demanda por moeda se reduziu e a inflação começou a se disseminar para a taxa de câmbio. Embora tida como a única situação onde a Teoria Quantitativa tem plena aplicação, a PPC não foi mantida, confirmando novamente a hipótese de que a taxa real de câmbio varia largamente no curto-prazo. ^{3.112}

As causas, como apontado pelo historiador Thiers para os *assignats*, estão vinculadas às diferenças no mecanismo de formação dos preços dos produtos internos e da taxa de câmbio. Enquanto a última é valorizada em leilões nas bolsas, os preços internos são calculados na maior parte através de contratos, ajustando-se desta forma de maneira mais lenta que a taxa de câmbio. Assim, pela natureza e forma que os preços são calculados, ter-se-á conjuntamente ao início da depreciação da moeda uma elevação da taxa real de câmbio.

Como já foi visto, tanto o déficit público quanto a moeda, nas experiências da década de 20, foram endógenos ao processo inflacionário. Assim, além da emissão monetária, é necessário algo mais para se explicar o *overshooting* da taxa de câmbio. A Teoria do Balanço de Pagamentos apontaria para a necessidade de gerar

^{3.109} Frenkel, J. The forward exchange rate, expectations, and the demand for money: the German hyperinflation. *American Economic Review* 67, set, p. 666-67, 1977.

^{3.110} Embora haja testes que rejeitam a endogeneidade da moeda como por exemplo em: Protopapadakis, A. The Endogeneity of Money during the German Hyperinflation: A Reappraisal. *Economic Inquiry*, 21 (1), jan, 1983.

^{3.111} Evans, P. Time Series Analysis of German Inflation. *International Economic Review*, 19 (1), fev, 1978.

^{3.112} Kalecki, M. A Model of Hyperinflation. (1962). *The Manchester School of Economic and Social Studies* 30 (3), p.276.

reservas para o pagamento das reparações pressionavam a taxa de câmbio que por sua vez era transmitida para os preços internos. Por causa dos fatores institucionais e pela própria conjuntura incerta que cercavam os países no pós-guerra, a trajetória da taxa de câmbio se tornava mais nervosa.

Para o caso alemão, pode-se perceber, o elevado ônus das reparações impostas pelo Tratado de Versalhes sobre a taxa de câmbio, nas palavras de Hellfferich:^{3.113}

"A dívida externa da Alemanha foi elevada para mais de 7 bilhões de marcos-ouro. Qualquer um que considerar o problema, para formar um estimativa da posição não poderia duvidar que a busca para atender estas obrigações, necessariamente resultaria em um completo colapso da moeda alemã. No momento das negociações, com vista a aceitar ou rejeitar o London Ultimatum e uma tentativa de observar seus termos jogaria a moeda alemã em um abismo."

O fortalecimento da classe trabalhadora aviltava a já difícil situação externa. A luta incessante pela recuperação das perdas incorridas na guerra, tornava o sistema de preços mais rígido, formando uma espiral-inflacionária que impedia o ajuste da taxa real de câmbio que era necessário para a obtenção dos recursos para o cumprimento das exigências com o pagamento das reparações de guerra.

Hellfferich, que talvez tenha sido o pioneiro na introdução do conceito da espiral de preços, aponta uma outra característica não monetária na dinâmica inflacionária alemã:^{3.114}

"A manutenção do padrão de vida proximamente ao nível alcançado no pré-guerra pressupunha um substancial aumento na produtividade do trabalho tendo em vista os danos sobre a atividade

^{3.113} Hellfferich, K., *op. cit.*, p.600.

^{3.114} *Idem.*, p. 597.

produtiva por causa da guerra. Mas a reivindicações prosseguiram e efetivamente pressionaram a elevação do padrão de conforto e reduziram a intensidade do trabalho. Isto não poderia levar a outro resultado- a corrida entre salários e preços como temos testemunhado nos últimos anos. A posição sócio-política do trabalho foi suficientemente forte para forçar maiores salários, embora se tenha feito um menor trabalho. Como os lucros de capital tinham diminuído ao mínimo, os maiores salários só poderiam ser pagos com o aumento dos preços dos produtos. Mas preços mais altos elevam o custo de vida e alimentavam a demanda por salários mais altos, que por sua vez promoviam mais aumento nos preços."

A escalada inflacionária, quer pela depreciação da taxa de câmbio, quer pela rigidez salarial, só poderia ser estancada se as autoridades monetárias não sancionassem a elevação dos preços através de uma política de acomodação passiva do volume de moeda em circulação. Segundo Hellfrerich, isso seria possível, mas : ^{3.115}

"ao custo de incontrolável crises e catástrofes; porque se nós fossemos seguir os bons conselhos a nós dados, parando as prensas, enquanto os fatores que adversamente afetam a moeda alemã continuam a operar, estaríamos privando a atividade econômica alemã dos meios de circulação necessários e indispensáveis para o comércio, o pagamento dos salários, etc., de maneira que em um curto espaço de tempo as autoridades locais e o Estado mesmo seriam incapazes de pagar os seus credores e os funcionários públicos. Assim, em poucas semanas, não somente as prensas, mas também as minas e indústrias, as ferrovias e correios, o Estado e administração comunitária, em resumo, toda comunidade e vida econômica parará."

Burkett, testando a hipótese do conflito distributivo no processo hiperinflacionário alemão, confirma que a hipótese de que os trabalhadores manteram

^{3.115} *Idem.*, p. 603-04.

esforços para alcançar uma meta de salário real (modelo neo-marxista) e para manter sua posição relativa na renda nacional (modelo keynesiano), comprovando o fortalecimento da classe trabalhadora na República Weimar.^{3.116}

Admitindo-se a passividade da política monetária e a existência de uma meta para o salário real que visava repor as perdas incorridas a partir da eclosão da guerra, pode-se montar um simples modelo do tipo Solimano que descreveria o comportamento da taxa de inflação.^{3.117}

Para facilitar a argumentação, trabalhar-se-á com um modelo discreto. Desta forma-se, assume-se que a classe trabalhadora tenha a seguinte meta salarial :

$$(3.7) \quad W_t / P_{t-1} = \Omega$$

Onde W_t é a meta do salário nominal em t , e P_{t-1} é o nível de preços em $t-1$ e Ω uma constante que representa o salário real desejado pelos trabalhadores. Pela equação pode-se ver que os trabalhadores tentam recompor os seus salários pelo pico.

Em logaritmos, a equação e em letras minúsculas, a equação (3.7) pode ser reescrita por :

$$(3.8) \quad w_t - p_{t-1} = \omega$$

Adicionando-se e subtraindo-se p_t em ambos lados da equação e reajustando-se a equação, tem-se:

$$(3.9) \quad w_r = \omega - \pi_t$$

Sendo w_r o logaritmo do salário real e π_t a taxa de inflação. Pela equação (3.9), pode-se ver que dada a rigidez da meta salarial dos trabalhadores, o salário real só pode ser alterado pela variação na taxa de inflação.

Tomando-se a taxa real de câmbio (E_w) em termos dos salários nominais (W) ao invés do nível geral de preços, tem-se :

^{3.116} Burkett, P. Neo-Marxian and Keynesian Wage Theories: Evidence from German Hyperinflation. *Review of Radical Political Economics* 24 (2), 1992.

^{3.117} Solimano, A. Inflation and the Costs of Stabilization: Country Experiences, Conceptual Issues, and Policy Lessons. *World Bank Working Papers*, WPS 226, jul, p.28-32, 1989.

$$(3.10) \quad E_w = E \cdot (P^* / W)$$

Sendo E a taxa de câmbio nominal e considerando-se o nível de preços externos (P^*) constante e igual a 1:

$$(3.11) \quad E_w = E / W$$

Em logaritmos:

$$(3.12) \quad e_w = e - w$$

Denominando-se Z , como um vetor que representa as variáveis externas como por exemplo, termos de troca, o nível da taxa de juros, a disponibilidade de financiamento externo. A balança de pagamentos é uma função da taxa real de câmbio (e_w) e do vetor (Z):

$$(3.13) \quad BP(e_w^0, Z^0) = 0$$

A equação 3.13 representa o equilíbrio da balança de pagamentos dados e_w e Z . A relação entre salário real e a taxa real de câmbio pode ser obtida da equação de preços do tipo Cobb-Douglas :

$$(3.14) \quad P = W^\Phi \cdot E^{1-\Phi}$$

Onde Φ e $(1-\Phi)$ representam as parcelas de salários e insumos importados nos preços.

A equação (3.14) em termos de logaritmos produz :

$$(3.15) \quad p = \Phi \cdot w + (1-\Phi) \cdot e$$

Subtraindo-se w em ambos lados da equação (3.15) obtém-se :

$$(3.16) \quad w_r = -(1-\Phi) \cdot e_w$$

Pela equação (3.16), vê-se a existência de uma relação negativa entre a taxa real de câmbio e o nível dos salários reais.

A necessidade de gerar reservas para o cumprimento das exigências dos aliados ou, também, pela ausência de financiamento externo para a reconstrução das economias cria uma condição adversa, de modo faz-se necessário ter um novo vetor Z^1

que permita equilibrar a balança de pagamentos através de uma taxa de câmbio real mais alta. Com :

$$(3.17) \quad e_w^1 > e_w^0 \text{ e } BP(e_w^1, Z^1) = 0$$

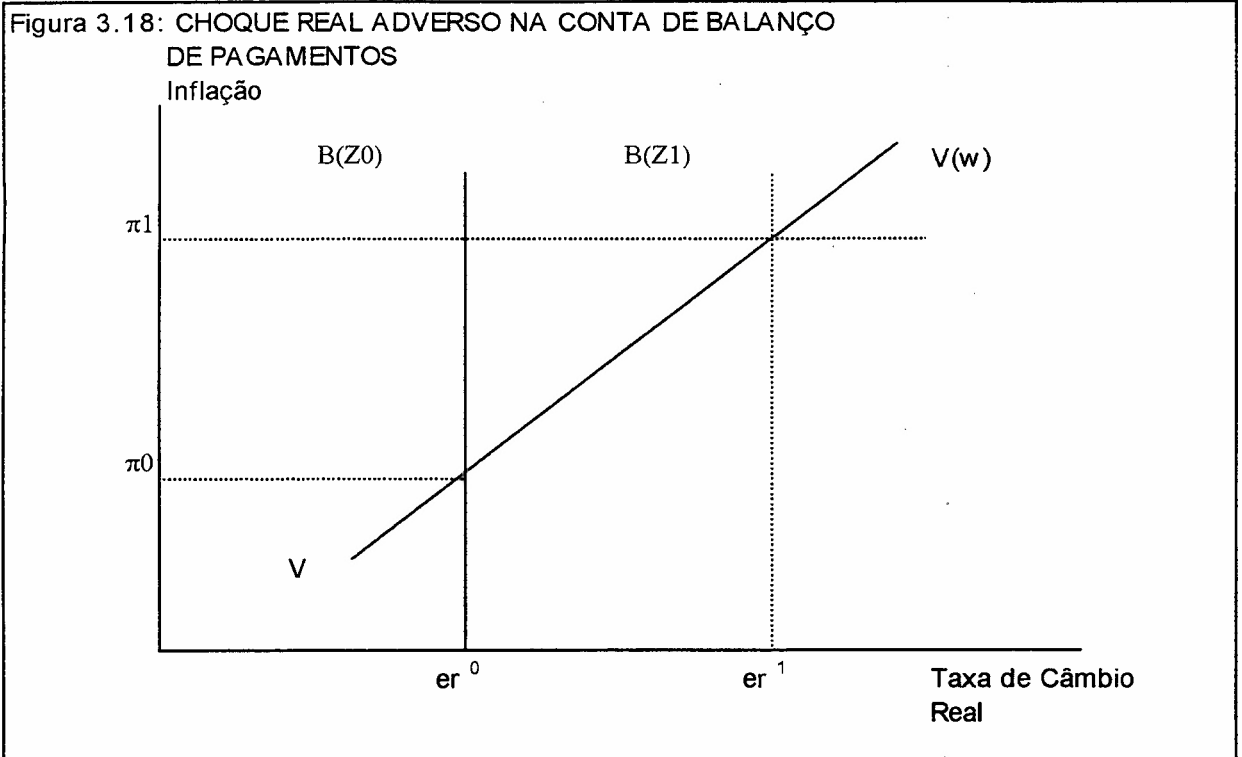
Pela equação (3.16), o novo equilíbrio após o término da guerra requeria uma redução nos salários reais, o que era inconsistente com o fortalecimento político da classe trabalhadora e os anseios pela recomposição dos salários reais.

Combinando-se a equação (3.9) com (3.16) tem-se uma equação que determina a dinâmica inflacionária (curva VV na Figura 3.18):

$$(3.18) \quad \pi = w + (1-\Phi) \cdot e_w$$

Com uma meta salarial fixa, uma taxa real de câmbio maior exige uma maior taxa de inflação. Dada a rigidez dos salários, o ajuste dos preços relativos, provocado por um choque externo adverso, só poderá ser feito através da aceleração da taxa de inflação e, conseqüentemente, com uma queda nos salários reais efetivos, como pode ser visto pela Figura 3.18 e na equação (3.16).

À medida que o público entende que o processo não é efêmero, as expectativas de elevação dos preços tornam-se elásticas e, gradativamente perde-se a confiança na moeda, que passa a não desempenhar adequadamente as suas funções. A partir do momento em que a moeda não é considerada mais como reserva de valor, os agentes econômicos "correm" para ativos que oferecem melhor proteção à riqueza. A fuga da moeda com a aceleração inflacionária, não se resumiu à compra de moedas de estrangeiras mas, também à busca alucinada por bens duráveis, máquinas, terrenos. A economia se manteve em plena atividade, mas às custas de uma grande distorção econômica que, como já apontado, se faria bem sentida no momento da estabilização dos preços.



Como na fase aguda da crise monetária das experiências anteriores ao século XX, houve, nos estágios finais, uma completa repudição do papel-moeda e o retorno da circulação das moedas metálicas e/ou estrangeiras. Houve uma visível regressão do sistema monetário, com a perda do controle da oferta monetária pelas autoridades governamentais e a maior participação do setor privado no estabelecimento de um novo sistema monetário, com a disseminação das moedas alternativas.

A tentativa de neutralizar o efeito do impulso da inflação sobre a distribuição de renda tornou a economia cada vez mais indexada, de forma que os prazos de reajuste dos preços vão se tornando cada vez menores. Com a margem de lucro fixa das empresas, a tentativa de recuperação ou manutenção da distribuição da renda, via intensificação da indexação, produziu um resultado perverso com aceleração da inflação.

Pela frágil confiabilidade e limitação dos indexadores domésticos, a moeda externa se tornou o melhor indexador e os preços passam a acompanhar a variação da taxa de câmbio. Dada a maior volatilidade do mercado cambial e o

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

encurtamento dos prazos dos reajustes dos contratos, a formação dos preços vai perdendo toda a memória inflacionária e a taxa de inflação se torna extremamente vulnerável a qualquer tipo de choque, de modo que a sua trajetória se torna errática e imprevisível.

A idéia do avanço da dolarização pode ser vista no Quadro 3.14, apresentado por Franco, que subdivide em fase inicial e final os processos hiperinflacionários ^{3.118}. Como pode ser visto, as correlações entre a taxa de inflação e de câmbio defasadas se elevaram fortemente na segunda fase dos períodos considerados comprovando que a indexação dos preços à taxa de câmbio avançou durante o processo. O quadro permite também que se compare esta correlação com a da inflação corrente e passada, indicando que a taxa de câmbio era mais utilizada como indexador que a inflação passada.

QUADRO 3.14 CORRELAÇÕES ENTRE INFLAÇÃO, INFLAÇÃO PASSADA E DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL								
ERÍOD	ÁUSTRIA		HUNGRIA		ALEMANHA		POLÔNIA	
	$\pi-1$	$\gamma-1$	$\pi-1$	$\gamma-1$	$\pi-1$	$\gamma-1$	$\pi-1$	$\gamma-1$
I	0,51	0,73	0,46	0,55	0,18	0,74	0,30	0,14
II	0,54	0,93	-0,16	0,92	0,36	0,98	0,44	0,93
TOTAL	0,57	0,83	0,39	0,69	0,37	0,98	0,55	0,85

Fonte: Franco, G. (1989, p.158).

Resumindo-se, sequencialmente, a espiral hiperinflacionária dos países europeus durante a década de 20, apresentaria dois períodos distintos. No primeiro, a expansão monetária em um ritmo mais elevado que o padrão internacional levou à depreciação da taxa de câmbio nominal, sem que houvesse uma queda abrupta dos encaixes reais. Como a taxa de câmbio se ajusta mais rapidamente que os preços internos, há uma desvalorização da taxa de câmbio real. No segundo, é detonado quando um choque exógeno, como por exemplo reparações e distúrbios políticos, obriga um

^{3.118} Os períodos considerados foram janeiro de 1921 a agosto de 1923 para Alemanha, fevereiro de 1921 a novembro de 1922 para Áustria, maio de 1921 a abril de 1924 para a Polônia e janeiro de 1921 a junho de 1924 para Hungria. O período inicial incluiu 16 observações para Alemanha, 11 para Áustria, 15 para Polônia e 22 para Hungria.

reajuste nos preços relativos que vise a manutenção do equilíbrio nas contas externas. Dada a rigidez dos preços no mercado de bens, o ajuste é realizado mediante à aceleração da taxa de inflação.

Pode-se afirmar que a disseminação da indexação não foi a condição suficiente para que os choques inflacionários não tivessem seus efeitos dissipados mas, sim, a acomodação passiva da oferta monetária às mudanças de preços. Contudo, o fato é que as autoridades monetárias não detinham autonomia para controlar os agregados monetários, quer fosse do ponto vista político, quer mesmo pela complexidade que envolva processos com alta inflação.

À medida que a taxa de inflação vai crescendo, os encaixes reais vão se reduzindo e, simultaneamente, a sociedade vai criando alternativas ou bens substitutos à moeda. As moedas estrangeiras passam a ser utilizadas como unidade de conta e, em momentos extremos, até mesmo como meio de pagamento. Tal fenômeno seria um fator chave para o final das hiperinflações^{3.119}. A depreciação cambial, neste estágio, liderou o aumento de preços, de modo que tanto a oferta monetária, quanto o déficit público se tornam endógenos.

A sequência causal da segunda fase, onde a taxa de câmbio causa preços, é também admitida pelo quantitativista Bresciani-Turroni :^{3.120}

"... mais tarde o sistema de preços estava totalmente desorganizado... Preços tornaram-se mais e mais sensíveis à variações na taxa de câmbio. Movimentos na taxa de câmbio causavam imediato movimento em certos preços, a a perturbação se disseminava vagarosamente para os outros preços; mas este processo de difusão tornou-se mais rápido com a desenvolvimento da

^{3.119} Fenômeno conhecido como dolarização. Ver Franco, G.H. (1991). "Dolarização: Mecanismos, Mágicas e Fundamentos", in Anais, vol. I, do 19º Encontro Nacional de Economia da ANPEC de Curitiba e Bresser Pereira, L.C. e A. Ferrer. Dolarização crônica: Argentina e Brasil. *Revista de Economia Política* 11(1), jan/mar, 1991.

Zini, A.A., Jr, "Hyperinflation, Credibility, and Stabilization", Universidade de São Paulo, 1994, São Paulo, p. 39-51, mimeo.

^{3.120} Bresciani-Turroni, C., *op. cit.*, p. 143-44.

situação... Os preços internos se tornam mais instáveis e, conjuntamente com os salários, ficam sujeitos a cada suspiro do mercado de câmbio."

Assumida a relação causal de taxa de câmbio para os preços e daí para a oferta de moeda, fica lógico que a estabilização da taxa de câmbio seria posteriormente disseminada para os preços. O que efetivamente ocorreu nas estabilizações de Áustria, Hungria, Alemanha e Polônia. Isso porque as mesmas só foram conseguidas com a manutenção da paridade das moedas nacionais ao ouro ou a alguma moeda estrangeira. Com a fixação da taxa de câmbio dentro de uma economia totalmente dolarizada, a taxa de inflação se reduz rapidamente e as moedas voltariam a circular como substitutos aceitáveis às "moedas boas".^{3.121}

^{3.121} Merkin, G., *op. cit.*, p. 46; Lopes, F. L.C (1986), *op. cit.*, p.133; Dornbusch, R (1987), *op. cit.*, p.355.

3.4 Âncora Cambial: Condição Suficiente?

Como a seção anterior demonstrou, quer fosse estabilizada ou fixada, conversível ou não, a manutenção da paridade entre a moeda doméstica à uma moeda mais forte, permitiu uma súbita redução da taxa de inflação. Mas seria a ancoragem da moeda nacional a uma moeda estrangeira uma condição suficiente para uma estabilização definitiva?

Para se analisar a questão, é válido se recorrer um modelo simples, elaborado por Sachs, para mostrar que a hiperinflação termina subitamente, a despeito da desconfiança dos agentes econômicos de um possível retorno virulento no futuro ^{3.122}. Assumindo-se que após a fixação da taxa de câmbio, os preços deveriam se comportar conforme a PPC :

$$(3.19) \quad P = E \cdot P^*$$

Sendo P o nível de preços internos, E a taxa de câmbio nominal e P^* o nível de preços internacional admitido como exógeno e igual a 1. Diferenciando-se a equação (3.19) tem-se que a taxa de inflação interna é igual à depreciação cambial:

$$(3.20) \quad \pi = \gamma$$

$$\text{Com: } \gamma = (dE / dt) / E, \quad \pi = (dP / dt) / P.$$

A demanda real por moeda é assumida agora como uma função instantânea da taxa de inflação :

$$(3.21) \quad m^d = M^d / P = m(\pi)$$

$$\text{Com: } dm/d\pi < 0.$$

De acordo com as equações (3.20) e (3.21), uma taxa maior de inflação leva à fuga da moeda nacional. Tomando-se apenas as moedas estrangeiras como alternativa, a aceleração inflacionária fará com que o portfólio dos agentes econômicos passe a ser composto cada vez mais por estas últimas. A hipótese implícita é a da

^{3.122} Sachs, J. (1986). The Bolivian Hyperinflation and Stabilization. *NBER Working Paper Series* 2073, 35-43.

simetria de movimentos, ou melhor, com o término da inflação a economia voltaria a ser monetizada.

A oferta monetária é composta por :

$$(3.22) \quad M^s = C + R$$

Onde : C é o crédito doméstico e R é o estoque de reservas do banco central. Pelo equilíbrio monetário $M^d = M^s = M = C + R$.

Após a estabilização, admite-se que o déficit fiscal só possa ser financiado via expansão do crédito doméstico pelo banco central (C) :

$$(3.23) \quad Df = C' / P$$

Onde $C' = (dC/dt)$.

Da identidade do banco central (3.22), as mudanças na base monetária são iguais às variações no crédito doméstico mais a das reservas internacionais do banco central.^{3.123}

$$(3.24) \quad M' = C' + R'$$

Onde: $M' = dM/dt$ e $R' = dR/dt$.

Como inicialmente, durante o processo altamente inflacionário, o regime cambial era flexível e considerando que a senhoriagem fosse igual ao imposto inflacionário, teria-se-ia a taxa de inflação como:

$$(3.25) \quad \pi^0 \cdot m(\pi^0) = Dr^0$$

No instante 0, para manter uma paridade fixa entre a moeda doméstica e uma estrangeira, o banco central intervém no mercado cambial. Pela PPC, a inflação deveria se reduzir imediatamente. Com a estabilização, haveria um aumento na demanda por moeda e as reservas se elevariam em $[m(0) - m(\pi^0)]$.

Com os fracassos anteriores, o público acredita que o banco central mantenha a paridade, até que o nível de reservas alcance um nível mínimo aceitável (b^1).

^{3.123} Com o uso da âncora cambial, o regime cambial é fixo e M' é zero. No regime com taxa de câmbio flexível, R' é que será zero.

A partir daí, o banco central se retiraria do mercado e a taxa de câmbio passaria a ser flexível.

Se, após a fixação da taxa de câmbio, o governo continuar financiando o déficit com emissão monetária, acabará fornecendo munição para os especuladores. Sabendo da existência de b^1 , o público gradativamente irá trocando a moeda nacional pelas estrangeiras, de modo que as reservas irão caindo, até que em um ponto $b^t > b^1$ promovem um ataque final no mercado cambial que leva as reservas até b^1 .

Enquanto a taxa de câmbio é fixa, com preços internacionais constantes, a taxa de inflação seria igual a zero e a demanda nominal por moeda $M^0 = E^0 \cdot m(0)$, onde E^0 é o nível em que a taxa de câmbio nominal é fixada. Enquanto mantida a paridade cambial, as reservas cairiam na mesma razão que o déficit fiscal.

Com a retirada do banco central do mercado cambial, a depreciação cambial seria igual a :

$$(3.26) \quad (dE/dt) \cdot (1/E) = \pi^1$$

Enquanto que a taxa de inflação seria determinada por :

$$(3.27) \quad \pi^1 \cdot m(\pi^1) = D\pi^1$$

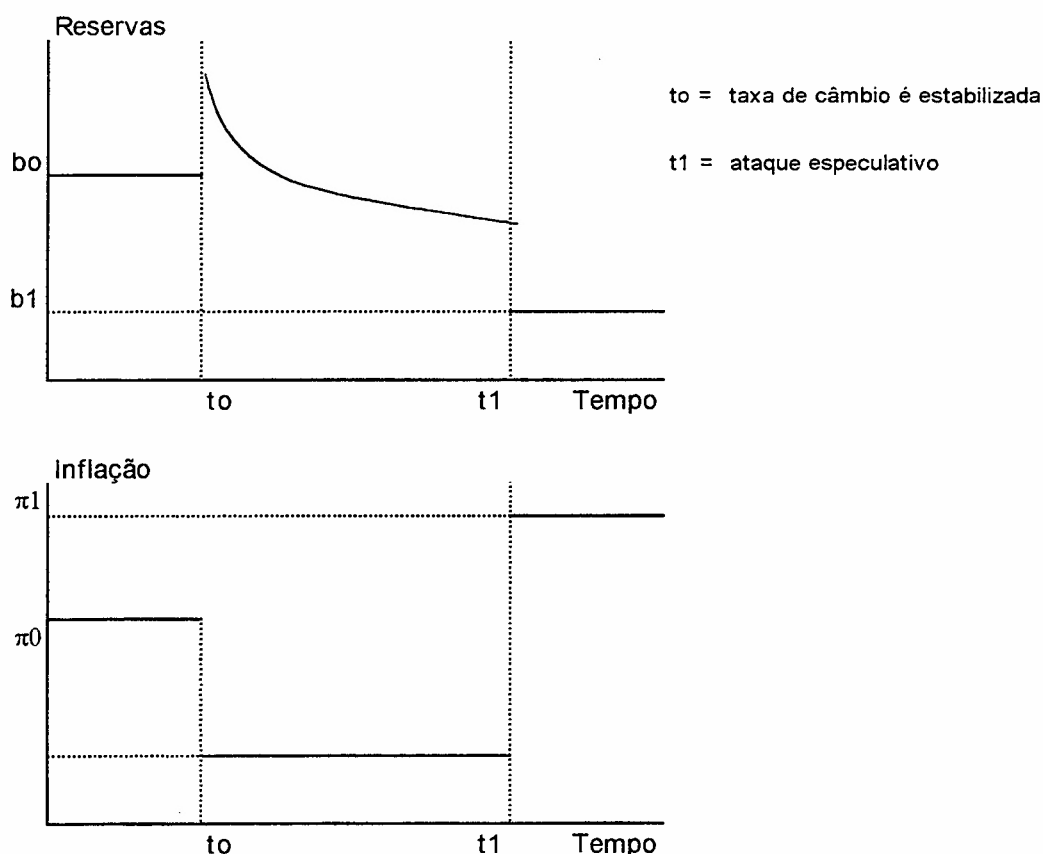
Assumindo, que após a retirada do banco central, a economia opere no lado esquerdo da curva de Laffer (demanda inelástica por moeda), a taxa de inflação dependeria basicamente do tamanho do déficit orçamentário. A trajetória da inflação e das reservas cambiais, como se pode ver na Figura 3.19. Apesar das hipóteses simplificadoras, o modelo mostra que a âncora cambial é uma condição suficiente para uma estabilização de curto-prazo, enquanto o equilíbrio orçamentário para a de longo-prazo.^{3.124}

^{3.124} Conforme Zini, A.A., Jr., *op. cit.*, p.29: A solvência intertemporal do governo é condição vital para estabilização e seria expressa pelo valor de mercado da dívida do governo (B):

$$B = \sum \delta^t \cdot R + \sum \delta^t \cdot IF$$

Onde t representa o tempo, δ a taxa de desconto, R resultado do orçamento primário e IF o imposto inflacionário.

Figura 3.19: Estabilização Temporária sem Reforma no Orçamento



O Quadro 3.15 aponta a existência, em todos países, de experiências fracassadas. Em algumas, teve-se o uso da taxa de câmbio como instrumento de desinflacionário. Como na Áustria em março de 1922, com a ajuda de um empréstimo externo, na Hungria com o plano Hegedüs em 1921, na Alemanha durante a primavera de 1923 e na Polônia com a introdução do *zloty*.

Há muitas controvérsias quanto aos efeitos das estabilizações sobre o nível de desemprego e da atividade econômica. A reconversão da indústria e a desvalorização do capital com os preços estáveis foram consideráveis. Na Alemanha, por exemplo, houve um sucateamento da indústria, dada a excessiva taxa de investimento durante o processo hiperinflacionário e a nova configuração de preços

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

relativos obrigou uma reestruturação das atividades econômicas, principalmente no setor exportador.^{3.125}

QUADRO 3.12: SUMÁRIO DAS CARACTERÍSTICAS DAS ESTABILIZAÇÕES				
	ÁUSTRIA	HUNGRIA	ALEMANHA	POLÔNIA
CONTAS PÚBLICAS	MELHORA	MELHORA	MELHORA	MELHORA
REFORMA MONETÁRIA	POSTERIOR	POSTERIOR	SIM	ANTERIOR
CONVERSIBILIDADE	POSTERIOR	POSTERIOR	POSTERIOR	POSTERIOR
TAXA DE CâMBIO	ESTABILIZADA	ESTABILIZADA	FIXA	FIXA / DESV. ESTABILIZADA
ENCAIXES REAIS	AUMENTO	AUMENTO	AUMENTO	AUMENTO
RESTRIÇÕES S/ ORÇAMENTO OU EMISSÃO MONETÁRIA	SIM, APÓS EMPRÉSTIMO INICIAL	SIM, APÓS EMPRÉSTIMO INICIAL	SIM, APÓS EMPRÉSTIMO INICIAL	SIM
TAXA REAL DE JUROS	ALTA	ALTA	ALTA	ALTA
SALÁRIO REAL	SOBE	?	SOBE	SOBE
DESEMPREGO	SOBE	SOBE	SOBE	SOBE
TAXA DE CâMBIO REAL	APRECIA	APRECIA	APRECIA	APRECIA
TRANSAÇÕES CORRENTES	NEGATIVA	NEGATIVA	NEGATIVA	NEGATIVA
ESTABILIZAÇÕES FRACASSADAS	1922	1921	1921 1923	1924

Wicker mostrou que houve um aumento do desemprego no setor financeiro, no setor público e uma redução na taxa emprego por unidade de produto^{3.126}. Contudo, mesmo com efeitos não desprezíveis, pode-se, com segurança, afirmar que, relativamente, a recessão foi menor que a prevista para a estabilização de inflações moderadas. Por exemplo Gordon ao avaliar os E.U.A, em um período posterior a 1922, estende aos demais países industrializados que:^{3.127}

"...[há] abundante evidência que sómente de 10 a 40% das mudanças na demanda nominal são absorvidas pela taxa de inflação no primeiro ano de suas execuções."

^{3.125} Yeager, L., *op. cit.*, p. 64-66.

^{3.126} Wicker, E. (1986), *op. cit.*

^{3.127} Gordon, R.J. "Why Stopping Inflation May be Costly: Evidence from Fourteen Historical Episodes", in Robert E. Hall (org). *Inflation: Causes and Effects*. Chicago: Chicago University Press, 1982. p.39

O quadro, ainda, apresenta o sumário das características de cada estabilização que serão pertinentes na discussão do papel da âncora cambial em programas de estabilização. Como, por exemplo, no caso austríaco e húngaro, a reforma monetária só ocorreu posteriormente às estabilizações e se limitaram a um corte de zeros na moeda. Já a introdução do *rentenmark* na Alemanha e do *zloty* na Polônia representaram um papel nada desprezível no término da inflação e se constituíram uma fonte de apoio ao Estado, até aquele momento, desacreditado.

A grande questão do uso da âncora cambial em programas de estabilização é como sustentar a paridade entre "a moeda ruim e a boa". Para tanto, três requisitos devem ser preenchidos: o banco central deve ter um volume de reservas suficiente para combater os ataques especulativos, o setor público deve apresentar uma solvência intertemporal e o nível da taxa de câmbio real deve se manter em um nível adequado para a manutenção do equilíbrio a médio e longo prazo no balanço de pagamentos.^{3.128}

A primeira condição para que haja a manutenção da paridade é que o governo disponha de um volume de reservas suficiente para arrefecer o fôlego dos especuladores do mercado cambial, principalmente, nos primeiros momentos da estabilização quando a confiança no poder público ainda não foi restaurada. Na Inglaterra, no auge do padrão-ouro, 10% como grau de cobertura seria suficiente, contudo, certamente este foi bem maior para a Áustria, Hungria, Alemanha e Polônia.

Na estabilização da Áustria, a posição de reservas do banco central era bem tênue e só foi melhorada com o aporte de fundos da Liga das Nações. Na estabilização da Hungria, um empréstimo do Banco da Inglaterra ajudou o grau de cobertura a se elevar para cerca de 40%. Na Polônia, durante a implementação do *zloty*,

^{3.128} Lopes, F.L.(1991). O austral conversível. *Revista de Economia Política* 11 (4), out-dez. Zini, A. A., Jr., *op.cit.*, p. 53.

a posição era bem mais confortável, o que não impediu a queima de reservas do banco central polonês. O volume de reservas sózinho não garantiu uma estabilização duradoura.

Como já apontado, em crises monetárias agudas há uma súbita redução nos encaixes reais que facilita a adoção da conversibilidade. Por exemplo, na Alemanha onde a hiperinflação foi mais explosiva, a posição de reservas do *Reichsbank* em 1923 correspondia a 95% das notas em circulação. Contudo, em dezembro do mesmo ano, se considerado um agregado monetário mais amplo que englobasse as moedas de emergência, empréstimos-ouro e outros ativos que tinham liquidez, o grau de cobertura cairia para cerca de 20%. Assim, se houvesse uma corrida contra o marco e o *rentenmark*, a estabilização estaria ameaçada.^{3.129}

Como já mostrado, a estabilização de longo prazo exige que o setor público não apresente déficit orçamentário, de modo a evitar que a monetização alimente a especulação. Embora Franco tenha mostrado que as verdadeiras reformas fiscais tivessem sido realizadas anteriormente e que a redução da taxa de inflação se encarregaria de reequilibrar as contas públicas, a incerteza era muito forte no momento da implementação das mesmas que apenas a estabilização dos preços fosse suficiente para a obtenção do equilíbrio fiscal.^{3.130}

Em meio a toda turbulência das crises monetárias, com moeda e déficit endógenos, qualquer medida estrutural na área fiscal seria ineficaz, como bem frisava o primeiro-ministro inglês Lloyd :^{3.131}

"Tentar equilibrar o orçamento do Estado em meio à instabilidade monetária é tal impossível quanto jogar bilhar a bordo de um navio tempestuoso"

^{3.129} Bresciani-Turroni, C., *op. cit.*, p.346, 448; Dornbusch, R. (1987), *op.cit.*, p. 354.

^{3.130} Franco, G. (1987), *op. cit.*

^{3.131} Citado por Batista Jr, P.N. (1992b). Crise Monetária e Reforma Fiscal in *Gazeta Mercantil*, São Paulo 11/8/92.

A despeito da controvérsia, a hipótese que a estabilização da taxa de câmbio deveria preceder à fiscal tinha força, como já fora apontado por Keynes durante os debates da comissão de *experts* para o caso alemão.

O trecho abaixo representa bem as idéias de Keynes:^{3.132}

"Se o governo alemão esperar até que o orçamento esteja equilibrado... terá que esperar para sempre a menos que tenha tentado iniciar a estabilização"

Schumpeter, para o caso austríaco:^{3.133}

"Não postergar a estabilização até que o orçamento pudesse ser estabilizado, mas ao contrário, iniciar com a estabilização e contar que o equilíbrio fosse obtido a posteriori ... quando a verdadeira proporção das coisas surgisse a tona."

O que se tem na realidade é a que a utilização da âncora cambial como instrumento desinflacionário serviria como um elemento de coordenação das expectativas que daria espaço de manobra ao governo, de modo a permitir a visualização exata da dimensão e natureza dos problemas referentes ao orçamento público e facilitar a implementação das reformas necessárias à sustentação do equilíbrio fiscal.

Contudo, a verdadeira base de sustentação adveio, nas hiperinflações estudadas, de duas formas: com apoio externo à manutenção da paridade cambial ou através de recursos fornecidos pelo setor privado. Áustria e Hungria contaram com o apoio técnico e financeiro das Liga das Nações, enquanto que Alemanha e Polônia

^{3.132} Keynes, J. (1922), "Lecture to the Institute of Bankers", 20/11 in Donald Moggridge (org.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIX, Part I, Cambridge, Inglaterra, Macmillan, Cambridge University Press for the Royal Economic Society, 1981.p.26.

^{3.133} Schumpeter, J., "The Currency Situation in Austria", in John P. Young (org), Washington: Commission of Gold and Silver Inquiry, United States Senate, 1925, serial 9, vol. 1, p.226-27.

tiveram que, inicialmente, recorrer às instituições internas, e só receberam apoio externo num segundo momento, após já iniciada a estabilização.

O nível da taxa de câmbio real deve ser compatível para o equilíbrio da conta do balanço de pagamentos, caso contrário poderá levar, como de uma maneira geral levou, ao déficit na conta corrente. Embora as economias estivessem plenamente dolarizadas, a fixação da taxa de câmbio levou à apreciação da taxa de câmbio real que só não inviabilizou a manutenção da paridade por causa de externalidades positivas.

A condição fundamental para que estabilizações com uso da âncora cambial apresentem consistência macroeconômica é a reconciliação entre a meta salarial dos trabalhadores e o nível compativo para produzir o equilíbrio na contas externas, caso isso não ocorrer, a taxa de câmbio real se apreciará e a estabilidade estará ameaçada.

Políticas de controle sobre a demanda podem sustentar os programas, dando espaço para a implementação de reformas que possam corrigir eventuais desequilíbrios. Contudo, a prática de taxas de juros muito elevadas é limitada, dado que pode representar uma mera troca entre inflação agora ou no futuro.^{3.134}

O quadro 3.16 mostra que nos seis meses posteriores à estabilizações houve uma forte elevação nos salários reais e na taxa de câmbio real indicando que tal reconciliação não ocorreu e as estabilizações só se tornaram bem-sucedidas pela presença de fatores exógenos que melhoram o balanço de pagamentos.^{3.135}

^{3.134} Sargent, T. and Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review Fall*.

^{3.135} No quadro considera-se o programa de 1924 na Polônia como exitoso.

AS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS DOS ANOS 20

Quadro 3.16: Salários Reais e Taxa de Câmbio Real (seis primeiros meses pós-estabilizações)		
País	Var. Salários Reais	Var. Taxa de Câmbio Real
Áustria	34,5%	39,1%
Hungria	n.d.	29,5%
Alemanha	135,2%	28,1%
Polônia	76,4%	35,4%

Fonte: Franco, G.H (1992, p.149)

Entre as circunstâncias favoráveis às estabilizações pode-se indicar a anexação, em 1923, da Alta Silésia pela Polônia. Como esta era uma região produtora de carvão, permitiu a quase triplicação das exportações. Na Hungria, além da ajuda externa, a ditadura de direita restringiu as aspirações da classe trabalhadora, melhorando a posição do setor externo. Na Alemanha houve o *write-off* das reparações de guerra que reduziram o ônus para apenas cerca de 8% das exportações, metade do qual foi financiado pelos recursos do Plano Dawes. Finalmente, a Áustria se beneficiou de um empréstimo de estabilização da Liga das Nações de aproximadamente o dobro da base monetária em preços estáveis.^{3.136}

Sob a égide do *laisse faire*, as estabilizações pouco se preocuparam com ajustes estruturais que se fariam sentidos anos mais tarde com a depressão econômica. As hiperinflações foram controladas com o uso da âncora cambial, tendo ênfase financeira, a manutenção do padrão-ouro só se fez possível com a abundância de recursos externos e ajuda de externalidades positivas. Enquanto, essas condições favoreceram, as economias recuperaram a atividade produtiva. Contudo, a fragilidade econômica reapareceu com toda força, em 1929, a partir da queda da Bolsa de Valores de Nova Iorque.

^{3.136} Franco, G. H. (1992), *op. cit.*

4) Âncora Cambial e Inércia Inflacionária

A partir da década de 30, com o abandono do padrão-ouro e a consequente difusão das moedas inconvertíveis de curso forçado, houve uma gradual perda de consciência da estabilidade dos preços. Sem esta âncora, tornaram-se possíveis variações nos preços que não fossem fruto exclusivo de alterações nas condições do lado real da economia.

A maior razão para o desprezo do sistema metálico deve-se às assimetrias dos efeitos produzidos por uma contração e uma expansão monetária. Uma real, advinda da rigidez para baixo dos preços da economia, indicava que a redução do meio circulante produzia uma alta na taxa de juros e recessão, enquanto que a financeira sinalizava o perigo de uma súbita redução da oferta monetária sobre a liquidez bancária.^{4.1}

A assimetria real, mais pertinente à discussão, pode ser vista quando se tem uma expressiva redução na oferta nominal de moeda em circulação. Com base na Identidade de Trocas, uma contração monetária não reduzirá o nível de produto e emprego se, e somente se, ocorrer uma deflação de ordem semelhante.

Não só pelo mecanismo de formação de preços mas, também, pela própria natureza humana, avessa a reduções nominais de preços e salários, é improvável que todos os preços se reduzam simultaneamente. Deste modo, para que a contração monetária seja neutra, é necessário que se tenha uma perfeita coordenação social dos preços, caso contrário, o lado real da economia será afetado e a distribuição da renda alterada.

O indicativo histórico mais importante das assimetrias é a Grande Depressão de 1929-1932 quando, a despeito de uma deflação de cerca de 30% nos E.U.A e Alemanha, teve-se uma assustadora redução na produção industrial americana e alemã, da ordem de 50% e 40%, respectivamente. Se considerada toda

^{4.1} Simonsen, M.H. (1995), *op. cit.*, p.153-56.

década de 20, o Reino Unido apresentou os mesmos efeitos, principalmente a partir do desastroso retorno ao padrão-ouro promovido por Churchill.

Naquele momento, o restabelecimento da paridade pré-guerra entre a libra-esterlina e ouro, desprezando as mudanças estruturais da economia, acabou valorizando a taxa de câmbio. A mesma taxa de câmbio real de 1914 aplicada em 1925 representou um verdadeiro desastre, já que as mudanças estruturais tinham alterado profundamente as condições reais de competitividade. Com isso, a tentativa, fracassada, de redução dos preços nominais submeteu o país a uma forte tensão econômica, social e política.

A experiência catastrófica com a depressão levou o pensamento econômico a ser mais tolerante com a inflação. A deflação deveria ser evitada a qualquer custo. Apesar da injustiças produzidas pela inflação, a deflação seria, do ponto de vista, social estúpida, dado que reduziria a produção e o nível de emprego.^{4.2}

Assim, o receio de uma nova depressão, obrigou uma maior inserção dos Estados no sistema econômico, de forma a garantir níveis adequados de emprego e impedir grandes oscilações na atividade produtiva. O fortalecimento da classe trabalhadora, com a externalização das suas posições na luta por uma fatia na renda e o fim da disciplina do desemprego deram um novo contorno ao conflito distributivo entre capital e trabalho, tornando a sociedade mais condescendente com a inflação e acentuando o "viés" inflacionário das economias.^{4.3}

^{4.2} Keynes, J.M. (1924), *op.cit.*

^{4.3} Kalecki, M. (1971). "Political aspects of full employment", in Kalecki, M., *Selected essays in the dynamics of capitalism economies*. Cambridge: Cambridge University Press; Singer, P. "Democracy and Inflation in the light of the brazilian experience", in Davidson, P. and J. Kregel (orgs). *Macroeconomics problems and policies of income distribution*. Londres: Edward Elgar, 1989; Carvalho, F. "Alta inflação e hiperinflação: Uma visão pós-keynesiana", in Belluzzo, L.G. e Batista Jr., P.N. (orgs), *op. cit.*, 1992.

A centralização do capital, permitindo a manutenção ou o aumento das margens de lucro das empresas através do repasse, acentuou o papel das firmas na determinação do perfil distributivo. Com a inviabilidade da deflação, a sustentação da demanda agregada por parte do governo beneficiou as empresas, reforçando ainda mais o poder das mesmas na luta pela renda. A inflação foi ganhando cada vez mais um caráter autônomo em relação ao mercado.^{4.4}

A tolerância com a inflação e a inflexibilidade para baixo de preços e salários tornaram as economias moderadamente inflacionadas. Com isto, um período sem reajuste de preços poderia significar uma redução da parcela de um determinado agente sobre a renda. O repasse do aumento geral no nível de preços poderia se tornar legítimo e independente de qualquer alteração nas condições de mercado e preços relativos.

O comportamento rígido dos agentes econômicos na proteção da participação da renda viria a constituir a inércia inflacionária. Na ausência de choques, a inflação corrente seria determinada pela taxa de inflação passada. Assim, ainda que com preços relativamente estáveis, a elevação de preços apresenta um componente inercial e os choques só têm os seus efeitos dissipados lentamente.

A transformação da estrutura econômica, via reajuste de preços relativos, necessária à promoção do desenvolvimento na América Latina, a partir da década de 50, foi a gênese da chamada inflação crônica ou inercial. Dada a inflexibilidade dos preços para baixo e a insuficiência de poupança interna e de recursos externos, o crescimento econômico só pode ser obtido como a disseminação, da inflação, como nos países europeus após o final da I Grande Guerra, porém, agora com um agravante: a perda da consciência sobre a estabilidade de preços.^{4.5}

^{4.4} Bresser Pereira, L. C. (1981). A Inflação no capitalismo de Estado (e a experiência brasileira recente). *Revista de Economia Política* 1(4), abr.

^{4.5} Olivera, J. La Teoría Monetaria de la Inflación. *Trimestre Económico*, out, 1960; Lopes, F. L. w E. Bacha. Inflation, growth and wage policy: a Brazilian perspective. *Journal of Development Economics*, set, 1983.

Como nas hiperinflações da década de 20, a análise do processo inflacionário crônico na América Latina envolve a compreensão dos instrumentos acomodativos à instabilidade monetária. A inflação crônica representa também algo mais que muita moeda em busca de poucos bens. Contudo, ao contrário da hiperinflação, a taxa de inflação não atinge níveis tão explosivos e se mantém por períodos mais longos, pois desenvolve-se mecanismos paralelos que asseguraram uma relativa convivência pacífica com a elevação dos preços, sem que a atividade econômica fosse prejudicada.

Com a disseminação da inflação crônica e a perda da consciência da estabilidade de preços, os agentes passaram a ter um comportamento defensivo na formação dos seus preços, assim os reajustes representam uma tentativa de recomposição da renda real do período anterior. Com todos agentes se comportando de tal forma e as regras de recomposição de preços estáveis, os preços relativos não se alteram, a inflação se perpetua e o conflito distributivo é contornado. Assim, a tentativa de se neutralizar os efeitos da inflação, via mecanismos de indexação formal e informal, seria a razão para a existência da inércia inflacionária.

Com a perda da convicção da estabilidade, quase a totalidade dos agentes econômicos passaram a mudar os seus padrões de comportamento. A inflação é o reflexo do conflito distributivo entre todos agentes econômicos na luta pela participação na renda. De forma defasada e não sincronizada, cada agente econômico altera o seu preço. Não haveria nenhum ponto de equilíbrio, mas sim um vetor onde os preços reais oscilariam durante o período de reajustes. Para que a inflação se mantenha estável, os agentes econômicos deveriam estar satisfeitos com os seus preços médios e, conseqüentemente com a sua participação na renda.

Durante os anos 60 e 70, criou-se um certo entusiasmo com o papel da indexação no combate à elevação dos preços e como meio de isolamento do setor real dos efeitos da inflação ^{4.6}. Contudo, a realidade se mostrou bem diferente, pois a medida que a indexação foi se alastrando, preços e salários tornaram-se cada vez mais rígidos. O sistema de preços passou, cada vez menos, a informar adequadamente as condições de oferta e de demanda dos mercados. Qualquer alteração nos preços passou a ser tida como parte do conflito distributivo. O repasse do aumento de preços tornou-se legítimo e a inflação foi ganhando cada vez mais um caráter autônomo em relação ao mercado, e se tornando definitivamente um elemento de conciliação dos interesses da sociedade. ^{4.7}

Com o aprofundamento da indexação em um regime de inflação crônica, qualquer correção de eventuais desequilíbrios no lado real da economia pode significar acréscimo no índice geral de preços. Por exemplo, qualquer choque que produza uma súbita redução da oferta de um determinado bem exige que o mesmo tenha um ajuste favorável em seu preço relativo. Porém, pela inflexibilidade para baixo dos preços nominais dos demais bens, o equilíbrio só é alcançado com a elevação do preço nominal do bem e, conseqüentemente, com a elevação na taxa de inflação.

É evidente que os efeitos de um choque inflacionário podem ser dissipados com a prática de uma política monetária ativa. Contudo, em uma economia com inflação crônica, isso só é possível mediante a produção de uma crise de liquidez

^{4.6} Friedman, M. (1974). "Monetary Correction" in American Enterprise Institute (org), *Essays on Inflation and Indexation*.

^{4.7} Bresser Pereira, L.C. (1981). A Inflação no capitalismo de Estado (e a experiência brasileira recente). *Revista de Economia Política* 1 (2), abr.

na economia. A oferta monetária se torna endógena, repetindo o padrão visto no relato das hiperinflações europeias da década de 20.^{4.8}

Na década de 70, a crise do petróleo produziu a chamada "estagflação", com as economias centrais tendo a sua taxa de inflação aumentada, ainda que tivessem recessão. Com isso, as teorias keynesianas de inflação, sintetizadas na Curva de Phillips, foram minadas e a inflação passou a ser explicada por um "instrumento mágico": as expectativas dos agentes econômicos. Através de um "viés ideológico", a inércia foi incorporada à dinâmica inflacionária, sendo o resultado das expectativas adaptativas dos agentes econômicos.^{4.9}

Segundo Bresser Pereira e Nakano, a dinâmica inflacionária deveria ser interpretada sob a ótica de três fatores: aceleradores, mantenedores e sancionadores. Como fatores aceleradores, pode-se enumerar: o aumento dos salários reais acima da produtividade, a elevação das margens de lucro, choques de oferta, etc. Já como elementos mantenedores da inflação, ou os que geram a inércia inflacionária, tem-se o conflito distributivo e a indexação. Por fim, a expansão monetária e o déficit público seriam os fatores sancionadores da inflação, quando estes se acomodassem *a posteriori* à elevação do índice geral de preços.^{4.10}

O desconhecimento das verdadeiras razões para a existência da inércia inflacionária pode ser apontado como uma das principais razões para o fracasso da experiência monetarista no Cone Sul, durante a década de 70. Naquela ocasião, com a ascensão ao poder dos militares, efetuou-se o casamento entre o paradigma

^{4.8} Rangel, I. *A Inflação Brasileira*. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1963.

^{4.9} Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, mar, Phelps, E.S. Money Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium. *Journal of Political Economy*, jul-ago, 1967.

^{4.10} Bresser, L. C. e Y. Nakano. Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. *Revista de Economia Política* 4(1), jan/mar, 1984.

monetarista e as posições radicais conservadoras no combate aos processos inflacionários crônicos.^{4.11}

Vista como um fenômeno puramente monetário, a inflação seria atacada através da redução do crescimento da oferta monetária e da sua principal fonte geradora: o déficit fiscal. A eliminação do déficit no balanço de pagamentos e a restauração da atividade econômica eram elementos subjacentes da política econômica.

As economias se abriram ao comércio internacional e ao fluxo de capitais, desenvolveu-se o setor financeiro privado e reduziu-se drasticamente o papel do Estado na economia. A retirada do setor público da atividade econômica foi feita conjuntamente com a centralização do poder político nas "juntas militares" que contavam com plena autonomia no estabelecimento das regras do jogo.

Os governos puderam contar com os chamados poderes emergenciais que permitiram a supressão das organizações trabalhistas. Com a ascensão dos grupos empresariais no processo decisório amputou-se uma perna do conflito distributivo. Implicitamente, o autoritarismo surgia como condição necessária ao sucesso das políticas econômicas ortodoxas.^{4.12}

Como resultado, Chile e Uruguai sofreram uma redução nos salários reais de cerca de 18%, nos períodos 1973-1976 e 1974-1978, respectivamente. No Chile, a taxa de desemprego saltou de 4,6% em 1973 para 16,8% em 1976. No Uruguai, o desemprego aumentou em dois pontos percentuais, embora na Argentina

^{4.11} Foxley, A. *Latin American Experiments in Neoconservative Economics*. Los Angeles: University of California Press, 1983.

^{4.12} Foxley, A., *op. cit.*, p.16.

tenha reduzido. A despeito da queda nos salários reais e aumento no desemprego, a redução da inflação não atingiu o nível esperado pelas previsões monetaristas.^{4.13}

As expectativas inflacionárias eram razão para a existência da inércia inflacionária. Essa, por sua vez, era tida como resultado de um círculo vicioso, onde a antecipação da depreciação da taxa de câmbio regia o processo de revisão dos preços. Assim, a única forma para se escapar desta armadilha era impedir o *feedback* da desvalorização da moeda sobre a inflação. Nada mais justo, então, que se ditasse, antecipadamente, as regras na área cambial.

De maneira a quebrar a inércia, as autoridades econômicas passaram para uma nova fase na busca pela estabilização, anunciando antecipadamente uma taxa de desvalorização cambial decrescente através do tempo. Tal sistema, conhecido como *tablita*, era uma variante do regime cambial fixo. Seu ponto favorável era a sinalização aos agentes econômicos da queda na taxa de inflação e, com isso, indução a um aumento na demanda real por moeda.

Com esse regime cambial, a oferta monetária se tornava endógena e o sistema econômico funcionaria conforme às previsões da Abordagem Monetária do Balanço de Pagamentos, o que era nada mais que um refinamento teórico do mecanismo de fluxo-espécie-preço, de Hume. O uso da taxa de câmbio como instrumento desinflacionário, mais a abertura da economia, atrelaria os preços internos aos externos, fortaleceria a credibilidade do governo e, por fim, reverteria as expectativas dos agentes econômicos. Assim, com uma perfeita mobilidade de capital, os preços seriam flexibilizados e a inflação convergiria ao nível internacional.^{4.14}

^{4.13} Solimano, A., *op. cit.*, p.9.

^{4.14} Dornbusch, R. (1982). Stabilization Policies in Developing Countries: What have we Learned. *World Development* 10 (9).

A Argentina se valeu de tal sistema até 1981 e o Uruguai até 1982, enquanto o Chile recorreu à taxa de câmbio fixa, entre junho de 1979 e junho de 1982. No período, no Chile e Argentina, a inflação decresceu, os salários reais aumentaram e o desemprego decresceu. Nos três países a economia cresceu, enquanto a taxa de câmbio apreciou cerca de 50% no Chile (1976-1980) e na Argentina (1978-1980), propiciando um desequilíbrio insustentável no balanço de pagamentos. A diferença crucial entre as três experiências é que o Chile eliminou o déficit público antes da utilização da âncora cambial enquanto que, no caso argentino, de pronto se podia ver que as políticas fiscal e cambial eram incompatíveis macroeconomicamente.^{4.15}

A grande liquidez do mercado internacional de capitais e a valorização das moedas serviram para a acumulação de uma excessiva dívida externa. Com os choques da elevação da taxa de juros, redução dos termos de troca e o término do fluxo de capitais, os governos foram obrigados a abandonar a âncora cambial e ajustar as suas contas externas, promovendo uma desvalorização cambial e a redução da absorção doméstica, que tiveram como efeito a aceleração da inflação, a queda na atividade econômica e a redução dos salários reais e o desemprego.

Embora Argentina e Uruguai representassem também experiências mais radicais de suas histórias, o chamado *Chicago Experiment*, no Chile, constituiu-se no caso mais puro de um programa de estabilização de cunho monetarista. Apesar do fracasso com a utilização da âncora cambial ser revertido posteriormente, a experiência chilena é sem dúvida de extrema significância, uma vez que a persistência da inércia inflacionária e a consequente sobrevalorização cambial foi o maior entrave à manutenção da paridade cambial com o dólar. Assim a primeira parte deste capítulo

^{4.15} Para uma comparação das três experiências ver Corbo; V., J. De Melo; J. Tybout. What Went Wrong with the Recent Reforms in the Southern Cone? *Economic Development and Cultural Change*, 1986.

deter-se-á na experiência chilena, a partir do golpe militar, mais particularmente, com o início da utilização das *tablitas*.

Com o colapso do sistema monetário produzido em Bretton Woods, as economias industrializadas passaram adotar, a partir de 1973, regimes cambiais flexíveis. Entretanto, só a partir da crise da dívida em 1982 é que os países menos desenvolvidos passaram a aderir o movimento. De forma, a ajustar as contas externas, os países recorreram a grandes desvalorizações nominais na taxa de câmbio e passaram a adotar regimes cambiais ajustáveis, conforme o diferencial da taxa de inflação interna e internacional (PPC). Isso possibilitava a manutenção de uma taxa de câmbio real competitiva, todavia às custas do aprofundamento da inércia inflacionária.

Em comparação com as inflações crônicas, os processos hiperinflacionários apresentam as sementes da sua auto-destruição. Com a trajetória galopante da inflação e a utilização crescente da moeda estrangeira como unidade de conta há uma brutal redução do intervalo de reajustes de preços, de forma que a memória inflacionária é apagada e os preços perdem completamente a sua rigidez, como destacam Kiguel e Liviatan:^{4.16}

" Quando a inflação se eleva... preços e contratos se tornam quase que inteiramente sincronizados. A hiperinflação se assemelha a um sistema de preços e salários flexíveis sem rigidez nominal, com um potencial de resposta muito rápida às medidas de desinflação. A inflação se torna um balão que pode ser trazido muito rapidamente para baixo. "

^{4.16} Kiguel, M. e N. Liviatan (1988). Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America. *The World Bank Economic Review* 2 (3), set.p.276.

No estágio final do processo hiperinflacionário a renda real torna-se independente da taxa de inflação, de modo que a inflação relevante para maior parte da economia é a variação dos preços dos bens domésticos em termos de moedas estrangeiras. Contudo, se na tentativa de recomposição da renda real, os agentes cotarem os seus preços em níveis incompatíveis com a estrutura de preços relativos vigente na economia a taxa de câmbio real tenderá a se valorizar.

Uma outra justificativa para o final da inércia inflacionária nas estabilizações de processos hiperinflacionários se refere ao fato de que em função da dramaticidade e dos entraves e incômodos na vida diária, não se teria outra alternativa à estabilização. Como Keynes apontou: ^{4.17}

"Quando o valor da moeda cai a um valor tão baixo ... e desde que as tentativas do público de se economizar o uso de moeda, criaram inúmeras inconveniências que é impraticável se continuar, mesmo que com um moderado enfraquecimento do grau de desconfiança no valor futuro da moeda elevará o uso da mesma, de modo que o valor agregado da mesma tenderá a se recuperar."

Embora o Chile apresentasse equilíbrio nas contas públicas, a fixação da taxa de câmbio foi incapaz de quebrar a inércia inflacionária. Ao contrário das experiências hiperinflacionárias, países com inflação crônica apresentam uma memória inflacionária e as suas economias não estão plenamente "dolarizadas".

Assim, a correção das variáveis fundamentais e a fixação da taxa de câmbio não são capazes de remover a inércia inflacionária. Apesar de necessária, a cura ortodoxa se mostrou insuficiente para a obtenção da estabilidade, de forma que a

^{4.17} Keynes, J. M. (1924), *op. cit.*, p.47.

preocupação dos programas de estabilização passou a ser deslocada para o lado da oferta.^{4.18}

Os inúmeros fracassos de programas de estabilização que se valeram das âncoras clássicas (monetária e cambial) levou o reconhecimento da necessidade de se quebrar a inércia inflacionária e realçou a importância da criação de instrumentos que visassem a neutralização da inércia inflacionária. Assim em meados dos anos 80, surgiram os chamados planos "Heterodoxos". Tais programas eram inovadores por duas razões: primeiro, quebraram abruptamente, através de um choque, a tendência das principais variáveis macroeconômicas. Segundo, entre as medidas relativas às políticas de rendas, estariam o congelamento de preços e salários conjuntamente com a fixação da taxa de câmbio e a desindexação da economia.^{4.19}

A inexistência de agentes econômicos predispostos a darem o pontapé inicial na redução dos seus salários ou nas suas margens de lucro impede que o processo inflacionário seja estancado. Se mantida a atitude de "esperar para ver", reduzindo os preços somente após todos agentes econômicos terem feito o mesmo, a inflação não se reduzirá. O processo de formação de preços funcionaria como em um jogo não cooperativo, onde cada agente individual desconhece as decisões tomadas pelos demais indivíduos. Isso torna improvável o fato de fazer o primeiro movimento. Essa seria a *rationale* para o uso de políticas de rendas que deveriam ser utilizadas como instrumento de coordenação das jogadas dos agentes econômicos.^{4.20}

^{4.18} Bruno, M. (1991b). "Introduction and Overview", in M. Bruno; S. Fischer; E. Helpman; N. Liviatan (orgs), *Lessons of economic stabilizations and its aftermath*. Cambridge: MIT Press, 1991.

^{4.19} Blejer, M.I. e A. Cheasty. High Inflation, Heterodox Stabilization, and Fiscal Policy. *World Development* 16(8), 1988.

^{4.20} Dornbusch, R. e M.H.Simonsen. "Inflation Stabilization: The Role of Incomes Policy and of Monetization" in Dornbusch, R. (org), *Exchange Rates and Inflation*. Cambridge, Mass: MIT Press, 1988.

Apesar da intervenção nos preços poder criar desequilíbrios nos mercados, o uso temporário dos controles seria justificado pelo fato de transformar o governo no leiloeiro walrasiano. Os controles transmitiriam a cada agente econômico como deveriam agir, ou melhor, orquestrariam as jogadas simultâneas dos formadores de preços de maneira a facilitar a obtenção do equilíbrio. Com isto se teria um espaço de tempo com preços estáveis, que permitiria o ajustamento das contas públicas e a implementação das reformas estruturais necessárias.

A desindexação seria realizada por intermédio de uma reforma monetária que teria a função de encolher a memória do sistema econômico na ausência da hiperinflação. As duas características principais, de tal reforma, seriam reescrever os contratos para o novo ambiente não inflacionário e a introdução de um novo padrão monetário. A primeira é de maior importância, pois os contratos em vigência incorporam uma expectativa inflacionária que não será concretizada com o lançamento do programa de estabilização. A reforma monetária teria a função de evitar que a estabilização produzisse uma redistribuição de renda injusta entre credores e devedores e promovesse uma instabilidade financeira. A segunda, como visto nas hiperinflações européias, teria como objetivo o aumento da confiança e a consolidação das expectativas dos agentes econômicos.

A segunda e terceira experiências a serem estudadas permitem uma comparação entre hiperinflações e inflação crônica. A estabilização da taxa de câmbio na Bolívia foi uma condição necessária para o término da inflação. Para Lopes, o caso boliviano se caracterizou por um fracasso, dado que os preços só foram estabilizados, em agosto de 1985, após a economia já ter incorrido nas agruras de um processo hiperinflacionário.^{4.21}

^{4.21} Lopes, F.L. (1989), *op.cit.*, p. 66-67.

Já, Israel, pode ser caracterizado como, talvez, a única experiência heterodoxa bem sucedida. Iniciado em julho de 1985, a estabilização israelense foi alcançada com custos relativos de transição. Apesar de apresentar a mesma intensidade de "dolarização" que a economia boliviana, o programa de estabilização se valeu de âncoras adicionais e tornou-se o paradigma da heterodoxia: um choque na economia, baseado no congelamento de longa duração na taxa de câmbio, apoiado em congelamento de preços e salários, complementado por austeridade fiscal e contando com uma boa sustentação política, tanto no lado interno, quanto externo.

A quarta parte do capítulo analisará o *currency-board* argentino. Após inúmeros fracassos, a Argentina partiu radicalmente para adoção de um variante do regime cambial fixo. Na realidade, implantou-se um rígido esquema monetário e cambial que garantiu, por lei aprovada pelo Congresso, a conversibilidade da moeda e subordinou a emissão monetária às reservas cambiais. Contudo, o déficit em conta-corrente e a dependência de capitais externos para o fechamento do balanço de pagamentos apontam a vulnerabilidade argentina. Apesar dos resultados positivos na área fiscal e no grande avanço das reformas estruturais, o êxito da estabilização econômica da Argentina está estreitamente vinculado às condições do mercado internacional de capitais.

A quinta parte tratará o chamado Plano Real. Com certo grau de semelhança ao programa argentino, o programa estabilização brasileiro apresentou um maior grau de sofisticação na engenharia financeira. Totalmente exitoso no combate à inflação, a sustentabilidade do Plano Real é ameaçada pela forte dependência de capitais externos e pela profunda deterioração do quadro fiscal, com a defesa da moeda por meio de taxas de juros extremamente elevadas.

4.1) Chile: O Fracasso do Conservadorismo

A análise parte de novembro de 1970, com a ascensão de Allende. Primeiro marxista eleito democraticamente na história ocidental, tinha como metas a aceleração do crescimento econômico e a melhoria das condições de vida das classes mais pobres. Dado que a maioria do parlamento estava em mãos oposicionistas, o governo da Unidade Popular foi incapaz de financiar seu programas através da arrecadação de impostos. Contudo, isto não impediu o prosseguimento dos seus planos. Contando com o fato que, se acompanhado por ações administrativas corretas, o déficit fiscal não poderia ser inflacionário, promoveu uma forte elevação dos gastos com despesas públicas.^{4.22}

Entre as medidas da administração da Unidade Popular, esteve a nacionalização do setor bancário e das minas de cobre, a intensificação da reforma agrária e a expropriação de uma boa parte das firmas industriais. Com a expansão dos gastos públicos e a elevação dos salários reais, o déficit orçamentário saltou de 3% para 11%. De modo a impedir a escalada da inflação, imprimiu-se um forte controle sobre os preços, criando uma "inflação represada".^{4.23}

Durante, o governo de Allende abandonou-se a prática das minidesvalorizações em favor de uma taxa nominal cambial fixa. A paridade foi sustentada temporariamente, principalmente através de restrições comerciais e com a aplicação de múltiplas taxas de câmbio. Em agosto de 1972, promoveu-se uma forte desvalorização da moeda, de modo que as importações tornaram-se 90% mais caras, enquanto que a taxa de câmbio para as exportações aumentou em 33%. Contudo,

^{4.22} Experiência, hoje reconhecida, como exemplo típico de populismo econômico. Ver Dornbusch, R. and S. Edwards. *The Macroeconomics of Populism in Latin America. World Bank Working Papers* 316, dezembro, 1989.

^{4.23} *Idem*, p. 7-8.

como a desvalorização foi repassada aos salários, os seus efeitos foram praticamente nulos.^{4.24}

Com a expansão da crise no setor externo, as reservas cambiais, no primeiro semestre de 1973, passaram a cobrir apenas dois meses de importações. A implementação de um sistema de câmbio múltiplo de pouco adiantava e a economia chilena tornou-se caótica, beirando à hiperinflação. Havia inquietação de grande parte da sociedade, surgindo discordâncias, até mesmo entre os próprios governantes. Em, setembro aproveitando-se desse clima, através de um golpe de Estado, os militares tomaram o poder.^{4.25}

ANO	INFLAÇÃO	CRESCIMENTO ECONÔMICO	DÉFICIT PÚBLICO/ PNB	DÉFICIT EM CONTA CORRENTE/ PNB	TAXA DE DESEMPREGO (Santiago)	SALÁRIOS REAIS
1970	32,5%	2,1%	6,7%	-1,0%	7,1%	100,0
1971	22,1%	9,0%	15,3%	-1,8%	5,5%	116,9
1972	117,9%	-1,2%	24,5%	-3,1%	3,8%	105,1
1973	487,5%	-5,6%	30,5%	-2,8%	4,6%	71,4

Fonte: Corbo, V. and Solimano, A. (1991, p.60-61).

Recém empossado, o governo ditatorial deparou-se com um dilema, qual seja, como restabelecer o equilíbrio dos preços relativos da economia sem a perda do controle sobre a inflação. A expansão monetária e o controle de preços, promovidos durante o governo Allende, levaram à escassez de mercadorias, ao racionamento e ao surgimento do mercado negro, sintomas do chamado *monetary overhang*^{4.26}. Como descrito pelo ministro da Unidade Popular:^{4.27}

" O mercado negro ou paralelo emergiu no Chile em 1972, e teve sua importância

^{4.24} *Idem.*, p. 26-27.

^{4.25} Edwards, S., and A. Cox-Edwards, *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*. Cambridge, Mass: Ballinger. 1987. p.8.

^{4.26} *Monetary Overhang* é entendido aqui como o processo onde a oferta monetária excessiva não se traduz na elevação dos preços, mas com o declínio da velocidade de circulação da moeda e as reduzidas chances da conversão da mesma em bens e serviços. Com essas circunstâncias, não só os preços relativos estão desequilibrados, mas os encaixes reais (m) excedem a demanda real por moeda (m*).

^{4.27} Citado in Edwards, S. *Stabilization and Liberalization Policies in Central and Eastern Europe: Lessons from Latin America* (1993). *NBER Working Papers Series* 3816, p. 25.

aumentada durante 1973. O desequilíbrio econômico cresceu mais rapidamente que os novos mecanismos de controle... O excesso de demanda agregada e ... a expansão monetária aumentaram na primeira metade de 1972... As distorções dos preços relativos também alimentaram o mercado negro, ... [especialmente] no setores têxtil e de construção."

O dilema do *monetary overhang* só propiciava as seguintes alternativas ao governo militar: (1) reduzir o estoque monetário nominal através de uma reforma monetária confiscatória, como em alguns países no pós-II Guerra; (2) permitir um grande salto no nível de preços; (3) um aumento no produto real; (4) aumentando a demanda real por moeda. Pela impraticabilidade de curto prazo das últimas opções e pelo caráter "liberal" dos novos governos, as autoridades preferiram o segundo caminho, flexibilizando abruptamente os preços ^{4.28}. O aumento excessivo dos preços seria transitório, dado que a promoção da competição, via abertura, reduziria as expectativas inflacionárias. ^{4.29}

Como esperado, a inflação acelerou, chegando a 87,5% em outubro de 1973. Todavia, a opção incorria no risco de uma reação em cadeia que poderia se perpetuar por muito tempo, principalmente em países que historicamente apresentam um processo inflacionário crônico ^{4.30}. Com o receio de repasse nos preços, os salários foram mantidos sob controle até janeiro de 1974, enquanto os demais preços comportar-se-iam conforme as expectativas inflacionárias do mercado. ^{4.31}

^{4.28} Corbo, V and A. Solimano (1991). Chile's Experience with Stabilization Revisited. *World Bank Working Papers* 579, janeiro, p. 11-16.

^{4.29} Ramos, J. The Economics of Hyperstagflation: Stabilization Policy in Post 1973 Chile. *Journal of Development Economics* 7, 1980. p. 472-73.

^{4.30} Edwards, S., and A. Cox-Edwards, *op. cit.*, p. 27; Corbo, V. and S. Fischer, "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery" in Bosworth, B; R.Dornbusch.; R. Labán (orgs). *The Chilean Economy; Policy Lessons and Challenges*. Washington: The Brookings Institution, 1994, p.44.

^{4.31} Ramos, J., *op. cit.*, p.469.

Do lado fiscal, promoveu-se uma forte redução do déficit público. Com a eliminação dos subsídios, a demissão de mais de 50.000 funcionários públicos (num período de 18 meses). A privatização propiciou aos cofres do governo mais de US\$ 1 bilhão, enquanto que a principal mudança tributária foi a criação do imposto de 20% sobre o valor adicionado, embora simultaneamente houvesse a eliminação ou a redução de vários impostos diretos.^{4.32}

De forma a impedir uma crise no balanço de pagamentos, o governo reduziu para três o número de taxas de câmbio e promoveu uma forte desvalorização cambial que, dada a anterior existência de inúmeras taxas de câmbio, não se pode mensurar precisamente^{4.24}. Ainda que, de forma gradual e imprecisa, o novo regime tomou partido a favor das reformas liberalizantes, tendo como meta a uniformização das tarifas em 10% para meados de 1979.^{4.33}

Apesar das autoridades encararem a inflação como um fenômeno puramente monetário, temia-se os custos sociais de um ataque mais frontal. A inflação foi atacada gradualmente, conforme o relatório do ministro das finanças:^{4.34}

" A primeira decisão na política anti-inflacionária consistiu em adotar uma perspectiva gradualista ao invés de um ataque mais efetivo... O término da inflação instantaneamente implicaria a imediata eliminação do déficit fiscal, e a redução do crédito ao setor privado... Uma simples análise destas medidas dá uma idéia das consequências deste tipo de [abrupta] política... O custo social, em termos de perda de produção, emprego e renda...seria muito alto e nós estamos cientes que a maioria dos chilenos não desejariam aceitá-lo."

^{4.32} Edwards, S., and Cox-Edwards, A., *op. cit.*, p. 29; Foxley, A., *op. cit.*, p.49-50.

^{4.24} A desvalorização, entre setembro e outubro de 1973, tenha sido cerca de 230% . Ver Foxley, A., *op.cit.*, p.49.

^{4.33} A meta só foi estabelecida em 1977. Ver Edwards, S, and Cox- Edwards, A., *op. cit.*, p. 112.

^{4.34} Mendez, J. C. *Chilean Economic Policy*. Chile: Calderon, 1979. p.103-04.

Durante 1974, com a liberação dos preços, o excesso de oferta monetária transformou-se em abundância de bens. Houve uma redução na atividade industrial e um aumento no nível de desemprego, com a persistência da inflação e o deslumbramento de uma crise cambial, com a perda de 30 e 40%, respectivamente, das reservas cambiais no quarto trimestre de 74 e primeiro de 75.^{4.35}

A inoperância do gradualismo, mais a deterioração dos termos de troca (com a queda do preço do cobre e a elevação do custos com o petróleo) levaram as autoridades a buscar um ataque mais contundente à inflação. Assim, em abril de 1975, implementou-se um programa que visava reduzir, drasticamente, a inflação em um ano. Entre as principais medidas estavam: uma forte redução das despesas do governo (cerca de 27% em termos reais), calcada principalmente nos gastos com investimento; elevação temporária em 10% no imposto de renda; 10% de imposto adicional sobre os bens de consumo de luxo; término das isenções no imposto por valor adicionado; aumento nas tarifas públicas; um aprofundamento nas reformas de longo-prazo, com a aceleração das privatizações e na redução das tarifas aduaneiras e, a partir do segundo trimestre de 1975, um choque monetário.^{4.36}

Com o golpe militar, o poder sindical foi fortemente reduzido com a proibição de greves e o impedimento das atividades sindicais. São tomados alguns passos em busca de uma reforma no mercado de trabalho como: a redução dos impostos na área da previdência e a retirada da *ley de inamovilidad*, que tornava o rompimento dos contratos de trabalho muito onerosos aos empregadores.

^{4.35} Edwards, S. and Cox-Edwards, A., *op. cit.*, p.30.

^{4.36} A negação é feita em Harberger, A.C (1982). "The Chilean economy in the 1970s: Crisis, stabilization, liberalization, reform" in Cline, W.R. and Brunner, K. (orgs). *Economic Policy in a World of Change*. (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 17). O aperto é comprovado por: Corbo, V. and Solimano, A. "Chile's Experience with Stabilization Revisited" in Bruno, M., *op.cit*, 1991.p. 63-64.

Em 1974, criou-se um mecanismo de indexação salarial e concedeu-se um aumento real do salário mínimo. Em 1979, o novo código trabalhista assegurava que o nível mínimo oferecido nos contratos coletivos deveria ser igual ao último corrigido pela inflação. Com isto, a prática da indexação à inflação passada é disseminada para os demais contratos.^{4.37}

Firmemente convictos de que a criação de moeda via déficit fiscal era a causa central da inflação, as autoridades adotavam um regime cambial ajustável que mantinha a paridade do poder de compra. Com isto afastou-se o perigo iminente de uma crise no balanço de pagamentos, encorajou-se os setores exportadores não tradicionais e facilitou-se o processo de redução das tarifas.^{4.38}

Os mecanismos de ajuste da taxa de câmbio e dos salários criavam um componente inercial na inflação que impedia a sua redução, mesmo com o deslumbramento de uma recessão sem precedentes. Porém, a inércia era creditada às altas expectativas inflacionárias, mantidas desde o tempo do governo Allende, à forte desvalorização da moeda e à manutenção de uma elevada taxa nominal de juros. Com o déficit fiscal sobre controle e com uma menor taxa de expansão monetária, centrou-se a preocupação com o papel das expectativas na dinâmica inflacionária. Como descreve Ramos:^{4.39}

" As expectativas servem para amortecer a inflação, mas, também, tendem a manter a inflação. Por causa das expectativas, os males da inflação tornam-se proporcionais, não a taxa de inflação, mas a diferença entre a taxa de inflação efetiva e a esperada. Mas se as expectativas tornam suportáveis as altas taxas de inflação, elas também tornam as políticas de estabilização mais difíceis de serem

^{4.37} Edwards, S., and Cox- Edwards, A., *op. cit.*, p. 139-40. Corbo, V. e Fischer, S. (1994), *op. cit.*, p.46-47.

^{4.38} Edwards, S., and Cox- Edwards, A., *op. cit.*, p.33-34.

^{4.39} Ramos, J., *op.cit.*, p. 486.

implementadas. Desacelerações no crescimento da demanda nominal tenderão a ser absorvidos primeiro na queda do produto ao invés do que apenas um declínio na taxa de inflação. As expectativas inflacionárias introduzem uma inércia ou rigidez no mecanismo de reajuste de preços que torna possível o convívio de deficiência de demanda com altas taxas de inflação."

A persistência inflacionária e a valorização do papel das expectativas reorientaram as premissas das autoridades econômicas e a âncora monetária passou a ser descartada como principal instrumento desinflacionário. As valorizações do peso de 10% em junho de 1976 e em março de 1977, foram os primeiros passos na mudança estratégica do governo. Com a abertura da economia, os preços internos e externos estavam estreitamente ligados e a inflação seria uma variável dependente do comportamento da taxa de câmbio.^{4.40}

QUADRO 4.2: INDICADORES DO GOVERNO MILITAR

ANO	NFLAÇÃO	TAXA DE CÂMBIO REAL	CRESCIMENTO ECONÔMICO	DÉFICIT PÚBLICO/ PNB	DÉFICIT EM CON- TA CORRENTE/ PNB	TAXA DE DESEMPREGO (Santiago)	SALÁRIOS REAIS
1974	369,2%	122,7	1,0%	5,4%	-1,9%	9,7%	67,6
1975	343,3%	147,1	-12,9%	2,0%	-6,8%	16,2%	65,2
1976	198,0%	124,1	3,5%	-3,9%	1,5%	16,8%	72,3
1977	84,2%	100,0	9,9%	-0,4%	-4,1%	13,2%	87,8
1978	37,2%	111,4	8,2%	-1,5%	-7,1%	14,0%	100,4
1979	38,9%	112,2	8,3%	-4,8%	-5,7%	13,6%	111,4
1980	31,2%	97,2	7,8%	-5,4%	-7,1%	11,8%	120,9
1981	9,5%	84,5	5,5%	-0,3%	-14,5%	11,1%	131,8
1982	20,7%	94,2	-14,1%	4,0%	-9,5%	22,1%	132,2

Fonte: Bosworth, B., Dornbusch, R., Labán, R. (1994, p.32-33).

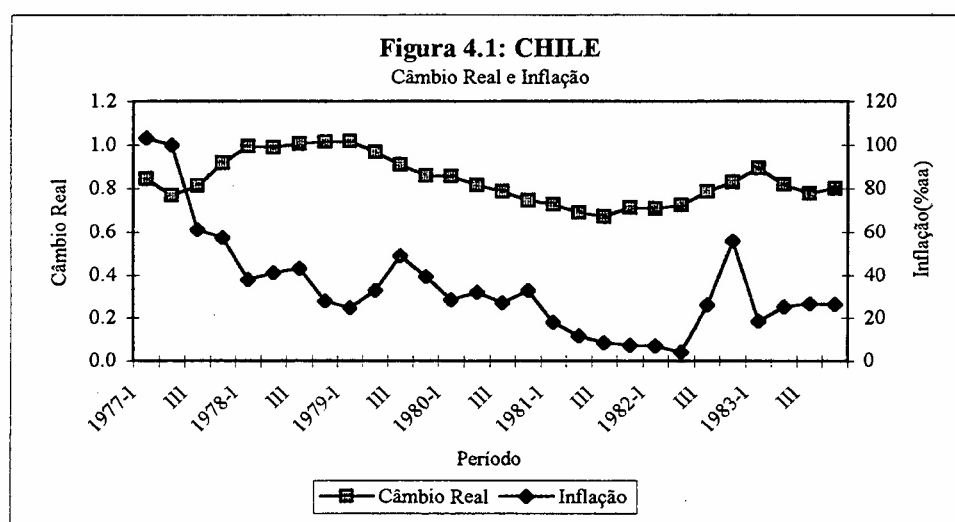
De forma a reformular as expectativas inflacionárias, em fevereiro de 1978, começou-se a anunciar a taxa de câmbio antecipadamente, num sistema denominado *tablita*. Através dele, se indicava, deliberadamente, para o futuro, uma taxa decrescente de desvalorização da taxa de câmbio. A abertura econômica e a *tablita* delimitariam as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos, caso os

^{4.40} A idéia era advinda da abordagem monetária do balanço de pagamentos. Ver Blejer, M. and Landau, L. (orgs). *Economic Liberalization and Stabilization in Argentina, Chile and Uruguay: The Monetary Approach the Balance of Payments*. Washington, D.C.: World Bank. 1982.

mesmos pretendessem elevar os seus preços em proporção maior que a taxa de inflação internacional mais a depreciação da taxa de câmbio. A forma como este mecanismo de arbitragem deveria funcionar era explicado pelo ministro:^{4.41}

" A abertura da economia ao comércio internacional e o pré-anúncio da taxa de desvalorização até o final de 1978 rapidamente gerará importações competitivas para aqueles bens domésticos cujos preços aumentaram além dos limites razoáveis... Este mecanismo também permitirá um aumento na liquidez interna, sem que crie pressões inflacionárias. "

Esse instrumento desinflacionário era estreitamente ligado à abordagem monetária do balanço de pagamentos que ostentava, durante os anos 70, grande popularidade no círculo acadêmico. Com a eliminação quase total das barreiras à importação, o novo sistema teria dois efeitos sobre a inflação: (1) impor disciplina através da competição externa; (2) reduziria as expectativas inflacionárias.



Fonte: Edwards, S.(1986, p.537-544)

Em junho de 1979, a política de usar a taxa de câmbio para combater a inflação culminaria, após uma desvalorização de 5,7%, com a fixação da taxa de câmbio em 39 pesos por dólar. Isto foi permitido, graças à acumulação de reservas

^{4.41} Citado in Edwards, S., and Cox-Edwards, A., *op. cit.*, p.37.

com o aumento do fluxo de capital e à inexistência de déficit público. Entretanto, a fixação da taxa de câmbio em um contexto com uma extensiva indexação, produziu apenas uma redução na lenta taxa de inflação, associada à uma apreciação na taxa de câmbio real, como pode ser visto na Figura 4.1.

O aumento na taxa real de juros, que seguiu a desregulação do sistema financeiro, produziu pressões para liberalização do influxo de capitais, de forma a permitir que as empresas se financiassem a taxas mais baixas no exterior. Com a introdução da *tablita*, a diferença entre as taxas de juros doméstica e externa incentivou ainda mais o influxo de capital ao Chile. Embora, o mercado de capitais fosse reformado no início de 1975, o fluxo de recursos de recursos foi controlado até meados de 1979, quando iniciou-se o processo de abertura nas contas de capital, culminando com o relaxamento do limite máximo mensal para o aporte de capital externo.

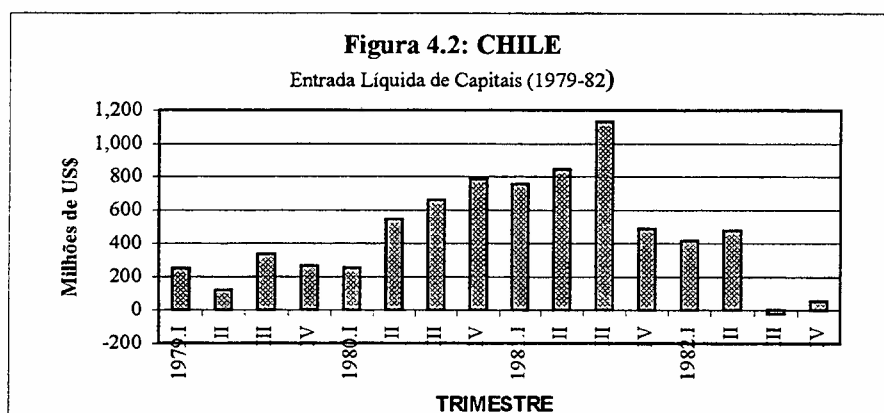
QUADRO 4.3: TAXA DE JUROS, DESVALORIZAÇÃO E INFLAÇÃO DADOS TRIMESTRAIS ANUALIZADOS (1977-83)				
ANO/TRIM.	JUROS DOS EMPRÉSTIMOS	DESVALORIZAÇÃO	LIBOR	INFLAÇÃO
1977.I	124,6	71,4	6,3	103,2
II	83,6	23,4	6,8	100,0
III	70,8	71,9	7,0	61,2
IV	99,8	85,5	7,8	57,4
1978.I	70,7	57,4	8,0	37,9
II	55,6	33,1	8,5	41,2
III	55,5	19,7	9,3	43,0
IV	70,0	11,2	11,5	28,1
1979.I	47,3	14,3	11,8	24,9
II	44,1	18,7	11,8	32,9
III	42,7	33,8	12,3	48,8
IV	46,1	0	15,5	39,2
1980.I	52,0	0	16,3	28,5
II	32,7	0	14,0	32,0
III	31,8	0	11,5	27,0
IV	34,2	0	17,8	33,0
1981.I	45,0	0	19,0	18,0
II	40,9	0	20,5	11,6
III	38,8	0	20,5	8,5
IV	38,5	0	16,0	7,4
1982.I	38,9	0	15,6	7,0
II	32,4	14,3	16,2	4,2
III	37,8	245,1	12,1	26,1
IV	73,2	152,0	9,5	55,8

Fonte: Edwards, S. (1986, p. 544).

Apesar do controle, a abertura da conta de capital resultou numa elevação dos influxos de capitais, como pode ser visto na Figura 4.2. Muito desses fundos foram obtidos pelo setor bancário que os repassava aos tomadores finais, que seriam os responsáveis pelo risco da desvalorização. Como grande parte do capital foi

gasto em bens não transacionáveis, o excesso de demanda elevou os preços dos mesmos, contribuindo também para a apreciação da taxa de câmbio real.^{4.42}

Durante os três anos em que a taxa de câmbio nominal foi fixada, a inflação anual caiu para 9,5%, em 1981, e a taxa de câmbio real apreciou-se. Em 1982, quando o financiamento externo foi drasticamente, as autoridades agiram de forma a permitir que o mecanismo de ajuste automático acomodasse os gastos domésticos em relação ao reduzido influxo de capital externo. Com a âncora cambial, tal ajuste deveria ser feito mediante uma maior redução dos preços, que era impedida pela rigidez propiciada pelo mecanismo de ajuste salarial. O resultado foi uma redução do PIB em 14,1%, em 1982 e uma elevação do desemprego de mais de 10%, entre 1981 e 1982.



Fonte: Corbo, V. (1985, p.904)

Em 14 de junho de 1982, com o Chile em meio a larga crise, abandonou-se o regime cambial fixo com uma desvalorização de 18 % no *peso*, e o anúncio de que a taxa de câmbio seria desvalorizada em 0,8% ao mês nos doze meses seguintes em relação a uma cesta de moedas, e a suspensão da indexação salarial. Após uma perda de US\$ 460 milhões em reservas, alterou-se novamente política cambial, em agosto, partindo-se para um regime cambial flexível que logo seria transformado em *dirty floating*.

^{4.42} Edwards, S. Monetarism in Chile, 1973-1983: Some Economic Puzzles. *Economic Development and Cultural Change*, p. 537-40, 1986.

Novamente após uma nova perda de US\$ 450 milhões, anunciou-se, em setembro, uma nova fórmula. Estabeleceu-se a taxa de câmbio no nível mais elevado praticado pelo mercado (66 *pesos* por *dólar*) com uma desvalorização mensal igual a inflação anterior menos 1%. Tal política vigorou até setembro de 1984, quando desvalorizou-se o *peso* em 23%, em setembro de 1984.^{4.43}

Em resumo, pode-se afirmar que a maior causa para o fracasso da experiência foi a incapacidade do sistema econômico de promover uma depreciação real da taxa de câmbio. Sob o regime cambial fixo, o ajuste à crise da dívida e ao súbito corte de financiamento externo deveria ser feito através da deflação dos preços. Como o uso da âncora cambial não promoveu uma mudança de comportamento na dinâmica inflacionária, os preços se mantiveram-se rígidos e o equilíbrio só pode ser restabelecido mediante a uma desvalorização na taxa de câmbio nominal.

Estimando, a dinâmica inflacionária no período compreendido entre o primeiro trimestre de 1974 e o segundo de 1983, Corbo obteve que até o início de 1978, a inércia inflacionária adveio tanto da política cambial, quanto da indexação salarial^{4.44}. Com a adoção da âncora cambial, em fevereiro de 1978, a primeira fonte de inércia foi eliminada. Contudo, a indexação salarial prosseguiria como importante causa para a inércia inflacionária.

Corbo e Solimano também investigando a dinâmica inflacionária em um modelo do tipo Bruno e Fischer, afirmam que a lenta desinflação durante o período entre 1975-78 foi provocada em grande parte pelas regras nas áreas do mercado de trabalho e cambial^{4.45}. Assim, concluem que a promoção de agressivas desvalorizações nominais, para acomodar os choques externos ocorridos naquele momento, impediram uma maior redução na taxa de inflação. Determinam também,

^{4.43} Corbo, V. (1985a). Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974-84. *World Development*, p. 914-16.

^{4.44} Corbo, V. (1985b). International Prices, Wages and Inflation in Open Economy. *Review of Economics and Statistics* 67, nov.

^{4.45} Corbo, V. e Solimano, A. (1991), *op. cit.*; Bruno, M. e Fischer, S. (1986), "The Inflationary Process: Shocks and Acomodation", in Y. Ben-Porath (org), *The Israeli Economy: Maturing Through Crises*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press; Fischer, S. (1986), *op. cit.*; Fischer, S. (1988), *op. cit.*

pelo caráter *forward-looking* das *tablitas*, a política cambial em conjunção com a indexação como fonte da apreciação real da taxa de câmbio entre 1978-81.

De forma a entender o papel do mecanismo de indexação salarial, adotado no Chile a partir de 1974, utilizar-se-á aqui um modelo do tipo Edwards^{4.46}. Inicialmente considera-se que a economia só produza dois tipos de bens: transacionáveis e os não-transacionáveis. Enquanto, os primeiros tem seus preços regidos pelo PPC, os últimos são determinados pelas condições da economia doméstica.

Desta forma, a taxa de inflação seria:

$$(4.1) \quad \pi_t = \alpha \cdot \pi_{Ct} + (1 - \alpha) \cdot \pi_{Nt}$$

Onde: π_t é a taxa de inflação doméstica no período t ; π_{Ct} é a taxa de inflação dos bens comercializáveis em moeda doméstica; π_{Nt} é a taxa de inflação dos bens não comercializáveis e α é um parâmetro.

Enquanto que a inflação em bens comercializáveis:

$$(4.2) \quad \pi_{Ct} = E_{t-1}(\gamma_t + \pi^*_{Ct})$$

Onde: γ_t é desvalorização cambial; π^*_{Ct} a inflação internacional; E_{t-1} é um operador expectacional mostrando que as expectativas são formadas em $t-1$.

A taxa de câmbio seria ajustada proporcionalmente ao diferencial das taxas de inflação:

$$(4.3) \quad \gamma_t = \phi(\pi_{t-1} - \pi^*_{t-1})$$

Se $\phi=1$, tem-se a regra que tenta manter o PPC.

Para o equilíbrio dos bens não-comercializáveis:

$$(4.4) \quad D^N [(P_N/P_C)_t, \xi_t] = S^N ((W/P_N))_t$$

Com: D^N, S^N representam a demanda e oferta por não-comercializáveis; P_N, P_C como preços dos bens não comercializáveis e comercializáveis; ξ_t é o índice das políticas macroeconômicas agregadas que inclui expansão monetária além da acomodação passiva da inflação passada; W são os salários.

^{4.46} Edwards, S. (1992). Exchange Rate As Nominal Anchors. *NBER Working Paper Series* 4246, p. 6-13.

E por fim, a regra salarial:

$$(4.5) \quad \omega_t = \rho \cdot \pi_{t-1}$$

Onde: ω_t é a taxa de mudança nos salários nominais e ρ é um parâmetro que mede o grau de indexação da economia.

Após manipular as equações, a dinâmica inflacionária é descrita por uma equação de diferenças de primeira ordem:

$$(4.6) \quad \pi_t = a_1 \cdot \pi_{t-1} + a_2 \cdot \pi_{t-1}^* + a_3 \cdot \Xi_t$$

$$\text{Com: } a_1 = (\eta\phi + \varepsilon\rho) + \alpha\varepsilon(\phi - \rho) / \eta + \varepsilon$$

$$a_2 = (\eta + \alpha\varepsilon / \eta + \varepsilon) \cdot (1 - \phi)$$

$$a_3 = -[\delta(1 - \alpha) / \eta + \varepsilon]$$

Onde: η é a elasticidade demanda para os bens não comercializáveis com respeito aos preços relativos ($\eta < 0$); ε é a elasticidade oferta dos bens não comercializáveis com respeito ao salário real ($\varepsilon > 0$); δ é a elasticidade demanda dos bens não comercializáveis com relação as pressões de demanda agregada. Ξ se refere à mudanças na política macroeconômica.

Da equação (4.6) pode-se tirar algumas conclusões:

- se houver uma completa indexação à taxa de câmbio ($\phi=1$), a_1 será igual a 1, e não se terá âncora nenhuma e a série temporal da inflação apresentará raiz unitária, de modo que a mesma poderá explodir como resultado de um choque exógeno.

- assumindo Ξ como igual a zero, se $\phi < 1$, o termo autoregressivo a_1 será menor que um e a série será estacionária e a inflação convergirá ao padrão internacional.

- uma redução na indexação da taxa de câmbio, ou de ϕ , resultará em declínio de a_1 e, conseqüentemente, na redução do grau de inércia inflacionária na economia.

- se a indexação for totalmente eliminada, tanto ϕ quanto ρ tornar-se-ão simultaneamente igual a zero, e a inflação imediatamente convergirá para o nível

internacional. Esta hipótese representaria a situação das hiperinflações da década de 20, quando a completa dolarização das economias eliminou a memória inflacionária.

Através deste modelo, Edwards analisou a experiência chilena, a partir do momento em que âncora cambial foi adotada, de forma a determinar uma mudança estrutural na dinâmica inflacionária. O modelo pressupõe que o orçamento esteja equilibrado, o que é coerente para o caso chileno. Com dados trimestrais Edwards estimou uma equação seguinte tipo:

$$\pi_t = b_0 + b_1 \cdot \pi_{t-1} + b_2 \cdot (Dp_{t-1}) + b_3 \cdot \pi_{t-1}^* + b_4 \cdot X_t + \mu_t$$

Onde D é uma variável *dummy* que assume o valor um a partir do momento em que se é utilizada a âncora cambial e zero nos demais momentos. Se a política para a redução da inércia se efetivar, b_2 deveria ser significativamente negativo. Já para o caso das hiperinflações européias, $(b_1 + b_2)$ não deveria ser significativamente diferente de zero.

Edwards ainda se valeu de duas variáveis *dummy*: (D1) para o período entre o segundo trimestre de 1978 e o primeiro trimestre de 1982 e (D2) entre o terceiro trimestre de 1979 e primeiro trimestre de 1978. Obtendo os seguintes resultados (t-estatístico entre parênteses):

1º Período (com D1):

$$\pi_t = -0,041 + 0,750 \pi_{t-1} + 0,019 (D1 \pi_{t-1}) + 0,236 \pi_{t-1}^* + 0,288 \Xi_{t-1}$$

(-1,34) (12,99) (0,69) (1,42) (4,81)

com $r^2 = 0,97$ DW = 2,04

2º Período (com D2):

$$\pi_t = -0,049 + 0,756 \pi_{t-1} + 0,025 (D2 \pi_{t-1}) + 0,477 \pi_{t-1}^* + 0,285 \Xi_{t-1}$$

(-1,40) (10,32) (0,43) (1,38) (4,74)

com $r^2 = 0,97$ DW = 2,04

Em ambas regressões, Edwards obteve resultados não significativos para as variáveis *dummy*, o que é um indicativo de que não houve alteração na dinâmica inflacionária e de que o grau de inércia se manteve. As mesmas conclusões são alcançadas através de testes de estabilidade estrutural, comprovando que não

houve uma mudança de regime, a partir do momento em que a taxa de câmbio foi fixada.

Os resultados atestam que a adoção da âncora cambial não levou a uma mudança na natureza do processo inflacionário. Para Edwards, a causa seria o fato que a política não era crível pelos agentes econômicos, como resultado as expectativas e práticas contratuais mantiveram-se e a inércia inflacionária persistiu. Dentro deste contexto, a fixação da taxa de câmbio nominal teria que apreciar, aliás como apreciou, a taxa de câmbio real.^{4.47}

O estudo de Edwards comprova que a inércia inflacionária manteve-se e que, portanto, não houve uma mudança de regime. Todavia, Edwards, economista de cunho monetarista, não se aprofunda na questão da origem da inércia. Bresser Pereira, minimizando o papel das expectativas inflacionárias, admite que as mesmas são formadas com base na inflação passada. Contudo, traduzem o conflito distributivo real existente dentro do sistema econômico. A inércia seria advinda dos mecanismos de proteção dos agentes na parcela da renda, ou melhor da forma defasada pela qual são realizados os reajustes. A reversão das expectativas *a la* Sargent, não ocorreria facilmente, dado que as mesmas estariam ancoradas em um fenômeno real, ou melhor ao conflito distributivo.^{4.48}

Assim, mesmo que fosse extinto o mecanismo de indexação salarial no Chile, é muito improvável que a inércia fosse eliminada. Como afirma Bresser Pereira, a análise monetarista pressupõe que toda expectativa se transforma em decisão econômica, contudo entre cada uma existe um passo que nem sempre é concretizado. Avessos ao risco e preocupados em se proteger, os agentes econômicos manteriam conservadoramente a política de preços. Com esse tipo de comportamento

^{4.47} Mesmo nas hiperinflações européias dos anos 20, a fixação da taxa de câmbio, ainda que as economias estivessem quase que totalmente "dolarizadas" houve uma ainda que apreciação da taxa de câmbio, motivada persistência de níveis inflacionários acima do padrão internacional.

^{4.48} Bresser Pereira, L.C. (1989). " A Teoria da Inflação Inercial Reexaminada", in J.M. Rego (org), *A aceleração Recente da Hiperinflação*. São Paulo: Bional.

racional seria muito difícil uma reversão de expectativas que representasse efetivamente uma mudança de regime e que quebrasse a inércia inflacionária.^{4.49}

^{4.49} Bresser Pereira, L.C. (1992). 1992- A Estabilização Necessária. *Revista de Economia Política*, 12 "(3), jul-set.

4.2) Bolívia: O Reverso da Lei de Gresham

Como um dos mais pobres países da América Latina, a Bolívia tem apresentado história política conturbada, de maneira que, raramente, o governo central pode contrariar os interesses de grupos poderosos da sociedade e, muitas vezes, o país esteve envolvido em golpes de Estado. Contudo, durante o período 1979-85, a conturbação política excedeu os limites.

Entre 1971-78, sob a regência militar de Banzer, a Bolívia apresentou um período de prosperidade econômica que foi alimentada por condições favoráveis nos termos de troca, principalmente no preço do estanho, e por endividamento externo. Em 1972, após desvalorizar o *peso* em 40%, e aproveitando-se das circunstâncias externas favoráveis, o governo sustentou a paridade nominal. Contudo, com a manutenção da inflação entre 1973-78, a desvalorização da taxa de câmbio real é revertida. Com isso, incentivou-se o investimento em bens não transacionáveis, impedindo que a economia se orientasse para as exportações que serviriam para cobrir os serviços da dívida externa acumulada.^{4.50}

Em 1978, sob pressão dos E.U.A, foi realizada uma eleição que apresentou resultados controvertidos que obrigaram a sua anulação. Após tentar permanecer no comando, Banzer é afastado por um golpe militar. Ainda, por mais quatro anos, a Bolívia depar-se-ia com perturbações políticas que implicariam em uma série de golpes de Estado, até que, em 1981, assumiu o controverso governo de Meza. Internacionalmente condenado pelo envolvimento com o narcotráfico, o governo provocou uma maciça fuga de capital de cerca de 10% do PIB. Para agravar a

^{4.50} Sachs, J. (1986), *op. cit.*, p. 8-9.

situação, o isolamento diplomático impediu o acesso da Bolívia ao mercado internacional de capitais.^{4.51}

Em 1982, com a taxa de inflação chegando a mais de 120% ao ano e com o produto nacional caindo em cerca de 5,6%, os militares voltam para a caserna e, através de uma coalisão de esquerda, empossou-se o civil Suazo. Com apoio inicial do movimento sindical, o governo tentou promover uma elevação dos salários reais, contudo, a aceleração inflacionária corroeu o poder de compra dos salários, de modo que os sindicatos passaram a fazer oposição ao governo.

QUADRO 4.4) BOLÍVIA: INDICADORES MACROECONÔMICOS					
ANO	DÉFICIT PÚBLICO	CRESCIMENTO ECONÔMICO	TAXA DE DESEMPREGO	TERMOS DE TROCA	TRANSFERÊNCIAS LÍQUIDAS
1980	9,0	1,2	5,8	100,0	6,2
1981	7,8	-0,4	9,7	99,7	3,1
1982	14,7	-5,6	10,9	98,1	-3,4
1983	19,1	-7,2	13,0	99,3	-6,9
1984	27,4	-2,4	15,5	104,1	-5,1
1985	9,1	-4,0	18,0	104,3	-
1986	2,9	-2,9	20,0	81,9	-

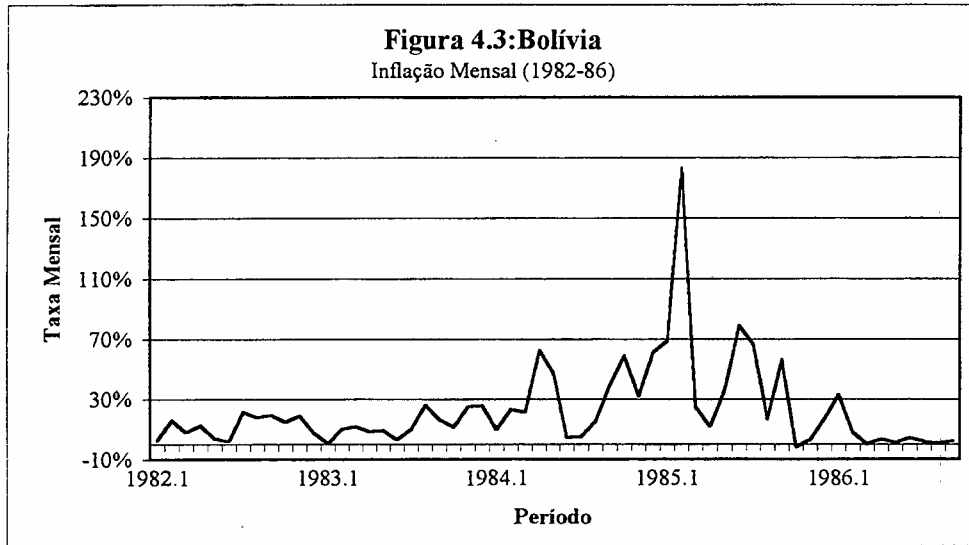
Fonte: Kiguel, M.A.e Liviatan, N. (1988)

Como causas para a escalada inflacionária, encontram-se o aumento dos gastos sociais do governo, associado à incapacidade de se encontrar um consenso em se elevar a carga tributária e a impossibilidade de obter financiamento não inflacionário (ver Figura 4.4). A fragilidade da coalisão, que impedia o governo de passar reformas na área fiscal, acabou obrigando à Suazo, em novembro de 1984, a antecipar as eleições presidenciais.

Com a eclosão da crise da dívida em 1982, o esgotamento do financiamento externo e a elevação da taxa de juros internacional, fez-se necessária a transferência de recursos ao exterior. Com isso, de receptor de cerca de US\$ 178 milhões em 1980, a Bolívia enviou para fora US\$ 190 milhões, em 1983. Uma reversão bastante expressiva para uma economia com um PIB de 3,6 bilhões de dólares. Como os recursos só puderam ser obtidos com o aumento da arrecadação de

^{4.51} *Idem.*, p.10.

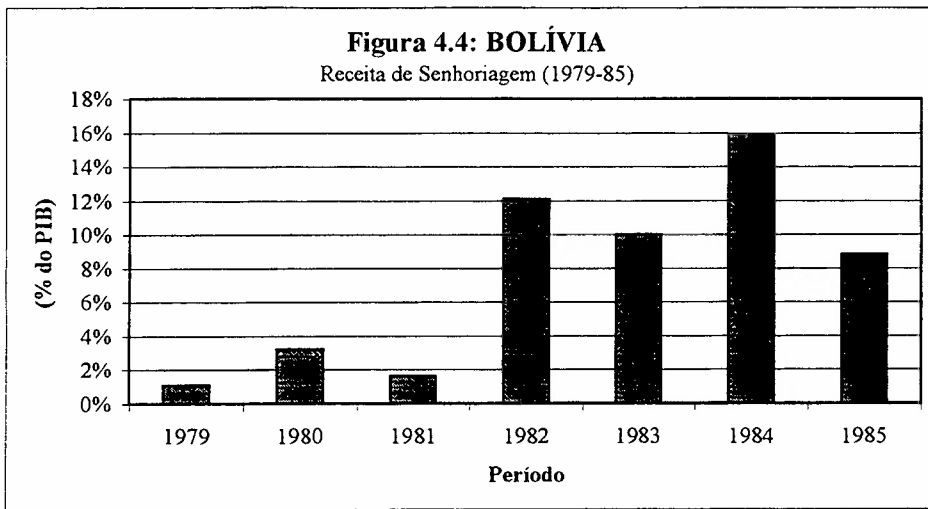
senhoriagem, os preços entraram em uma trajetória explosiva, de modo que o sistema tributário entrou em colapso, com as receitas cobrindo apenas 7,8 % dos gastos do governo.^{4.52}



Durante o período hiperinflacionário, a taxa de câmbio oficial era determinada pelo Banco Central e ajustada, periodicamente, de acordo com a inflação passada. Como o governo recorria a criação de crédito para financiar os seus gastos, havia uma pressão constante sobre as reservas cambiais, o governo preferia racionar as negociações com as divisas, ao invés de manter um sistema de desvalorização com mais continuidade e unificando o preço do câmbio. Como havia um persistente excesso de demanda por moeda estrangeira, as cotações do mercado paralelo apresentavam um elevado prêmio em relação à cotação oficial, chegando no pico da hiperinflação a 1.400%.^{4.53}

^{4.52} Bernholz, P. (1988). Hyperinflation and Currency Reform in Bolivia. *Journal of International and Theoretical Economics* 144, p. 748; Sachs, J. (1987). The Bolivian Hyperinflation and Stabilization. *American Economic Review* 77(2), mai, p. 280-81.

^{4.53} Sachs, J. (1986), *op. cit.*, p. 20.



Fonte: Kiguel, M. A. e Liviatan, N. (1988)

O governo de centro-direita de Estensoro iniciou o programa de estabilização, em agosto de 1985, com o Decreto No. 21.060. No lado macroeconômico, as principais medidas foram: 1) uma forte desvalorização do *peso* que foi fixado no nível praticado pelo mercado paralelo e com o retorno à plena conversibilidade; 2) um súbito aumento nos preços públicos, principalmente no da gasolina que passou de 2 para 28 centavos; 3) um congelamento do salário do funcionalismo público; 4) a proposta de uma reforma tributária que seria aprovada pelo Congresso oito meses mais tarde; (5) a assinatura de acordo *standby* com FMI e o reescalonamento da dívida externa com o Clube de Paris; (6) a moratória no pagamento dos juros e principal da dívida com os bancos comerciais.^{4.54}

Apesar dessas medidas, como afirma Sachs, foi a estabilização da taxa de câmbio ao nível do mercado paralelo que convenceu os agentes econômicos que houve uma mudança de regime, pelo menos de curto prazo, de modo que a elevação de preços é estancada abruptamente, como mostra o Quadro 4.5.^{4.55}

^{4.54} Sachs, J. (1987), *op. cit.*, p. 281.

^{4.55} *Idem.*

QUADRO 4.5) TAXAS DE INFLAÇÃO NO FINAL DA HIPERINFLAÇÃO BOLIVIANA (% por semana)	
Ago-05/Ago-11	18,4
Ago-12/Ago-18	8,6
Ago-19/Ago-25	6,1
Ago-26/Set-01	19,9
Set-02/Set-08	36,8
Set-09/Set-15	-4,6
Set-16/Set-22	-0,8
Set-23/Set-29	-2,5
Set-30/Out-06	0,7

Fonte: Sachs, J. (1986, p. 29)

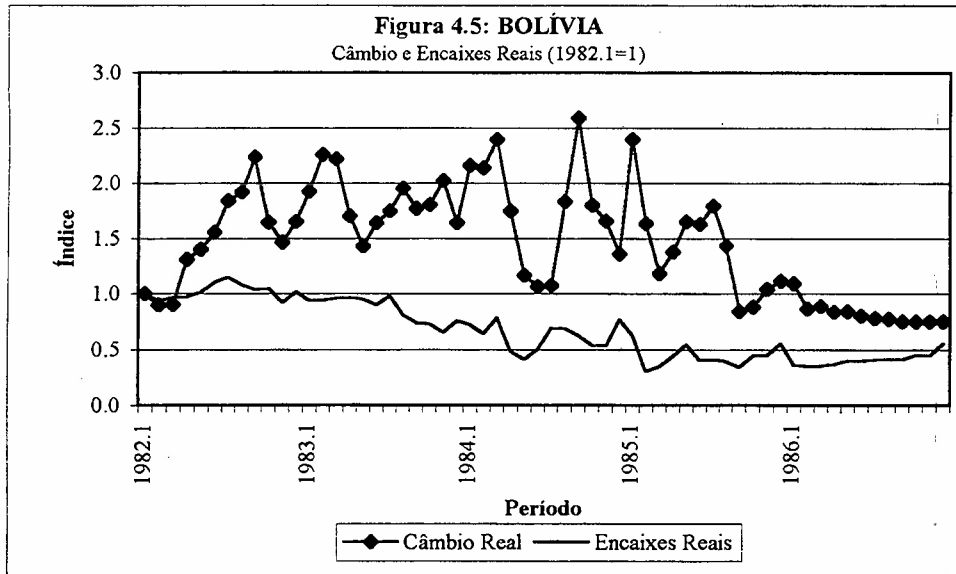
Ao contrário das estabilizações europeias da década de 20, o regime cambial não foi explicitamente fixo. Estabeleceu-se o *Bolsín*, um sistema no qual as divisas eram leiloadas e podiam ser adquiridas por qualquer um que dispusesse a oferecer um preço superior ao mínimo estipulado. Como o governo controlava 3/4 da oferta de cambiais, o Banco Central entrava vendendo cambiais em quantidade suficiente para manter a taxa de câmbio, o sistema cambial seria melhor caracterizado como *dirty floating*. Contudo, a súbita estabilização da taxa de câmbio, a instituição da conversibilidade e o término do prêmio na cotação do mercado paralelo forneceram, de fato, uma âncora nominal ao sistema econômico.^{4.56}

Antes de se prosseguir a análise do caso boliviano, vamos rever as características dos processos hiperinflacionários. Com a aceleração inflacionária, os encaixes reais diminuem até um nível extremamente baixo. Na fase final da hiperinflação, a elevação dos preços é maior que a depreciação da taxa de câmbio reduzindo a prévia desvalorização da taxa de câmbio real. Com a estabilização, esses dois movimentos são revertidos, com a taxa de câmbio se movendo para a PPC e economia sofrendo um processo de remonetização.

A Figura 4.5 mostra que efetiva a demanda real por moeda sofreu uma forte redução durante a crise boliviana. Se comparada com as estabilizações europeias da década de 20, a remonetização da economia se mostrou muito tímida. Assim, tem-se um indicativo que os agentes não perceberam uma mudança de regime. A redução da

^{4.56} Lopes, F.L. (1989), *op. cit.*, 66-69.

taxa de inflação não se traduziu em uma reversão na chamada "dolarização" dos ativos da economia, fenômeno esse conhecido como histerese.^{4.57}



Fonte: Bernholz, P. (1988)

Deve-se salientar que com a reforma de agosto de 1985, promoveu-se um aumento dos ativos em dólar da economia boliviana, a eliminação de controles cambiais e a permissão, para que o público realizasse operações em moeda estrangeira, levou à redução do uso da moeda nacional, tanto unidade de conta e como meio de troca^{4.58}. Com isso os depósitos em moeda estrangeira chegaram, em 1989, a alcançar 84% do total dos depósitos bancários.^{4.59}

Esse fenômeno poderia ser explicado com a antecipação, pelos agentes, da frágil consolidação das contas públicas, já que a mesma só pode ser realizada através mediante crédito externo e/ou com uma piora nos termos de troca com a redução nos preços do cobre e gás natural. Além do mais, o influxo de dólares

^{4.57} Deve-se notar, que mesmo nas hiperinflações européias, a reversão só foi feita de forma lenta, como mostra o caso alemão (Figura 3.10).

^{4.58} Batista, P.N., Jr (1993c). Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais. *Revista de Economia Política* 13 (3), jul-set.

^{4.59} Morales, J. (1991), *op. cit.*, p.23-25; Melvin, M. and K. Fenske. Dollarization and Monetary Reform: Evidence from the Cochabamba Region of Bolivia. *Revista de Análisis Económico*, 7 (1), jun, 1992.

provenientes do narcotráfico podem ter mais que compensado a desdolarização esperada com a estabilização da economia.^{4.60}

Dornbusch e Reynoso e Dornbusch, Sturzenegger e Wolf argumentam na discussão acerca da histerese que em regimes de alta inflação, desenvolvem-se novos instrumentos financeiros que inibem a demanda pela moeda doméstica para uma dada taxa de juros nominal. A criação de novos produtos financeiros é custosa e requer um processo de aprendizagem que, uma vez concretizado, faria com que, dificilmente, os agentes deixassem de utilizar tais instrumentos.^{4.61}

Guidotti e Rodríguez sugerem que a fuga da moeda doméstica para a moeda estrangeira é custosa e só ocorre lentamente. Assim, como resultado haveria uma banda para o diferencial da inflação interna e externa, acima da qual a "dolarização" dos ativos continuaria, a despeito da queda na inflação. Dado que o imposto inflacionário é baixo, os benefícios para a reversão do processo não compensariam os custos em fazê-la. Finalmente, ao verificar que nas experiências de "dolarização" de México, Bolívia, Perú e Uruguai só foram revertidas através de confisco, sugerindo que a dolarização seja um caminho sem volta.^{4.62}

Além de abrir mão da receita com imposto inflacionário, o crescimento da "dolarização" da economia vai reduzindo a independência monetária e reduzindo o grau de liberdade na implementação nas reformas requeridas à estabilização. Com uma elevada "dolarização" dos depósitos financeiros, o sistema bancário torna-se mais vulnerável, dado que o mesmo passa a funcionar sem o "emprestador de últimos recursos".^{4.63}

^{4.60} Makinen, G. E. " Inflation stabilization in Bolivia: Comment", in M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch e S. Fischer (orgs), *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1988; Melvin, L. e Ladman, J. Coca Dollars and the Dollarization of South America. *Journal of Money, Credit and Banking* 23 , 1991; Melvin, M. e Fenske, K., *op. cit.*

^{4.61} Dornbusch, R e A. Reynoso. Financial Factors in Economic Development. *NBER Working Paper Series* 2889, 1989.; Dornbusch, R.; R. Sturzenegger e H. Wolf. Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1990

^{4.62} Guidotti, P.E. e Rodriguez, C.A. Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse? *IMF Working Paper*, WP/91/117, dez, 1991.

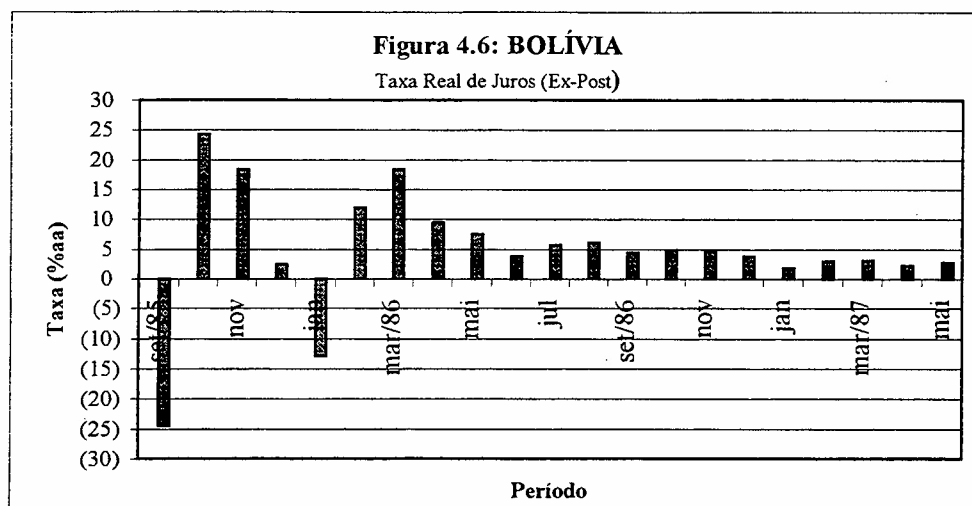
^{4.63} Calvo, G.A. e C.A. Végh. (1992a). Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction. *Revista de Análisis Económico* 7 (1), jun, 1992.

A Figura 4.5 sugere que, após a estabilização, a taxa de câmbio tendeu a se mover ao PPC, contudo ao avaliar a trajetória até o terceiro trimestre de 1988, Morales observou uma apreciação da taxa de câmbio motivada por um rápido crescimento nos salários reais e nos preços dos bens não transacionáveis. Ao se olhar as contas externas, verifica-se que o ajuste foi feito lentamente, com o país apresentando um déficit comercial que tem sido financiado por endividamento externo e repatriação de capital.

Os relatos acima comprovam que a estabilidade dos preços precedeu a recuperação da credibilidade do governo. Um outro indicativo é que a taxa de juros real manteve-se em um padrão elevado em relação ao nível internacional (ver Figura 4.6). Entre as outras causas estariam a prática de uma política monetária apertada, o prêmio pelo risco Bolívia e pela crise bancária.^{4.64}

A combinação de uma baixa remonetização, alta taxa de juros, baixo nível de investimento, apreciação cambial e os problemas nas contas externas refletem-se na manutenção da inflação em um nível superior ao padrão internacional e com uma modesta recuperação no crescimento econômico e no nível de emprego. Dessa forma, o sucesso da estabilização da economia boliviana é relativo e, como nas hiperinflações européias da década de 20, a estabilização teve ênfase, sobretudo, financeira, pouco se preocupando com ajustes estruturais que promovessem um crescimento econômico auto-sustentado.

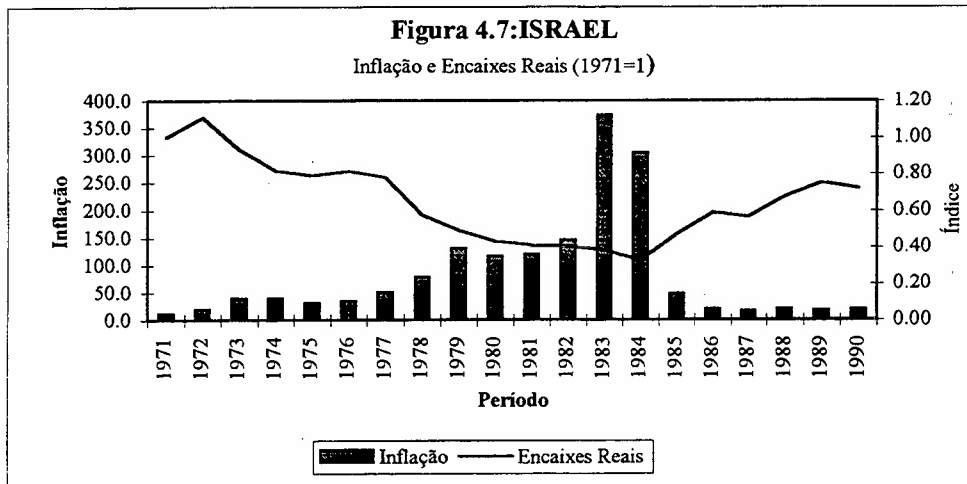
^{4.64} Morales, J.A.(1991), *op.cit.*, p. 25-29.



Fonte: Bernholz, p. (1988, p. 763)

4.3) Israel: A Heterodoxia Bem-Sucedida

O irrompimento da Guerra do *Yom Kippur* e a elevação dos preços do petróleo promoveram uma forte redução da taxa de crescimento da economia israelense e o aumento da inflação para a faixa de 50% ao ano. A aceleração inflacionária foi combatida com restrição no crédito doméstico e aperto na política fiscal. Concebido pelo ministro da Fazenda Rabinowitz, o programa produziu uma expressiva melhoria no balanço de pagamentos, reduzindo a inflação, sem um aumento significativo da taxa de desemprego.^{4.65}



Fonte: Vegh, C. (1992, p. 632-33)

Contudo, a partir de 1977, a inflação voltou a acelerar-se alcançando, entre 1979-1983, o nível de 130% ao ano. Em outubro de 1977, inúmeras reformas são realizadas pelo recém-empossado Partido Liberal, entre elas: a abolição dos controles sobre os fluxos de capital, a criação de uma moeda indexada ao dólar (PATAM) e a flexibilização do sistema cambial, ao invés do sistema de minidesvalorizações.

^{4.65} Dornbusch, R. e Fischer, S. (1986), *op. cit.*, p. 25-32.

Desde o término da Segunda Guerra Mundial nos contratos salariais e a partir de meados da década de 50 nos títulos públicos, a indexação teve uma convivência pacífica com baixas taxas de inflação. Contudo, a promoção da desvalorização da taxa de câmbio real aprofundou a indexação que, conjuntamente com a manutenção da economia no pleno emprego, provocaram a elevação da taxa de inflação.

Inicialmente, os depósitos em moeda estrangeira não foram utilizados como meio de troca, contudo com a sua criação gradativamente reduziu-se a demanda real pela moeda nacional, conforme indica a Figura 4.7. Assim, houve uma redução na criação de base monetária como fonte de financiamento do déficit público, que passou a ser coberto através da expansão do endividamento externo que chegou, em 1983, a corresponder cerca de 80% do produto interno ^{4.66}. Porém, contrariamente, ao caso boliviano, a aceleração inflacionária não foi acompanhada por uma elevação na arrecadação de senhoriagem, que oscilou na média entre 2-3% do produto durante 1960-1990 ^{4.67}. Como nas hiperinflações europeias da década de 20, alguns estudos da demanda por moeda indicam que a inflação israelense, no início da década de 80 situava-se, em um patamar superior a que maximiza a receita do governo com o imposto inflacionário. ^{4.68}

Um fator muitas vezes esquecido foi destacado por Garber, qual seja, o peso dos esforços de guerra no recrudescimento inflacionário. Entre 1976 e 1982, Israel gastou em média 27,5% do seu produto em gastos militares, chegando a dispendar em algumas semanas de guerra com os árabes quase toda a sua renda anual. A grande escalada da inflação coincidiu com a ocupação do Líbano, entre 1982 até 1985, quando os custos da empreitada comprometeram cerca de 5,6 do PIB, por três anos. Pode-se observar aqui uma certa similaridade com a experiência alemã dos

^{4.66} Cukierman, A. "The End of the High Inflation: An Experiment in Heterodox Stabilization" in M. Bruno et al (orgs), *op.cit.*, 1988. p. 49.

^{4.67} Leiderman, L. "Overview" in *Inflation and Desinflation: The Israeli Experiment*. Chicago: The University of Chicago Press, 1993.

^{4.68} Offenbacher, A. Introduction: Empirical studies of money demand in Israel. *Bank of Israel Economic Review* 60, 1985.

anos 20, com o ônus das reparações de guerra, embora Israel dispusesse de um forte apoio externo para a obtenção do equilíbrio das contas públicas.^{4.69}

Quadro 4.6) Orçamento do Setor Público Israelense				
	1960-66	1967-70	1973-84	1985-90
Gastos Totais:	36,8	55,3	76,0	61,5
Defesa	9,7	21,1	25,7	16,0
Juros	1,6	2,9	5,7	9,8
Receitas Totais	35,6	42,7	58,8	61,2
Déficit	1,3	12,6	17,3	1,1

Fonte: Leiderman, L. (1993, p.5)

Pela sua posição estratégica no Oriente Médio, Israel conseguiria assinar com os E.U.A., em novembro de 1981, o *Memorandum of Strategic Understanding*, que só seria implementado após a retirada do Líbano. Dando como lastro seus ativos militares, o governo israelense obteve um apoio emergencial que ajudou a redução dos gastos do governo e facilitaria a introdução de um programa de estabilização.

A fraca correlação entre a taxa de inflação e o déficit público e a expressiva redução na demanda por moeda fortaleceram a crença que a inflação era uma "bolha". Com base nesse diagnóstico, em 1981, tanto a taxa de câmbio quanto os preços dos bens subsidiados passaram a aumentar 5% ao mês, de forma a guiar as expectativas para os agentes econômicos. Se realmente fosse uma "bolha", a sinalização reduziria a taxa de inflação para 80% ao ano.

Tal política, implementada pelo Ministro Aridor, promoveu um aumento sem precedentes no nível dos salários reais e, conseqüentemente, no consumo privado, apreciando a taxa de câmbio real e deteriorando o balanço de pagamentos. Em outubro de 1983, tornou-se necessária uma substancial desvalorização na taxa de câmbio, embora a taxa de inflação nunca atingisse 100% ao ano.

Em meados de 1982, era notório o fracasso da política, mas sómente ao final de 1983, com uma profunda crise no setor bancário, é que houve a renúncia do

^{4.69} Garber, P.M. (1988). "Comments on Part I", in M. Bruno *et al* (orgs), *op.cit*, 1988.p.95-98.

ministro Aridor. O grande aumento da taxa de câmbio reduzira drasticamente os preços das ações dos bancos. Assim, de modo a evitar o colapso financeiro, o governo comprou, através do *Bank Share Arrangement*, as ações a um preço consideravelmente acima do praticado pelo mercado. Com isso, a dívida pública elevou-se consideravelmente, gerando desconfiança acerca da possibilidade que a mesma fosse honrada, acirrando as compras especulativas de divisas externas.^{4.70}

Pelo caráter inercial da inflação israelense e a consequente política monetária acomodativa, medidas corretivas para a conta de balanço de pagamentos, como a redução dos subsídios e elevação na tributação indireta, ajudaram a promover a aceleração inflacionária. Em 1984, principalmente por causa do efeito Olivera-Tanzi, assistiu-se teve o colapso do sistema tributário.

A despeito da crise monetária, o partido oposicionista não conseguiu obter maioria nas eleições de 1984, sendo necessária a criação de um governo de coalisão. A tentativa de estabilização seria efetuada através de acordos com a principal central sindical, o *Histadrut*, e os empresários. Segundo os mesmos, as partes aceitariam um congelamento de preços e salários por três meses, enquanto que a desvalorização cambial e o déficit público persistiriam. Com a política monetária acomodativa, entre abril e maio, a estratégia mostrou-se claramente fracassada, com a taxa de inflação alcançando a faixa de 1.000% ao ano, com as reservas cambiais se reduzindo rapidamente e a deterioração da crise fiscal do Estado israelense. Dessa forma, haveria uma clara necessidade para uma ação mais efetiva.^{4.71}

A descrição do caso israelense mostra que, enquanto a inflação manteve-se constante, o processo inflacionário mostrou-se divorciado do lado real da

^{4.70} Dornbusch, R. e Fischer, S. (1986), *op. cit.*, p.28. Bruno, M. e Piterman, S. " Israel's Stabilization: A Two-Year Review", in M. Bruno *et al* (orgs), *op. cit.*, 1991. p.5.

^{4.71} Dornbusch, R. e Fischer, S. (1986), *op.cit*, p.30.

economia e, contando com vida própria, com as variáveis nominais movendo-se quase que uniformemente. Contudo, com a sucessão de choques nominais ou reais, a taxa de inflação mudou de patamar. Em linhas gerais, como afirma Bruno, a dinâmica inflacionária teve a sua origem em uma causa real (crise fiscal) e um problema nominal (a ausência de uma âncora nominal), de forma que a estabilização só poderia ser alcançada caso se enfrentasse as duas frentes.

A fracassada experiência chilena, entre 1978-1982, confirmou que a despeito da fixação da taxa de câmbio ser eficaz em se reduzir a taxa de inflação no curto-prazo, não foi efetiva em se atacar a inércia inflacionária. A falta de sincronismo na variação dos preços nominais da economia manifestou-se no setor real, principalmente nos preços relativos dos salários reais e da taxa de câmbio real que desembocou numa crise que obrigou a desvalorização da taxa de câmbio.^{4.72}

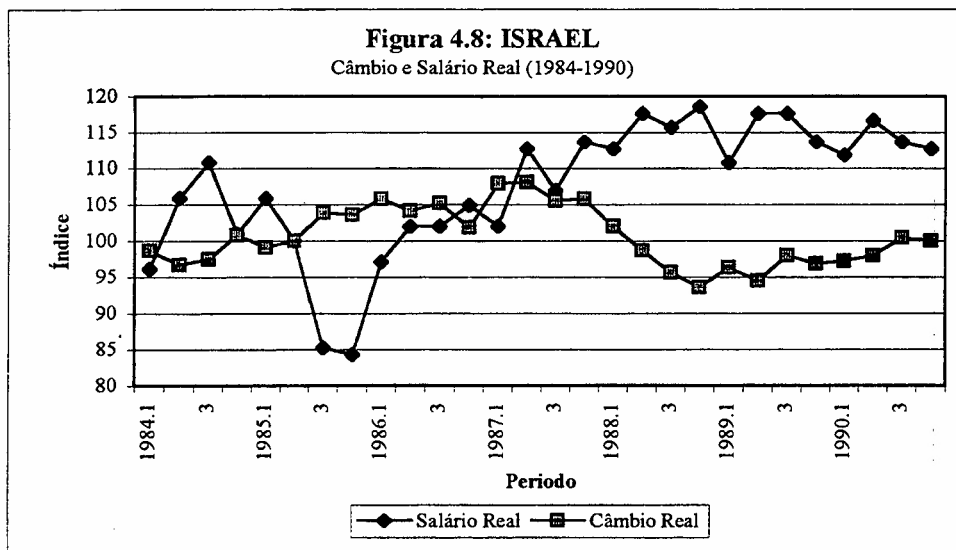
Embora deliberações anteriores já apontassem os rumos que seriam seguidos na próxima tentativa de estabilização, o detalhamento só se iniciou em junho de 1985. Sendo submetido ao parlamento, em 30 de junho, e aprovado após uma sessão de 24 horas e com a paralisação da economia por um feriado bancário, o plano tinha duplo objetivo: a redução da taxa de inflação e a melhoria na conta de balanço de pagamentos.

Tal plano tinha como fatores principais: a combinação de um drástico corte no déficit público, o congelamento de preços e salários e a fixação da taxa de câmbio, após uma desvalorização em cerca de 20% do *shekel*. A fixação de várias âncoras nominais facilitaria a obtenção do desejado sincronismo nos preços nominais, ainda que os preços só fossem congelados, após uma súbita elevação que

^{4.72} Bruno, M. (1986). " A Estabilização da Economia Israelense: O Programa de Emergência em seu Estado Inicial", in P. Arida (org), *Inflação Zero - Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986. p. 67-68.

proporcionou uma inflação de 27,8% em julho, e uma erosão dos salários reais (ver Figura 4.8). Os controles sobre os preços seriam gradativamente relaxados, conforme fosse se firmando uma atmosfera favorável e o acordo social.

A redução do déficit seria necessária para estancar o crescimento da dívida pública e teria como base o corte de cerca de 2 e 2,5 bilhões de dólares no orçamento. A redução foi menor, cerca de US\$ 800 milhões em subsídios e na tributação adicional sobre a renda e o restante na contração da atividade governamental e na elevação dos tributos indiretos, porém suficiente na estabilização da dívida.^{4.73}



Fonte: Vegh, C. (1992, p.688)

Com uma economia pequena e aberta, o aprofundamento da crise monetária correspondeu uma substituição cada vez maior da moeda nacional pela estrangeira, de modo que a economia se tornava praticamente "dolarizada", com os depósitos PATAM correspondendo cerca de 10 vezes mais que o volume de moeda em circulação. Como nas crises hiperinflacionárias, isso facilitaria a obtenção da estabilização, pois a fixação da taxa de câmbio permitiria que os preços em *shekels* também fossem estabilizados.^{4.74}

^{4.73} *Idem.*, p. 73.

^{4.74} Lopes, F.L. (1989), *op. cit.*, p. 71.

través de uma medida emergencial, o governo suspendeu a indexação salarial, de modo que os trabalhadores não seriam compensados pela perda provocada pela inflação de julho. Isso que produziu uma redução nos salários reais em cerca de 20%. Sómente em 15 de julho, Com um forte envolvimento do Primeiro Ministro Shimon Peres e os ânimos acirrados acertou-se que a recuperação salarial seria feita através de um acordo entre o *Histradut* e empresários.^{4.75}

Pelo mesmo, seria suspenso, até dezembro, o mecanismo COLA (*cost-of-living allowance*) que estipulava uma reposição de 80% do aumento do índice de preços ao consumidor. A partir dali, o redutor seria mantido e seria imposto um sistema de gatilho salarial que detonaria quando a taxa de inflação acumulada atingisse 4%, ao invés do limite anterior de 12%. Seria dada uma compensação de 14% da inflação de julho, a ser paga em agosto, seriam concedidos um abono de 12% em setembro e aumentos de 4, 4 e 3,5% em dezembro, janeiro e fevereiro, com os empresários absorvendo a elevação dos seus custos. Apesar do perigo do aumento da indexação, esse era o preço a ser pago pelo governo na barganha com o *Histradut*.^{4.76}

Favoráveis circunstâncias externas favoreceram o desempenho do programa de estabilização, como a melhoria nos termos de troca, a depreciação do dólar e da ajuda oferecida pelos E.U.A. A queda do preço do petróleo e de outras matérias primas e uma ajuda de emergência dos norte-americanos de US\$ 1,5 bilhões em dois anos, ajudaram a acumulação de reservas pelo Banco de Israel que facilitaria a manutenção da paridade cambial com o dólar.^{4.77}

^{4.75} Barkai, H. Israel's Attempt at Economic Stabilization. *The Jerusalem Quarterly* 43, Summer, 1987. p.8.

^{4.76} Bruno, M.(1986), *op. cit.*, p.76-77.

^{4.77} Bruno, M. e S. Piterman, *op.cit.*, p.76-77.

Deve-se salientar que com a implementação do programa, as contas PATAM ficaram com o seu valor em *shekels* congelados, estabeleceu-se que os depósitos poderiam ser sacados à vista, mas que os novos depósitos seriam retidos por pelo menos por um ano. A medida incentivava a manutenção dos depósitos com o benefício de uma possível desvalorização cambial, impedindo a redução dos mesmos e garantindo uma redução do grau de monetização da economia.^{4.78}

A taxa de câmbio do *shekel* foi mantida fixa em relação ao dólar até agosto de 1986, quando passou a ser reajustada conforme a variação de uma cesta de moedas e conforme a importância de cada uma no comércio externo de Israel. Como o dólar se depreciou em relação as moedas européias, entre o lançamento do programa até agosto de 1986, o *shekel* manteve uma depreciação de cerca 1% ao mês, compensando a recuperação dos salários reais.^{4.79}

Pelos seus efeitos sobre a competitividade externa, a apreciação da taxa de câmbio real e o aumento nos salários mostrou-se insuportável, de modo que em janeiro de 1987, são tomadas medidas corretivas, como: a desvalorização em 10% do *shekel*, embora se desejasse manter a taxa de câmbio fixa; uma elevação nos preços subsidiados; um novo acordo tripartite que postergou a correção salarial estipulada pela indexação e um decreto que reduziu no mesmo montante a contribuição dos trabalhadores à seguridade social.^{4.80}

O lançamento do programa produziu uma pequena elevação no nível de desemprego. Contudo, rapidamente a economia israelense recuperou-se, com a expansão na atividade econômica e um *boom* no consumo privado. Apesar das medidas corretivas de janeiro de 1987, a inflação manteve-se entre 15 e 20% ao ano e,

^{4.78} Lopes, F.L. (1989), *op. cit.*, p.73.

^{4.79} Bruno, M e Piterman, *op. cit.*, p. 11.

^{4.80} Leiderman, L., *op. cit.*, p.25.

no segundo semestre, houve uma reversão no ciclo econômico e uma deterioração nas transações correntes motivada pela apreciação na taxa de câmbio real e consequente da elevação dos custos salariais, (ver Quadro 4.7). Todos esses fatores obrigaram duas desvalorizações da taxa de câmbio de 5% e 8% em dezembro de 1988 e janeiro de 1989, respectivamente.^{4.81}

Quadro 4.6) Israel: Indicadores Macroeconômicos.						
	1980-1984 média	1985	1986	1987	1988	1989
Taxa de Crescimento:						
1. Atividade Comercial	2,8	5,3	5,8	7,2	1,8	1,5
2. Consumo Privado	5,5	0,5	14,2	8,4	3,0	-1,0
3. Investimento Doméstico Bruto	2,7	-10,6	10,4	2,9	-1,9	-2,7
4. Exportações	4,4	8,7	5,6	10,8	-2,1	4,6
Outros Indicadores:						
5. Taxa de Desemprego	5,1	6,7	7,1	6,1	6,4	8,9
6. Taxa Real de Juros	23,0	100,0	33,0	39,0	26,0	11,0
7. Custo Unitário do Trabalho (1984=100)	100,2	99,0	104,5	109,1	109,1	105,2
8. Conta-Corrente (bilhões US\$)	-1,7	1,1	1,6	-0,9	-0,6	1,2

Fonte: Bruno, M. e Meridor, L. R. (1992, p.242)

^{4.81} Bruno, M. e Meridor, L.R. " The Costly Transition from Stabilization Growth: Israel's Case", in M. Bruno et al (orgs), *op. cit.*, 1992, p.241-43.

4.4 Argentina: O Currency-Board

Inflação foi, por muitos anos, o problema crônico na Argentina. Tendo resistido à inúmeras terapias, inclusive com muitas se valendo do uso da âncora cambial, como pôr exemplo, as experiências de Frondisi (1961) e Krieger-Vasena (1967), no governo Peron (1973), e a de Martínez de Hoz (1976), no governo dos militares.^{4.82}

Para compreender a instituição do *currency-board* pela Argentina, é importante se deter às tentativas de estabilização adotadas a partir da posse, em 1983, do governo civil de Alfonsín. Em meio à crise da dívida, o país teve que gerar divisas para o cumprimento das obrigações externas. Para tanto foi necessária uma mudança dos preços relativos que promoveu a desvalorização da taxa de câmbio real para favorecer os bens exportáveis.

Aliada à rigidez dos preços e à indexação, a incapacidade em se obter fontes de financiamento não inflacionárias acabou levando a Argentina a conviver com uma inflação galopante. Em 1984, negociada com F.M.I., foi feita uma tentativa de estabilização que adotou cortes nas despesas orçamentárias e desvalorizou a taxa de câmbio nominal. A lenta resposta desinflacionária e as resistências políticas à contração na atividade produtiva, obrigaram o governo a aplicar uma terapia de choque.^{4.83}

^{4.82} Para a experiência de Frondizi ver Thorp, R. Economic Policies in Argentina in Post-Wars Years. *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics* 27 (2), 1965; para Krieger-Vasena ver Pablo, J.C. Relative Prices, Income Distribution, and Stabilization Plans: The Argentine Experience, 1967-70. *Journal of Development Economics* 1 (3), 1974. Para a experiência populista de Peron ver Di Tella, G. "The Economic Policies of Argentina's Labor-Based Government, 1973-76", in R. Thorp e L. Whitehead (orgs), *Inflation and Stabilization in Latin America*. Nova Iorque: Holmes e Meier. Finalmente para a chamada experiência neoconservativa ver Calvo, G. (1986). *Fractured Liberalism: Argentina under Martínez de Hoz. Economic, Development and Cultural Change*, 1986.

Como no caso israelense, a dinâmica inflacionária apontava um programa heterodoxo como melhor alternativa. Pela ausência de uma âncora nominal, a inflação era autônoma do lado real da economia, os choques não eram dissipados e o equilíbrio só era atingido com o recrudescimento da inflação.

Assim, em junho de 1985, lançou-se o chamado Plano *Austral*. Após a súbita elevação dos preços públicos e de uma nova desvalorização da taxa de câmbio, todos os preços da economia foram congelados. Conjuntamente, procedeu-se uma reforma monetária com a criação de uma nova moeda (*austral*). De forma, a neutralizar os efeitos distributivos, aplicou-se um sistema de conversão dos contratos existentes na economia (*desagio*). Do lado fiscal, acordou-se que o Tesouro não lançaria mão da emissão monetária para obtenção do equilíbrio nas contas públicas.^{4.84}

Apesar de bem arquitetado, o Plano *Austral* continha, no seu bojo, problemas potenciais, principalmente o caráter de curto prazo das medidas fiscais e da inviabilidade da manutenção da paridade da taxa de câmbio em um ambiente com baixa liquidez internacional. Com resultados iniciais positivos, os primeiros sinais de advertência começaram a aparecer a partir do primeiro trimestre de 1986. A apreciação da taxa de câmbio real, com a inflação residual, e o aumento no consumo privado, com a entrada da economia em um ciclo expansionista, deterioraram a conta das transações correntes, ameaçando a paridade cambial.

^{4.83} Dornbusch, R. e Fischer, S. (1985), *op. cit.*, p. 34-35.

^{4.84} Canavese, A. e G. di Tella. Inflation stabilization or hyperinflation avoidance: The case of Austral Plan in Argentina, 1985-1987", in M. Bruno *et. al.* (orgs), 1988, *op. cit.*; Fränkel, R. e J.M. Fanelli. El Plan Austral: Un Año y Medio Despues. *El Trimestre Economico* 54, número especial, 1987; Heyman, D. The Plan Austral. *American Economic Review* 77(2), 1987; Machinea, J.L. e J.M. Fanelli, "Stopping hyperinflation: The case of Austral Plan in Argentina, 1985-87", in M. Bruno *et. al.* (orgs), 1988, *op. cit.*; Kiguel, M. Inflation in Argentina: Stop and go since Austral Plan. *World Development* 19(8), 1991.

O congelamento dos preços distorceu, de uma tal forma, os preços relativos da economia tornando inevitável, em abril de 1986, a flexibilização do programa. Naquele momento, se desvalorizou a taxa de câmbio nominal e realinou-se os preços e tarifas públicas. A partir daí, o sistema cambial passou a se ajustar conforme o PPC e a política monetária tornou-se acomodativa.

Novamente, a ausência de uma âncora nominal tornaria o equilíbrio econômico suscetível a choques desestabilizadores. Entre os mesmos, Frenkel e Fanelli apontam o aumento nos salários nominais, enquanto Canevese e Di Tella destacam a distorção dos preços relativos com o congelamento e a deterioração na esfera orçamentária.^{4.85}

Cercado pela desconfiança e incerteza política, uma nova tentativa de estabilização foi empreendida, em abril de 1988, com o Plano Primavera. Diante da sua fraqueza política, o governo costurou um acordo com a classe empresarial, em que abdicou de uma parcela da sua receita fiscal, com a redução da alíquota do imposto do valor adicionado de 18% para 15%. Paralelamente, os salários passaram a se ajustar por livre negociação e os preços eram acordados com as empresas.^{4.86}

Na esfera cambial, passou-se a utilizar taxas diferenciais para o dólar: a comercial (controlada e mais baixa) e a de mercado (regida pela oferta e demanda). Pelo excesso de demanda por moeda estrangeira, tal recurso propiciava receita adicional ao Banco Central, que comprava as cambiais dos exportadores na cotação comercial e as vendia aos importadores e remetedores de juros e dividendos na cotação de mercado.

^{4.85} Frenkel, R. e Fanelli, J. M., *op. cit.*, p. 103; Machinea, J. L. e Fanelli, *op. cit.*, p.142; Canavese, A. e di Tella, G., *op. cit.*, p. 159.

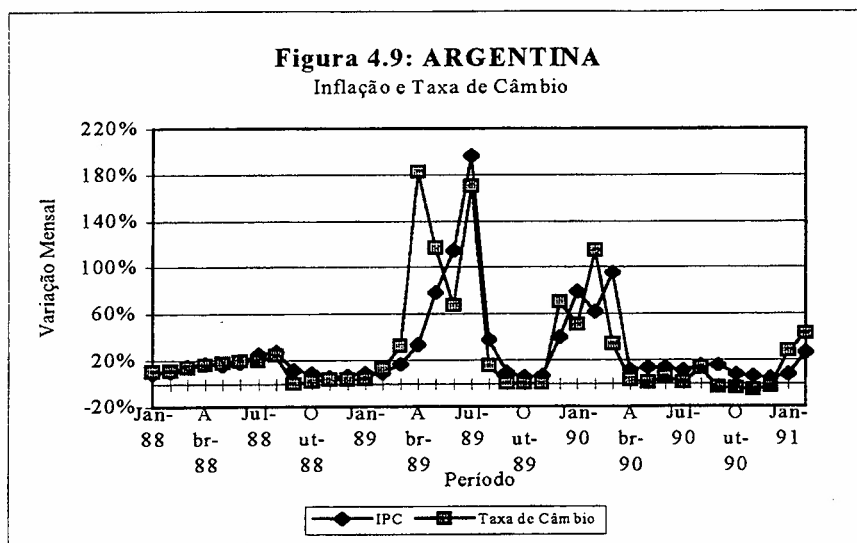
^{4.86} Petrecolla, D. *Stabilizing High Inflation: The Case of Argentina 1978-1991*. Phd: Thesis in the University of Illinois. 1991. p. 124-199.

Todavia, a queda na taxa de inflação e a alta taxa de juros não impediriam uma corrida contra o austral. Isso levou, durante a primeira semana de fevereiro de 1989, à perda de US\$ 500 milhões em divisas. Com reservas escassas, o Banco Central teve que abandonar a atividade regulatória no mercado de câmbio, promovendo uma nova desvalorização do *austral*.^{4.87}

A partir desse momento, a taxa de inflação e de câmbio passaram a se comportar como nas crises monetárias já estudadas. O câmbio liderou os preços que estavam atrelados à inflação passada e os contratos de indexação passaram a ter cada vez mais os seus prazos reduzidos. No estágio mais crítico, observou-se uma fuga alucinada da moeda local e a economia entrou em um processo hiperinflacionário (ver Figura 4.9).

Com a desmonetização, o governo passou a se capitalizar com a contração de dívida em dólar, mais precisamente com a Resolução A-1388. Pela remuneração atrativa, esperava-se que a realocação do portfólio dos agentes permitisse uma elevação nas reservas do Banco Central. Contudo, a incerteza sobre os rumos futuros e a capacidade do governo honrar o seu passivo tornaram-se fatores preponderantes na corrida contra o *austral*.

^{4.87} Canavese, A.J (1992). "Hyperinflation and Convertibility-Based Stabilization in Argentina" in A.A. Zini Jr (org). *Market and State in Economic Development in the 1990s*. Amsterdam: North holland. p.186.



Em julho de 1989, o drama da hiperinflação e o perigo de uma convulsão social acabaram precipitando a posse do novo presidente. Contando com forte apoio do empresariado, a administração peronista surpreendeu com o chamado Plano Bunge-Born. Implementando medidas liberalizantes como a reforma na política fiscal, o programa levou à obtenção de um superávit primário, em 1989, de cerca de 1,1% do PIB, embora o mesmo fosse insuficiente para arcar com as despesas financeiras e a compra das divisas obtidas pelo setor privado.^{4.88}

Para estimular o setor exportador o austral foi desvalorizado em 200%, para em seguida ser fixado. Simultaneamente, negociou-se um congelamento de preços com as maiores empresas do país. Do lado fiscal, preços e tarifas públicas foram reajustados. Anunciou-se, também, um vasto programa de privatização, a redução dos subsídios e a criação de impostos sobre as exportações. Ainda, o Congresso decretou uma Lei de Emergência Econômica propiciando ao Executivo uma maior autonomia para impor as reformas.

^{4.88} *Idem.*, p.188-189.

ÂNCORA CAMBIAL E INÉRCIA INFLACIONÁRIA

Com essas medidas, a inflação foi contida. Em um primeiro momento, houve o influxo de divisas que, graças à perspectiva da manutenção da paridade cambial, criou um excesso de oferta no mercado de câmbio que, por sua vez, reduziu o nível da taxa de juros. Em seguida, o efeito expansionista foi esterelizado com o aumento do depósito compulsório dos bancos, ainda que, pela remuneração dos encaixes, o déficit fiscal fosse elevado.

Em outubro, com uma taxa de juro de 6% ao mês, o *spread* entre o dólar oficial e paralelo atingiu 30%, novamente os agentes econômicos procuravam ativos em dólar. Subitamente, a economia entrou novamente em hiperinflação. No início de dezembro, desvalorizou-se o *austral* em 50% e as tarifas públicas foram aumentadas em 70%.

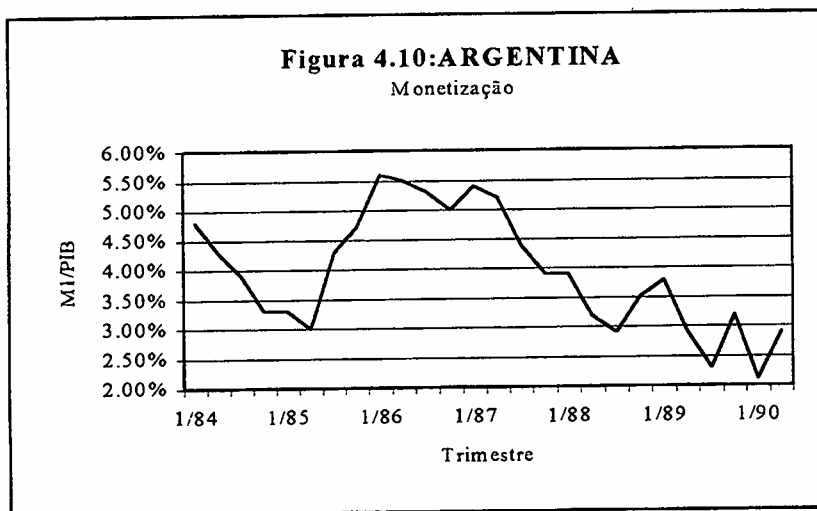
No final de 1989, quando o governo passou a reescalonar a maturidade dos seus títulos, iniciou-se uma forte redução dos depósitos bancários. Como o prazo médio dos mesmos era apenas de 7 dias, facilmente poderiam ser convertidos em ativos com remuneração em dólar. A corrida frenética elevou vertiginosamente a cotação do dólar e a taxa de inflação, forçando o desligamento do governo do grupo de técnicos ligados à Bunge-Borne.

Para proteger o sistema bancário, o ministério de Erman Gonzales implantou o chamado Plano Bonex, com a conversão compulsória dos depósitos de curto prazo em títulos públicos com prazo de vencimento de dez anos. Os papéis renderiam *Libor* mais um pequeno *spread* e teriam capitalização automática de juros.

Apesar de quebrar a confiança do mercado financeiro e afetar a lucratividade do setor bancário, o reescalonamento produziu um expressivo

enxugamento do passivo monetário de alta liquidez do governo, reduzindo a demanda por dólares e produzindo uma pressão baixista na taxa de câmbio.^{4.89}

A reforma monetária do Plano Bonex colocou a economia na rota da dolarização e tornou muito factível um futuro programa de estabilização com a fixação da taxa de câmbio e a promoção da conversibilidade do *austral*. Como adendo tinha-se a melhoria das condições na rolagem da dívida pública que facilitaria a obtenção do equilíbrio fiscal. Isso é comprovado na Figura 4.10 que mostra, desde o fracasso do Plano Austral, a contínua redução da monetização. Em março de 1990, a queda dos encaixes reais e o excesso de oferta de dólares eram de uma tal monta, que o Banco Central poderia comprar toda a base monetária.



Embora a reforma efetuada pelo Plano Bonex não conseguisse estancar a inflação, produziu um enorme esforço para a redução dos gastos públicos, principalmente com a redução do salário real do funcionalismo público, o corte em investimentos e com o impulso dado a privatização.

Ao final de 1990, o sistema de previdência social e as contas de algumas províncias entraram em colapso. Com isso, houve uma corrida contra os

^{4.89} Lopes, F.L.(1991), *op.cit.*

bancos oficiais. O desequilíbrio foi financiado com a expansão do crédito doméstico. Contudo, esse último foi canalizado para a compra de ativos externos, o que reduziu as reservas do Banco Central. Com isso, a inflação voltou a se acelerar em janeiro e fevereiro de 1991.^{4.90}

Em 27 de março, a Lei de Conversibilidade do Austral foi aprovada pelo Congresso. Com intuito de estabilizar a economia e introduzir as reformas estruturais necessárias, a lei estabeleceu uma taxa de câmbio fixa (10.000 *australes* por US\$) com livre acesso ao mercado de capitais^{4.91}. Desde que aceito pelas contrapartes, a lei garantia que os contratos pudessem ser honrados em qualquer moeda. Houve uma desregulamentação do mercado de câmbio que reduziu a, praticamente, zero o custo das transações. Na realidade, instituiu-se um sistema bimonetário com o dólar considerado também como *legal tender*.^{4.92}

Posteriormente, em setembro de 1992, com o intuito de reforçar a credibilidade, estabeleceu-se a independência do Banco Central, suprimiu-se a garantia oficial de depósitos e limitou-se a concessão de novos descontos aos bancos comerciais. Todas essas reformas eliminariam o papel do Banco Central com prestador de última instância.^{4.93}

Para assegurar a taxa de conversibilidade, a base monetária deveria estar lastreada em 100% por reservas internacionais líquidas (incluindo 15% em BONEX). Tal exigência implicaria que a única origem para a expansão da base monetária seria o acúmulo de reservas internacionais.^{4.94}

^{4.90} Canavese, A.J., *op.cit.*, p.193.

^{4.91} Em 1992 seria feita uma nova reforma monetária que transformaria 10.000 austrais em 1 peso.

^{4.92} Lopes, F.L. (1991). *op.cit.*

^{4.93} Fanelli, J.M. e J.L.Machinea. "Movimentos de Capitais na Argentina", in R.Ffench-Davis e S. Griffith-Jones (orgs). *Os Fluxos Financeiros na América Latina: Um desafio ao progresso*. São Paulo: Paz e Terra. 1997.

^{4.94} Canavese, A.J., *op. cit.*

Conhecida também como Plano Cavallo, a solução foi uma repetição dos programas de estabilização das hiperinflações européias da década de 20. A fixação da taxa de câmbio fixo e a implementação da conversibilidade plena em um ambiente plenamente dolarizado, reduziu abruptamente a taxa de inflação.

A instituição do chamado *currency-board* produziu, de pronto, resultados surpreendentes. A reversão das expectativas acerca da inflação e da desvalorização cambial se refletiram diretamente nos prêmios de risco nas operações com a moeda argentina, o que contribuiu para a reativação da economia.^{4.95}

A solução já fora utilizada, em 1890, com a criação da *Caja de Conversión*. Segundo o próprio Poder Executivo, tal regime monetário propiciou o período mais prolongado de estabilidade monetária e prosperidade econômica da Argentina. A adoção do *currency board* aumentaria a credibilidade internacional, recomporia os fluxos de crédito, impondo um ambiente mais favorável ao ajuste das contas públicas.^{4.96}

Os objetivos implícitos do Plano de Conversibilidade eram o de regenerar o padrão monetário, através do aumento na demanda por *austral*, e impedir o financiamento inflacionário do Tesouro. O primeiro visava impedir a completa dolarização da economia, tentando convencer o público da equivalência entre o austral e o dólar. Uma vez exitoso, garantiria uma receita de senhoriagem para o governo.^{4.97}

Do lado fiscal, o equilíbrio seria atingido com o aumento dos preços e tarifas públicas com a elevação no imposto por valor adicionado e sobre os

^{4.95} Ver Walter, A and S. H. Hanke. "Currency Boards" in Peter Newman (org). *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. London: Macmillan Press, 1993.

^{4.96} Olarra Jimenez, R. *Evolucion Monetaria Argentina*. Buenos Aires: Editorial Universitaria de Buenos Aires. 1968.

combustíveis. Foi concedido, também, aumento, seguido de congelamento, nos benefícios da previdência e nos salários do funcionalismo público. A abertura econômica incluiu a remoção das barreiras não-tarifárias e a redução das alíquotas para em média de 9,4%. As reformas estruturais prosseguiriam com a privatização dos ativos públicos, a redução do quadro do funcionalismo público e a reformulação do sistema tributário.^{4.98}

O sucesso do programa teria como sinônimo a sustentação da conversibilidade. Para tanto, alguns requisitos deveriam ser atendidos. O primeiro, o do Banco Central ter reservas em número suficiente para comprar toda a base monetária, era alcançado. Na implementação do Plano Cavallo, as reservas correspondiam cerca de 64% do total do agregado monetário mais amplo e 105% da base monetária (ver Quadro 4.8). A troca compulsória dos depósitos a prazo, no ministério de Erman Gonzales, praticamente eliminara o passivo monetário de alta liquidez, minimizando uma fonte potencial de corrida especulativa contra o *austral*.^{4.99}

Quadro 4.8) Argentina: Reservas Internacionais					
	(I)	(II)	(III)	(I/II)	(I/III)
	Reservas	Base Monetária	M3		
Período	US\$ milhões	US\$ milhões	US\$ milhões	%	%
1990-Dez	6,013	6,435	10,954	93.4	54.9
1991- Mar	4,798	4,559	7,510	105.2	63.9
Jun.	5,415	5,618	9,231	96.4	58.7
Set	6,447	6,327	10,481	101.9	61.5
Dez	8,045	7,841	12,788	102.6	62.9

M3 = notas+moedas+depósitos à vista=depósitos de poupança+depósitos a prazo fixo

Fonte: Batista Jr, P.N.(1993c,p.11)

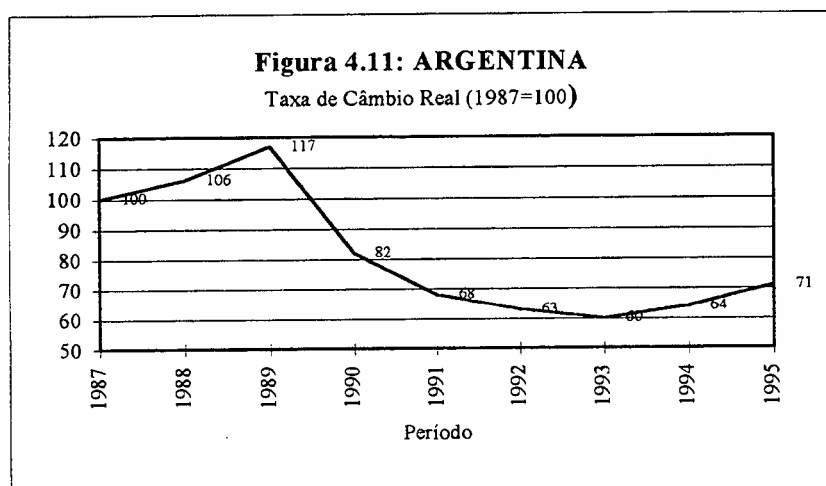
As mudanças estruturais empreendidas na área tributária e na administração do Estado permitiram uma redução do déficit público de 12,8% do PIB

^{4.97} Novamente aqui, a histerese verificada na experiência boliviana seria repetida na Argentina. Onde a proporção dos depósitos em moeda estrangeira cresceram de 39% em abril de 1991 para cerca de 50% em 1994.

^{4.98} Canavese, A.J., *op.cit.*, p.195.

em 1988 para cerca de 0,6% em 1995. Como elemento de apoio, teve-se um forte fluxo de capitais que ajudaria a sustentação da conversibilidade. O investimento direto externo que era cerca de US\$ 788 milhões em 1980, passou para aproximadamente US\$ 4 bilhões em 1995.^{4.100}

Por fim, o nível da taxa de câmbio real deveria ser compatível com equilíbrio, a médio e longo prazo, no balanço de pagamentos. Contudo, a apreciação cambial do *austral* era uma ameaça. Apreciada desde 1990, a taxa de câmbio teve sua valorização acentuada pela lenta redução da taxa de inflação aos padrões internacionais (ver Figura 4.11). Assim, desde o início, o Plano de Conversibilidade se constituía em uma aposta de alto risco. Pelo caráter de longo prazo das reformas estruturais, a Argentina estava ameaçada por eventuais mudanças adversas nas condições do mercado internacional de capitais.



Pelo fato de que a economia argentina não estar plenamente dolarizada, a fixação da paridade dólar-austral implicou em um resíduo inflacionário. A Figura 4.12 mostra, como se esperava, que o índice de preços ao consumidor teve uma redução mais lenta que o de atacado. Assim, de forma a combater a inércia, o governo

^{4.99} Batista Jr, P.N (1993c). *op. cit.*

proibiu todas cláusulas ou mecanismos de indexação, inclusive em contratos com vigência anterior ao programa de estabilização:^{4.101}

“ Artigo 7 - O devedor de uma obrigação de pagar uma soma determinada de austrais cumpre sua obrigação no dia de seu vencimento a quantidade nominalmente expressa. Em nenhum caso se admitirá a atualização monetária, indexação por preços, variação de custos ou repotencialização de divisas, qualquer que seja a causa, haja ou não mora do devedor, com posterioridade ao dia 1 de abril de 1991, em que entra em vigor a conversibilidade do austral.”

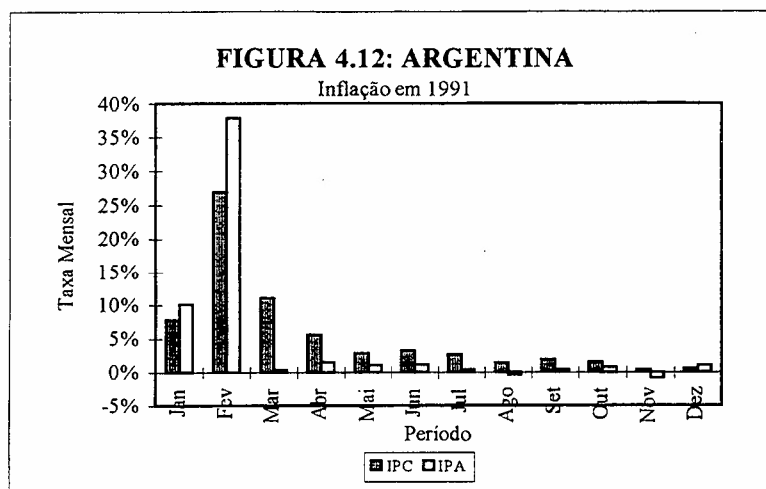
Desde a implementação do Plano de Conversibilidade, a Argentina tem obtido alguns resultados expressivos. A economia apresentou um forte crescimento, cerca de 7% ao ano até 1994. Contudo, os dados favoráveis foram alicerçados em elevados déficits externos e na forte dependência do fluxo volátil de capital internacional (ver Quadro 4.9).

A utilização da taxa de câmbio como instrumento desinflacionário e a abertura comercial e financeira contribuíram, ainda que não imediatamente, para a convergência da taxa de inflação ao nível internacional. Isso implicou, porém, na perda de competitividade comercial e desequilíbrio na conta do balanço de pagamentos.

Todos esses fatores tornaram a economia extremamente vulnerável às condições do mercado internacional de capitais. De fato, o governo argentino acreditou na obtenção de financiamento externo até que as reformas estruturais e os investimentos externos diretos promovessem ganhos na produtividade econômica que pudessem corrigir o atraso cambial.

^{4.100} *Balance preliminar de la economía de America Latina y el Caribe 1996*. Santiago de Chile.

^{4.101} Ver a íntegra da Lei de Conversibilidade do Austral na *Revista de Economía Política* (1991:157-59).



A conversibilidade da moeda argentina foi posta a prova, pela primeira vez, a partir de dezembro de 1994, com a crise mexicana ^{4.102}. A retração dos fundos externos com a elevação da taxa de juros de curto prazo nos E.U.A. e a deterioração do quadro político interno, tais entraves obrigaram o México a desvalorizar a sua moeda. Com debacle mexicano, a economia argentina encontrou enormes dificuldades em financiar o seu elevado déficit em conta-corrente.

De forma semelhante ao México, foi oferecida uma ajuda financeira à Argentina. Da ordem de US\$ 4,7 bilhões, ela envolvia recursos provenientes do F.M.I., Banco Mundial e BID. No auge da crise, a Argentina requereu um aporte internacional e emergencial de fundos para estabilizar o setor bancário que não podia funcionar como empréstador de recursos. Para arrefecer a gravidade do problema, o Banco Central foi obrigado a diminuir o volume de depósitos compulsórios sobre os

^{4.102} Apesar de uma rigidez cambial menor, o programa mexicano tem muitas semelhanças com o argentino. Ver Dornbusch, R. e A. Werner. Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 1994; Sachs, J., A. Tornell e Velasco, A. (1996a). The collapse of the Mexican peso. *Economic Policy*, abr; Sachs, J., A. Tornell, A. Velasco (1996b). The Mexico Peso Crisis: Sudden or Death Foretold? NBER Working Paper Series WP/5563.

depósitos bancários. Contudo, a hemorragia de recursos só seria estancada com a ajuda decisiva de um pacote de ajuda da ordem de US\$ 10 bilhões.^{4.103}

Com o apoio externo e a melhoria do cenário internacional, o governo conseguiu manter a conversibilidade e aliviar o saldo em conta corrente. Porém com o custo de uma profunda recessão, da elevação dramática da taxa de desemprego e de uma grave crise bancária. Contudo, a correção foi incapaz de resolver o problema da vulnerabilidade externa (ver Quadro 4.9).

Quadro 4.9: Indicadores Econômicos									
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1996	1995	1996
Crescimento Econômico	-2.0	-6.9	-1.4	10.5	10.4	6.3	8.5	-4.6	4.2
Taxa de Desemprego	6.3	7.6	7.4	6.5	7.0	9.6	11.5	17.5	17.2
IPC	387.7	4,923.8	133.9	84.0	17.5	7.4	3.9	1.6	0.1
Saldo em Conta-Corrente (US\$bi)	-1,572	-1,305	4,552	-647	-5,401	-7,046	-9,363	-2,390	-4,013

Fonte: CEPAL

^{4.103} Sachs, J.(1996). Alternative approaches to financial crises in emerging markets. *Revista de Economia Política*, 16(2), abr-jun.

4.5 Brasil: O Plano Real

Como a Argentina, o Brasil teve um longo convívio com tentativas de estabilização fracassadas. Desde o final dos governos militares, em 1985, a partir das administrações Sarney e Collor, a economia brasileira passou por oito tentativas de estabilização. De forma duradoura, nenhuma obteve êxito quer se apoiasse em instrumentos ortodoxos ou heterodoxos, contassem com o apoio do F.M.I, com congelamento de preços e com confisco de ativos financeiros.^{4.104}

A inoperância do gradualismo ortodoxo, em 1991, com Marcílio Marques Moreira, no combate à inflação crônica, apontava novamente a terapia de choque como melhor forma de combate à inércia inflacionária. Para tanto, três rumos poderiam ser deslumbrados: decretar um novo congelamento de preços (como no Plano Cruzado)^{4.105}; prefixar de forma declinante a taxa de câmbio, tarifas públicas e alguns preços de bens privados (como com Delfim Netto, em 1980) ou adotar uma ampla reforma monetária.^{4.106}

A despeito dos riscos a serem incorridos, o fracasso das duas primeiras alternativas apontava a última como melhor caminho. Contudo, a reforma monetária deveria ser precedida por um ajuste fiscal^{4.107}. Assim, inicialmente, lançou-se o Programa de Ação Imediata (PAI). A base teórica, para essa sequência, era alicerçada na hipótese que as contas públicas apresentavam um efeito Olivera-Tanzi às avessas.

^{4.104} A saber com Dornelles (abril de 1985), o Plano Cruzado (março de 1986), Bresser (junho de 1987), Mailson da Nóbrega (janeiro de 1988), Plano Verão (janeiro de 1989), com Collor (em março de 1990 e janeiro de 1991) e Marcílio M. Moreira (1991). Ver essa classificação in Bresser Pereira, L.C. (1992). 1992- A estabilização necessária. *Revista de Economia Política*, 12 (4), jul-set.

^{4.105} Bacha, E.L. (1997). "O Plano Real: uma avaliação" in Aloísio Mercadante (org), O Brasil pós-Real: a política econômica em debate. Campinas: UNICAMP. IE; Modiano, E. (1986). *Da Inflação ao Plano Cruzado- a política no primeiro ano da nova república*. Rio de Janeiro: Campus. Lopes, F.L (1989), *op. cit.*

^{4.106} Carneiro, D.D." Ajuste externo e equilíbrio interno", in M. Paiva Abreu (org). *A ordem do progresso: cem anos de política republicana*. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

^{4.107} Algumas propostas podem ser vistas em Resende, A.L. (1992a). Sem moeda forte, não se tem nada. *Exame*, 8/07/92. Resende, A. L. (1992b). O conselho da moeda: um órgão independente. *Revista*

Segundo a equipe econômica, com os preços estabilizados haveria um aumento real dos gastos públicos em detrimento de uma manutenção das receitas reais.^{4.108}

Como visto nas hiperinflações européias, a ausência de um sistema tributário indexado afetava, de forma significativa, as receitas, dado que o preços de bens e serviços utilizados pelo setor público eram corrigidos de forma contínua. Assim, como as verdadeiras reformas fiscais já tivessem sido realizadas anteriormente, bastaria que se estabilizasse os preços para que os orçamentos fossem equilibrados.^{4.109}

No caso brasileiro, a longa convivência com a inflação crônica obrigou a indexação das receitas tributárias que, embora imperfeita, minimizava o efeito da elevação dos preços. As despesas, por outro lado, sofriam o efeito da inflação, dado que as dotações orçamentárias eram feitas de forma nominal e embutiam previsões inflacionárias subestimadas. Assim, embora o déficit brasileiro fosse inexistente com uma taxa de inflação alta, seria expressivo em um regime de estabilidade.^{4.110}

Embora o governo conseguisse avanços na área fiscal, com o reconhecimento da constitucionalidade da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) e a instituição do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), o ajuste fiscal só seria materializado com o estabelecimento do Fundo Social de Emergência (FSE). Através de emenda constitucional, criou-se o fundo, de caráter temporário, com o objetivo de sanear a Fazenda. Na realidade, instituiu-se um mecanismo de desvinculação de cerca de 20% das destinações orçamentárias. A aprovação da emenda sancionou a tese da

de *Economia Política*, 12(4), out-dez; Simonsen, M.H. (1992). A quem serve um Plano Hiroxima. *Exame*, 2/09/92.

^{4.108} Bacha, E.L. (1994). O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, 14 (1), jan-mar.

^{4.109} Franco, G.H. (1987), *op.cit*

^{4.110} Franco, G.H (1993). Uma vez mais o ajuste fiscal. *Folha de São Paulo*, 31/10/93.

necessidade do equilíbrio *ex-ante* do orçamento e levou à obtenção de superávits operacionais de 0,25% e 1,34% em 1993 e 1994, respectivamente.^{4.111}

O segundo estágio, do programa de estabilização consistiu no estabelecimento uma unidade de conta estável para os contratos vigentes da economia. Nesta fase, a aceleração da indexação permitiu a obtenção de um equilíbrio razoável e a neutralização satisfatória dos efeitos distributivos, provindos da inércia inflacionária. Com isso se objetivava que, após em uma futura ancoragem, o resíduo inflacionário na nova moeda fosse pequeno.^{4.112}

Para se evitar os efeitos perniciosos de uma inflação residual, o programa de estabilização repetiu, engenhosamente, os processos hiperinflacionários da década de 20. Estabeleceu-se uma unidade de conta com o intuito de promover uma superindexação da economia. Assim, introduziu-se, em março de 1994, a Unidade Real de Valor (URV) que teria paridade, garantida pelo Banco Central, com o dólar. Com exceção dos salários, aluguéis, mensalidades escolares e preços e tarifas públicas, todos os demais contratos seriam redenominados em URV. Por decreto presidencial, estabeleceu-se uma referência interna para a nova unidade de conta que oscilaria no intervalo entre o aumento máximo e mínimo de três índices: o IPC-A do IBGE, o IGP-M da FGV e o IPC (3ª quadrisemana) da FIPE (ver Quadro 4.10).

No que se refere à política salarial, o governo determinou que os salários seriam convertidos pela média dos valores nominais dos últimos quatro meses convertidos, na data de pagamento, em valores em URV. Com a aprovação dessa medida, pode-se estender o procedimento para os aluguéis e mensalidades escolares.

^{4.111} Batista Jr, P. N. (1996). O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. *Estudos Avançados*, 10 (28), p. 134. Mercadante, A. "Plano Real e neoliberalismo tardio", in Aloísio Mercadante (org), *op. cit.*, p.143-44. Bacha, E.L. (1997), *op. cit.*, p. 18-19.

^{4.112} Bresser Pereira, L.C (1994). As objeções à Fase-URV. *Folha de São Paulo*, 8/2/94.

Uma vez convertidos em URV, os contratos só poderiam ser revistos após um ano, exclusive os salários que teriam revisões nas datas-base de negociação.^{4.113}

Com o encurtamento do prazo de correção, os salários reais só seriam reduzidos com uma taxa de inflação extremamente alta. Assim, como as políticas cambial e monetária eram acomodativas, o sistema econômico definitivamente perdeu a âncora nominal e ficou suscetível a choques de oferta e de expectativas.^{4.114}

Quadro 4.10: Índices de Inflação (%am)				
Período	IPC-A	IGP-M	FIPE	URV
Janeiro	39.07	39.17	40.94	39.73
Fevereiro	40.78	39.70	37.04	39.17
Março	45.71	43.63	41.31	46.01
Abril	40.91	41.25	45.43	42.20
Maior	42.58	44.21	44.66	41.69
Junho	45.21	44.65	48.97	46.60

Fonte: Franco, G.H. (1995, P.54)

A destruição da memória inflacionária, via aprofundamento da indexação, produziu um risco de formação de uma espiral hiperinflacionária. Para contornar esse entrave, o governo tomou alguns procedimentos, tais como: determinando que a URV variaria basicamente com a inflação passada; para evitar a fuga da moeda doméstica, impediu inicialmente que os contratos financeiros fossem realizados em URV; proibindo a expressão dos preços de bens e serviços em URV; determinando que os preços e tarifas públicas só fossem convertidos, gradualmente, em URV; estipulando a diminuição do prazo de vigência da URV. Com essas medidas, a introdução da URV levou a um pequeno aumento na taxa de inflação que, com a proximidade da introdução do Plano Real e os rumores de um eventual congelamento de preços, se acelerou.^{4.115}

^{4.113} Para um acompanhamento das dificuldades na construção do programa de estabilização ver Franco, G.H. (1995). "O Plano Real e a URV fundamentos da reforma monetária brasileira de 1993-94" in G.H. Franco (org). *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves.

^{4.114} Bacha, E.L. (1997), *op.cit.*, p. 23-25.

^{4.115} *Idem*, p. 25

Em 30 de junho de 1994, através da Medida Provisória nº 542, estabeleceu-se a reforma monetária com a taxa de conversão de 1R\$ para 2.750CR\$ (valor em CR\$ da URV) e criou-se uma banda assimétrica com limite superior de 1R\$ para 1US\$. Com o intuito de conquistar credibilidade no novo padrão monetário, o governo fixou metas trimestrais para a expansão da base monetária.^{4.116}

A opção por uma âncora monetária se fez observada, no dia 29 de junho, através da mesa de operações de câmbio do Banco Central, com a compra de dólares por 95 centavos de real. A indicação era clara: a taxa de câmbio seria flexível para baixo. A partir daquele momento, com a retirada do Banco Central, o mercado cambial seria regido pela oferta e demanda de divisas. A âncora monetária e, conseqüentemente, o regime de flutuação cambial, seriam adotados até ao final de setembro de 1994. A partir dali, utilizou-se um regime de banda informal, com o dólar oscilando entre 83 e 86 centavos de real.^{4.117}

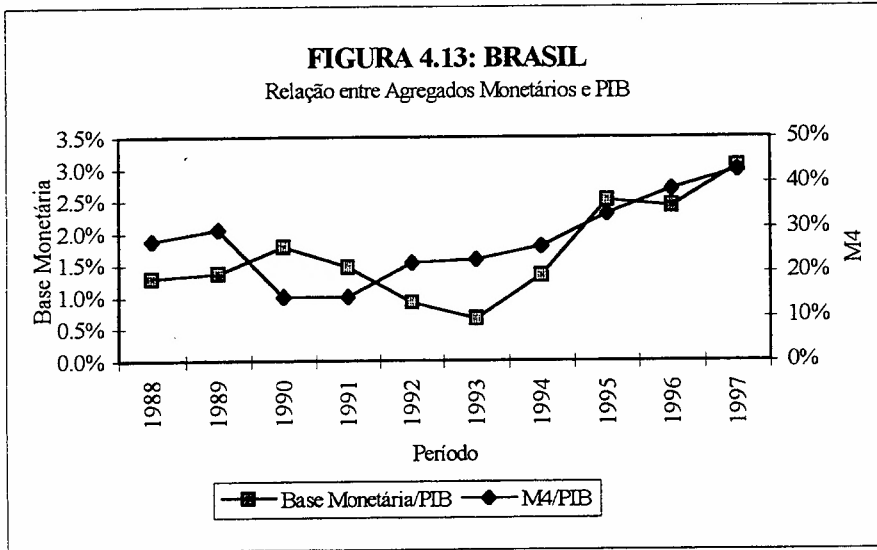
De forma semelhante ao caso argentino, o programa de estabilização partiu com uma relação base monetária/PIB muito baixa (ver Figura 4.13). Contudo, pelas características próprias do seu mercado financeiro, o Brasil detinha um volume muito superior de agregados monetários mais amplos (substitutos à moeda doméstica), o que poderia constituir em uma grande ameaça ao novo regime monetário.

Assim, diante do receio de um eventual ataque especulativo e de um esperado aquecimento da economia, o Banco Central arbitrou uma taxa de juros básica extremamente alta. Se levada em conta a abrupta queda da taxa de inflação;

^{4.116} A medida provisória autorizava uma margem de erro de 20%, para atender determinadas situações.

^{4.117} Franco, G.H. (1995), *op.cit.*, p.56-70; Batista Jr, P.N. (1996), *op. cit.*, p. 145. Banco Central, Relatório 1994, p.100.

uma taxa de *overnight* de cerca de 8% ao mês, no primeiro dia do Plano Real, era elevadíssima.^{4.118}



Apesar dos temores de uma liquidez excessiva, houve um forte aumento dos encaixes reais, de modo que as metas nominais para base monetária jamais fossem cumpridas. Como contrapartida à remonetização, teve-se uma expressiva redução no volume de fundos de curto-prazo e, de forma subjacente, uma elevada redução dos títulos públicos em circulação.^{4.119}

O aumento súbito na demanda pela moeda doméstica foi combatido com a elevação do compulsório sobre os depósitos a vista. As captações adicionais, com a implantação do Plano, tiveram recolhimento de 100% junto ao Banco Central. O alto diferencial entre a taxa de juros interna e externa, em ambiente internacional de alta liquidez, atraiu uma tal monta de fundos estrangeiros que promoveu algo inusitado no mercado cambial brasileiro: uma queda na taxa de câmbio nominal da ordem de 15%.

^{4.118} Na realidade, o resultado prático de uma alta na taxa de juros real dependeria das elasticidades do efeito-substituição (contracionista) e do efeito-riqueza (expansionista). Ver Lopes, F. L. (1997). O mecanismo de transmissão monetária no Brasil. *mimeo*

^{4.119} Franco, G.H.B (1995), *op.cit.*

De forma a combater a valorização do real, desestimulou-se o influxo de capitais de curto prazo, com o governo tributando as entradas nos Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro em 5%. Os empréstimos de médio e curto-prazo, não vinculados à operações de comércio exterior, seriam taxados em 3%. Mais à frente, as alíquotas se elevariam ainda mais para 9% e 7%. Por fim, os investimentos regulados pelos anexos I a IV seriam tributados em 1%.^{4.120}

O superávit na conta de capitais e a inflação residual acentuaram a valorização cambial, cuja consequências seriam a perda de competitividade internacional e o desequilíbrio na balança de serviços^{4.121}. O Quadro 4.11 e a Figura 4.14 mostram, de forma inequívoca, a valorização a partir do Plano Real. Tanto as relações: câmbio-salários (RCS), câmbio efetivo/salários (RCES) e a taxa de câmbio real apreciaram-se consideravelmente.

Como a acumulação de reservas fez parte das medidas preparatórias, o programa começou com um volume confortável de reservas internacionais, cerca de 40 bilhões de dólares. O Plano Real contava com uma liquidez extremamente elevada se comparada com as estabilizações anteriores, notadamente o Plano Cruzado e, também, as experiências argentina e mexicana. As condições favoráveis no mercado financeiro de capitais facilitariam a busca da estabilização. Havia uma forte crença na estabilidade dos mercados financeiros e na capacidade de refinanciamento e de atração de capitais.^{4.122}

^{4.120} *Idem*.

^{4.121} A inflação medida pelo IGP-DI caiu lentamente de 14,78% em 1995, 9,34% em 1996 e 7,48% em 1997.

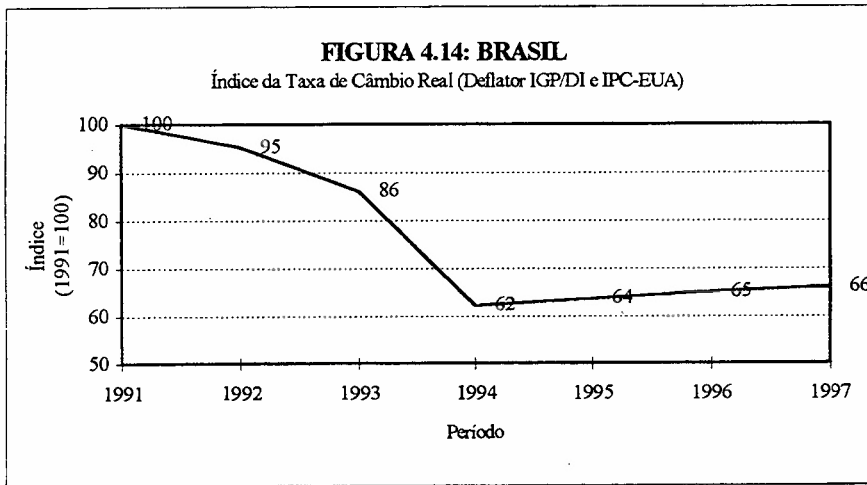
^{4.122} Batista Jr, P.N. (1996), op. cit., p.135-37.

Quadro 4.11: Relação Câmbio e Salários

Ano	RCES	RCS
1994	55.0	55.4
1995	36.5	35.3
1996	32.2	31.9
1997	29.4	30.2

base 1988=100

Fonte: IPEA, Boletim Conjuntural



O pressuposto para tal estratégia era de que a estabilidade econômica, a abertura às importações, a aceleração das privatizações e os investimentos internalizados no país promovessem um aumento de produtividade que compensasse os efeitos da valorização do real. Contudo, a se julgar pelos resultados nas contas de transações correntes e pela retração na participação das exportações brasileiras no comércio internacional, é muito improvável que os ganhos neutralizassem os efeitos da apreciação da taxa de câmbio da relação câmbio-salários.^{4.33}

A despeito do sucesso inicial do Plano Real, a discrepância entre os aumentos dos salários nominais e a apreciação cambial provocaram uma pressão sobre os custos reais de produção. De forma conjugada, o aumento do poder de compra dos salários e a forte recuperação do sistema de crédito do sistema financeiro

^{4.33} Após a Rodada Uruguai, as exportações se elevaram em cerca de 12% ao ano, enquanto as brasileiras só cresceram entre 4 e 5%.

sinalizavam uma forte pressão de demanda. Em setembro, a equipe econômica decidiu acelerar a abertura econômica. Ao permitir uma maior liberação das importações, objetivava-se a elevação da oferta agregada e contribuía-se para uma convergência mais rápida da inflação doméstica à taxa internacional. O aquecimento da demanda interna e o aumento das importações levaram a economia, ao final de 1994, quase ao pleno emprego e à deterioração da balança comercial (ver Quadro 4.12).^{4.123}

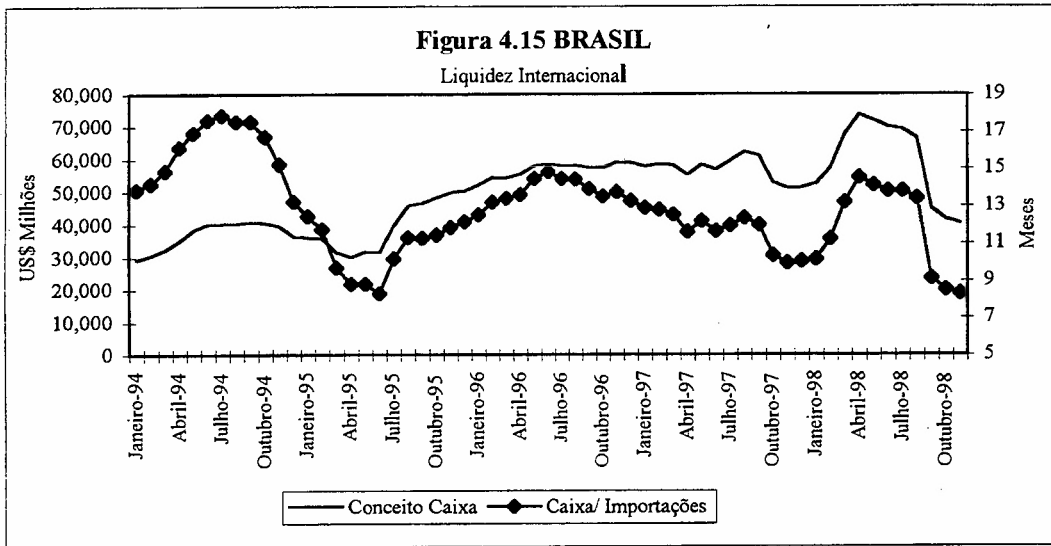
Quando estourou a crise mexicana, o desequilíbrio já estava formado. O refluxo dos capitais internacionais reduziu as reservas internacionais (ver Figura 4.15). Para estancar a hemorrhagia de divisas, o governo, em março de 1995, elevou as taxas básicas de juros e impôs restrições severas ao crédito. Na área externa, elevou-se, profundamente, as tarifas de importação de automóveis e bens domésticos de 20 para 70%.

Simultaneamente, o real foi desvalorizado em aproximadamente 5% em relação ao dólar. Implantou-se, de forma confusa, um sistema de bandas, no qual o Banco Central formalizava por um prazo indeterminado uma banda larga para a taxa de câmbio. Dentro dessa banda, as autoridades interviriam periodicamente, de forma a promover pequenas desvalorizações nominais do real. As bandas seriam protegidas pela taxa de juro extremamente alta.

A onda de desconfiança, com o colapso mexicano, mostrou a fragilidade na composição das reservas brasileiras. A razão era que as mesmas se compunham, basicamente, por operações financeiras de curto prazo (arbitragem de juros, bolsa) de caráter extremamente volátil. Porém, a medida que se elevava as despesas com o serviço da dívida externa, aumentavam-se as dificuldades em se atrair

^{4.123} Bacha, E.L.(1997), *op.cit.*, p.41-46.

novos capitais do exterior. Com a ampliação do déficit em conta-corrente e apreciação cambial, os obstáculos se tornam ainda maiores, gerando dúvidas acerca da viabilidade da sustentação da paridade cambial.



Fonte: Banco Central

Na crise do México, com a necessidade de propiciar um ganho considerável para os investidores internacionais, o Banco Central foi obrigado a elevar fortemente a taxa de juros. As autoridades econômicas perderam a sua autonomia na condução da política monetária e a taxa interna de juros tornou-se estreitamente ligada à fatores exógenos. A sua redução só seria possível mediante a manutenção da atratividade do chamado cupom cambial, caso contrário se incorreria no risco de ataques especulativos ^{4.124}. Sem uma redução da taxa internacional de juros e da percepção do risco cambial e soberano brasileiro, dificilmente a taxa de juros poderia ter uma queda brusca.

Desde a prática das bandas cambiais, a desvalorização nominal do real se situou em cerca de 0,6% ao mês, o que garantiu uma relativa estabilidade da taxa

^{4.124} Ver Gonçalves, E.P.S (1998). A Lógica do Cupom Cambial. *Disclosure das Transações Financeiras*, mai (32).

de câmbio real. As medidas de controle às importações e a política monetária contracionista produziram resultados expressivos de modo que já no segundo semestre de 1995, a balança comercial voltou a apresentar superávits e as reservas internacionais se recomporiam gradualmente. A operação de socorro financeiro dos E.U.A, impedindo o *default* mexicano, e a redução das taxas de juros em dólar, também, ajudaram o ajuste das contas externas.

A sustentação da taxa de câmbio, através da manutenção de uma taxa de juros elevada, conseguiu manter a trajetória declinante para a taxa de inflação. Contudo, isso custou uma forte queda na demanda agregada, o aumento no nível de inadimplência e um abalo temeroso no sistema bancário. Por fim, o aumento das despesas financeiras no orçamento e a redução da atividade econômica afetaram negativamente as contas públicas (ver Quadro 4.12). Com o aumento do déficit operacional a dívida líquida do setor público passou de 28,1% em 1994 para 34,2% em 1996.

Quadro 4.12: Brasil: Necessidade de Financiamento do Setor Público (%PIB)					
Categoria	1993	1994	1995	1996	1997
Déficit Operacional	-0.25	-1.36	4.87	3.78	4.07
Déficit Primário	-2.63	-5.26	-0.36	0.09	0.68
Juros Reais	0.64	0.91	0.81	0.40	0.35

Fonte: Relatório do Banco Central

A fragilidade do sistema bancário obrigou o Banco Central a criar o Programa de Reestruturação do Setor Bancário (PROER). O programa possibilitou a transferência do controle acionário dos bancos privados com problemas de liquidez. De fato, através do mesmo, se passava ao governo federal os créditos ruins dos bancos em dificuldades, enquanto o Banco Central adiantava empréstimos de valor equivalente a diferença entre o total dos passivos e dos ativos de boa qualidade aos novos compradores. Com essa intervenção, a dívida pública se acentuou, graças ao

custo aproximado de 4,7% do PIB. Como a saúde do sistema financeiro era considerada de vital importância, a reforma prosseguiu com a promoção do aumento da participação dos grupos estrangeiros na área bancária.^{4.125}

Apesar da melhoria do ambiente internacional, o governo reduziu lentamente a taxa de juros lentamente, com a taxa básica só alcançando um mínimo de 21% ao ano. O irrompimento da crise asiática, em outubro de 1997, demonstrou claramente a vulnerabilidade do programa. Naquele momento, para proteger a paridade cambial, o governo teve que elevar, novamente, a taxa de juros e implementar duras medidas fiscais visando a redução da absorção doméstica e estimulando o ingresso de capitais do exterior para equilibrar o balanço de pagamentos. Passada a turbulência asiática, gradualmente foi-se reduzindo a taxa de juros. Contudo o *default russo*, em junho de 1998, colocou novamente a economia brasileira no olho do furacão.

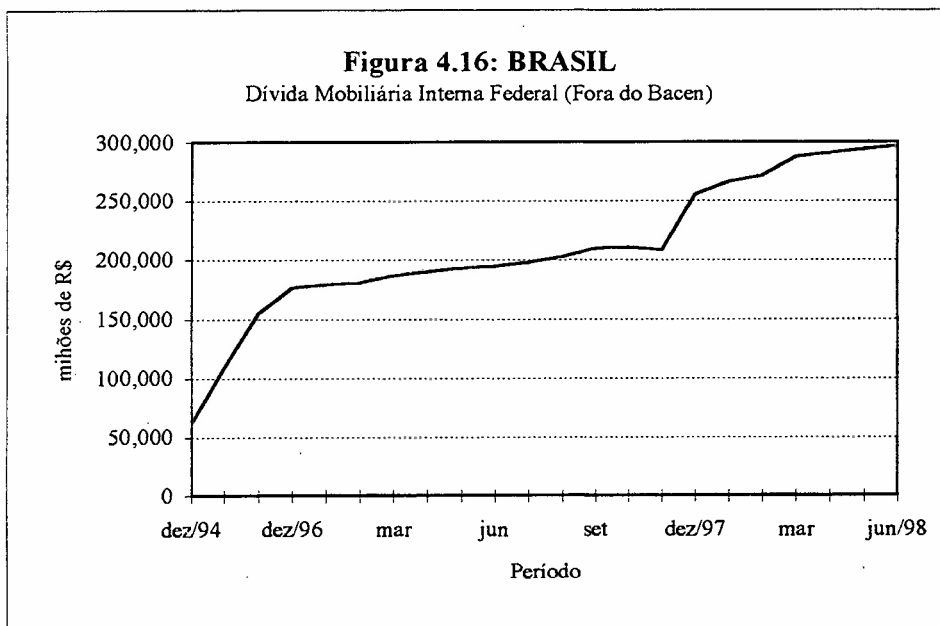
A defesa da moeda, por meio de restrição de crédito e manutenção de taxa de juros elevada, criou uma armadilha que tem limitado o crescimento econômico. Com uma taxa de câmbio apreciada, uma expansão mais rápida da atividade produtiva, certamente, poderia implicar em uma piora, no já ruim, déficit na conta das transações correntes (ver Quadro 4.13).

Quadro 4.13: Indicadores Econômicos									
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Crescimento Econômico	-0.1	3.2	-4.3	0.3	-0.8	4.2	6.0	4.2	2.9
Taxa de Desemprego (IBGE)	3.9	3.4	4.3	4.8	6.0	5.3	5.1	4.6	5.2
IGP-DI	1037.6	1,782.9	1476.6	480.2	1158.0	2708.6	1093.8	14.8	9.3
Saldo em Conta-Corrente (US\$bi)	4,175	1,033	-3,782	-1,407	6,143	-592	-1,689	-17,792	-24,347

Fonte: Conjuntura Econômica

^{4.125} *Idem*, p. 53.

A manutenção de uma taxa extremamente alta de juros, para proteção da moeda, e a redução na atividade econômica, para não se desequilibrar as contas externas, tem significado um expressivo crescimento na dívida interna (ver Figura 4.16)^{4.126}. Se a trajetória da dívida se tornar explosiva, os agentes econômicos poderão duvidar da capacidade do governo em honrar os seus compromissos e repudiarão os títulos públicos. Atingido tal estágio, só restaria ao governo o financiamento inflacionário. Assim na prática, a política de juros elevados só serviria para trocar inflação corrente por inflação futura.^{4.127}



Em resumo, o programa de estabilização passa por um dilema de difícil resolução. A correção do desequilíbrio dos preços relativos e da subjacente taxa de câmbio real atuaria em favor da obtenção do equilíbrio de conta-corrente. Por outro lado, a desvalorização cambial impactaria negativamente a credibilidade do programa. Se a deterioração das expectativas promovesse uma maciça fuga dos ativos

^{4.126} A privatização tem sido um instrumento importante na estabilização. Pois além, de abater a dívida interna, tem gerado recursos para financiar o desequilíbrio na balança de pagamentos.

^{4.127} Sargent, T. e N. Wallace (1981), *op. cit.*

domésticos e acelerasse a taxa de inflação, novas rodadas de desvalorização seriam necessárias. Se mantida a política cambial, o acúmulo excessivo da dívida pública poderia criar uma inevitável tensão entre o custo crescente em se defender a moeda frente e as pressões em favor da desvalorização.^{4.128}

^{4.128} Krugman, P. (1997). Currency Crises, mimeo.

5. Âncora Cambial: Apreciação e Crise

A revisão de diversas experiências destacou a relevância da âncora cambial nos programas de estabilização econômica. A própria rejeição da moeda doméstica, em regimes de alta inflação, cria as condições para a recuperação da credibilidade no padrão monetário. Assim, o estabelecimento de uma paridade entre a moeda nacional e uma moeda mais forte ajudaria a coordenação das expectativas e a restauração da confiança dos agentes econômicos.

O processo inflacionário pode ser encarado como um vírus que, gradualmente, vai minando a resistência imunológica da moeda nacional. Em um primeiro instante, debilita a capacidade da mesma em servir como reserva de valor. No segundo momento, com o aprofundamento da indexação, a moeda não é mais utilizada como unidade de conta e, por fim, em casos mais extremos, seria até refutada como meio de pagamento. Paradoxalmente, quanto maior a disseminação da doença, melhores seriam as chances da sua cura.

O caso mais extremo, a hiperinflação, é caracterizado pela perda das funções da moeda, com a brutal redução na sua demanda e fuga para a moeda estrangeira. Com o apagamento da memória inflacionária da economia e a total flexibilidade dos preços da economia, a estabilidade de preços seria alcançada facilmente com a fixação da taxa de câmbio. Contudo, como nem sempre a dolarização é completa, a fixação da taxa de câmbio não seria neutra sob o ponto de vista distributivo e teria efeito sobre o lado real da economia. Se na tentativa de recomposição da renda real, os agentes cotassem os seus preços em níveis incompatíveis com a estrutura de preços relativos vigente, a taxa de câmbio

real tenderia a se valorizar. Isso, indubitavelmente, seria uma fonte potencial de desequilíbrio macroeconômico.

Em resumo, a âncora cambial é extremamente útil na obtenção da estabilização. Permite uma rápida desinflação, eliminando, de pronto, o aumento dos preços dos bens transacionáveis com o exterior e imprimindo uma convergência da inflação doméstica à internacional. Com o empenho das autoridades econômicas na manutenção de uma política fiscal austera, a expectativa de desvalorização seria reduzida e as taxas internas de juros nominais cairiam dramaticamente. Por fim, a estabilidade monetária propiciaria uma maior previsibilidade às variáveis nominais e criaria um ambiente mais favorável ao desenvolvimento econômico.

Kiguel e Liviatan revelam que, na maioria dos programas que se valeram da âncora cambial, foi formado um ciclo econômico, iniciado por uma expansão e findado com recessão e dificuldades no balanço de pagamentos ^{5.1}. Quais seriam as razões para esse movimento expansionista? Por que o processo é revertido em recessão e crise no balanço de pagamentos? O que seria melhor, recessão inicial (âncora monetária) ou adiante (âncora cambial)?

Ao comparar as âncoras monetária e cambial, Fischer afirma que a desinflação, via âncora monetária, tende a criar uma pressão recessiva ^{5.2}. Para uma mesma redução na taxa de inflação, tem-se uma contração muito maior na liquidez e na atividade econômica em programas que utilizam a âncora monetária. A queda do crescimento econômico seria provocada pelo aumento do salário real, ocasionado pela sua rigidez, e pela

^{5.1} Kiguel, M. e N. Liviatan (1992,1990), *op. cit.*

^{5.2} Fischer, S. (1988,1986), *op.cit.*; Sachs, J. (1995). Do we need a lender of last resort. mimeo.

criação de excesso de demanda por moeda com o aumento na taxa real de juros. Com perfeita mobilidade de capital, a elevação na taxa de juros acima do padrão internacional apreciaria, inicialmente, a taxa de câmbio real. Essa por sua vez iria gradualmente retornando ao seu nível original. A redução da taxa de câmbio real exerceria efeito recessivo adicional na demanda por bens produzidos domesticamente. Dadas as influências distintas da redução do produto e da apreciação da taxa de câmbio real, o efeito sobre a balança comercial seria ambíguo.

Por outro lado, com o uso de uma âncora cambial, a oferta monetária se tornaria endógena, eliminando o efeito recessivo provocado pelo excesso de demanda por moeda. Contudo, persistiria o efeito da apreciação da taxa de câmbio real. Como essa é prevista pelos agentes econômicos, haveria uma redução na taxa de juros no instante da ancoragem que, teoricamente, poderia implicar em um *boom* inicial na atividade econômica. De forma semelhante ao uso da âncora monetária, o efeito sobre a balança comercial permaneceria desconhecido. Porém, esses resultados só seriam alcançados se convalidadas as hipóteses de rigidez de preços, por causa da justaposição de contratos salariais, e a de que as reformas adquirissem credibilidade instantaneamente.

Através de exemplos numéricos, Fischer rejeitou a possibilidade de um *boom* inicial da economia. Contudo, ao estudar vários programas de estabilização, Kiguel e Liviatan atestaram que, no uso da taxa de câmbio como instrumento de estabilização, o efeito expansionista da taxa de juros real superou o recessivo da apreciação da taxa de câmbio. Ainda, ao contrário de Fischer, Kiguel e Liviatan não comprovaram a ambiguidade nos resultados da balança comercial, pois programas com a utilização da taxa de câmbio

como instrumento desinflacionário, na maioria das vezes, geraram déficits em conta-corrente.

O efeito da taxa de juros real foi demonstrado por Rodriguez ^{5.3}. Com a existência de uma ampla mobilidade de capital, a taxa real de juros (r) seria determinada por:

$$r = i - \pi^e = i^* + \beta \cdot (\varepsilon^e - \pi_N^e) + k \quad (5.1)$$

Onde i é a taxa interna nominal de juros, π^e é a expectativa inflacionária, i^* é a taxa internacional de juros, β é o peso dos bens não transacionáveis na recomposição dos índices de preços, ε^e é a taxa esperada de desvalorização cambial, π_N^e é a inflação esperada nos bens transacionáveis e k é uma constante que incorpora o risco do país.

Se a estabilização for aceita como permanente, a âncora cambial reduziria a expectativa de desvalorização cambial (ε^e). Porém, com a rigidez nos preços, a redução da inflação esperada dos bens não transacionáveis (π_N^e) seria proporcionalmente menor. Com isso, a taxa real de juros (r) teria o seu valor reduzido e gerar-se-ia um efeito expansionista sobre a economia. A inflação residual impactaria a taxa de câmbio, de modo que, gradualmente, a apreciação cambial compensaria e, eventualmente, superaria o efeito expansionista da queda da taxa real de juros.

^{5.3} Rodriguez, C.A. (1982). The Argentine Stabilization Plan of December 20th. *World Development* 10(9).

Kiguel e Liviatan destacam que, nem sempre, programas de estabilização com ancoragem cambial contaram com a redução na taxa de juros. A prática de taxas de juros extremamente elevadas indica a necessidade de uma variável explicativa adicional ao modelo de Rodriguez. A resposta parece ser encontrada no caráter temporário das estabilizações, pois, tanto Fischer quanto Rodriguez, assumiram que a política do governo obtém credibilidade instantaneamente. O que foi visto nas revisões de casos parece infundado.

As inúmeras experiências fracassadas reforçam a hipótese que as expectativas só são revertidas gradualmente. Isso torna mais plausível a suposição que os agentes econômicos acreditam no sucesso provisório dos programas de estabilização. Com esse pressuposto e a utilização de modelos *cash-in-advance*, Calvo mostrou que, nos momentos iniciais, pode-se ter uma expansão de demanda agregada. Para ele, o caráter temporário da estabilização levaria os agentes a anteciparem os gastos futuros.^{5.4}

Com a dramática queda da taxa de inflação e na desvalorização cambial, reduz-se, fortemente, o custo de oportunidade em se manter moeda necessária aos gastos. Porém, futuramente, essa tendência seria revertida com a volta da inflação. Com o aumento nos gastos, criar-se-ia uma “bolha” que, fatalmente, levaria à apreciação cambial e ao déficit nas transações correntes. Diferentemente de Fischer e Rodriguez, o aumento no consumo seria originado, exclusivamente, no caráter temporário da redução da taxa nominal de juros. Assim, Calvo explicaria, também, o surgimento do *boom* na atividade econômica nos

^{5.4} Calvo, G. A. (1991). Temporary Stabilization: The Case of Flexible Prices and Exchange Rates. *Journal of Economic Dynamics Control (Netherlands)* 15, jan; Calvo, G.A. (1987). Balance of Payments Crises in a Cash-in-Advance Economy. *Journal of Money, Credit, and Banking* 19 (1); Calvo, G.A. (1986). Temporary Stabilization: Predetermining Exchange Rates. *Journal of Political Economy* 94 (6); Calvo, G.A. e C.A. Vegh (1990). Credibility and the Dynamics of Stabilization Policy: A Basic Framework. *IMF Working Paper* WP/90/110.

programas de estabilização com âncora cambial em que a taxa de juros real foi extremamente alta.

Paradoxalmente, esses resultados podem ser alcançados, também, se os agentes econômicos interpretarem a estabilização como permanente. Contudo, é exigida a redução da incerteza do sistema de preços relativos e a perspectiva de aumento da produtividade na economia. O aumento no consumo seria permanente, dado que os agentes encarariam as mudanças como aumento efetivo das riquezas.

As análises acima destacaram, apenas, alguns aspectos da expansão da atividade produtiva nas estabilizações com o uso da âncora cambial. Contudo, a existência de externalidades positivas podem favorecer a formação do ciclo econômico. Em contraste, aos anos 80, os programas de estabilização dos anos 90 puderam contar com um amplo acesso aos mercados financeiros internacionais, principalmente com o reestabelecimento das linhas de crédito, a recessão nos países centrais, a redução da taxa de juros norte-americanos para níveis baixíssimos, a elevação do déficit no balanço de pagamentos dos E.U.A. e com as mudanças regulatórias que reduziram os custos de transação e liquidez das operações do mercado internacional de capitais.^{5.5}

Durante os anos 90, as experiências de estabilização de México, Argentina e Brasil, destacam a importância da taxa de câmbio como instrumento de apoio da convergência da taxa de inflação doméstica à internacional. As mesmas apresentaram vários elementos em comum: abertura econômica, liberalização à entrada de capitais, ajuste fiscal,

^{5.5} Calvo, G.A., L. Leiderman e C. M. Reinhart (1993). Capital Inflows and Real Appreciation: The Role of External Factors. *IMF Staff Papers* 40(1) mar.

austeridade monetária e privatizações. E, por fim, todas acabaram engedrando em elevados déficits em conta corrente e forte dependência de capital externo.

Indubitavelmente, os fatores externos tiveram fortes implicações nas três estabilizações acima. O elevado fluxo de capitais contribuiu para a acumulação de reservas externas e a apreciação cambial. Com isso, surgiram três problemas potenciais. Primeiro, o setor exportador é prejudicado pelo fato que a competição desigual sucumbe a indústria nacional que concorre com as importações subsidiadas pela apreciação cambial e pela elevada taxa de juros interna.

Segundo, o fluxo de capitais pode gerar uma alocação não eficiente dos recursos. A facilidade de acesso aos recursos externos propicia uma eventual tomada de riscos excessivos mas, também, estimula a entrada em setores com baixa expectativa de retorno. As garantias governamentais aos bancos e instituições financeiras distorceriam as decisões de investimentos. Um eventual volume excessivo de investimentos poderia produzir uma “bolha” que seria sustentada enquanto existisse garantias e o fluxo de recursos se mantivesse. A conclusão que se tem é que a mobilidade de capital internacional não garante o máximo de eficiência econômica. Assim, as autoridades econômicas deveriam estar sempre atentas aos riscos da oferta abundante de capitais em alimentar “bolhas” especulativas no setor de crédito bancário e nas bolsas de valores.^{5,6}

E, finalmente, o fluxo poderia ser revertido repentinamente, de modo a produzir uma crise financeira motivada quer pelo desregramento fiscal, pela apreciação cambial excessiva, por choques exógenos, pela debilidade do setor bancário, ou mesmo pela exaustão da capacidade de endividamento (*default*)

^{5,6} Krugman, P. (1997). What happened to Asia?, mimeo

Em resumo, deliberadamente a maioria dos programas de estabilização da América Latina, nos anos 90, se calcaram no uso da taxa de câmbio como instrumento desinflacionário. Promoveram, ainda, a abertura financeira e comercial, geraram déficits na balança comercial e adotaram amplas reformas estruturais. A estratégia era financiar os déficits com capital internacional até o momento que a abertura propiciasse, com os elevados ganhos de produtividade, resultados positivos na balança comercial e garantisse o desenvolvimento econômico.

Não negando o efeito da apreciação cambial, Franco desenvolveu um simples modelo macroeconômico. Com base no interrelacionamento entre as políticas fiscal, cambial e monetária, o modelo explicitaria a lógica dos programas de estabilização, via âncora cambial. Segundo Franco, o equilíbrio macroeconômico seria alcançado por duas relações que descrevem os equilíbrios interno e externo ^{5.7}:

O equilíbrio interno seria definido por:

$$CC(e, Y) + CK[(i - i^*), k] = \Delta R \quad (5.2)$$

A variação das reservas do Banco Central (ΔR) seria a somatória dos saldos em conta corrente (CC) e de capitais (CK). O saldo em conta corrente (CC) seria maior quanto mais elevada fosse a taxa de câmbio real e menor a atividade econômica (Y). Já o saldo na conta de capitais (CK) dependeria positivamente do diferencial entre a taxa de juros interna e externa ($i - i^*$) e, negativamente, do fator de risco do país que, por sua vez, seria proporcional ao nível inflacionário (k).

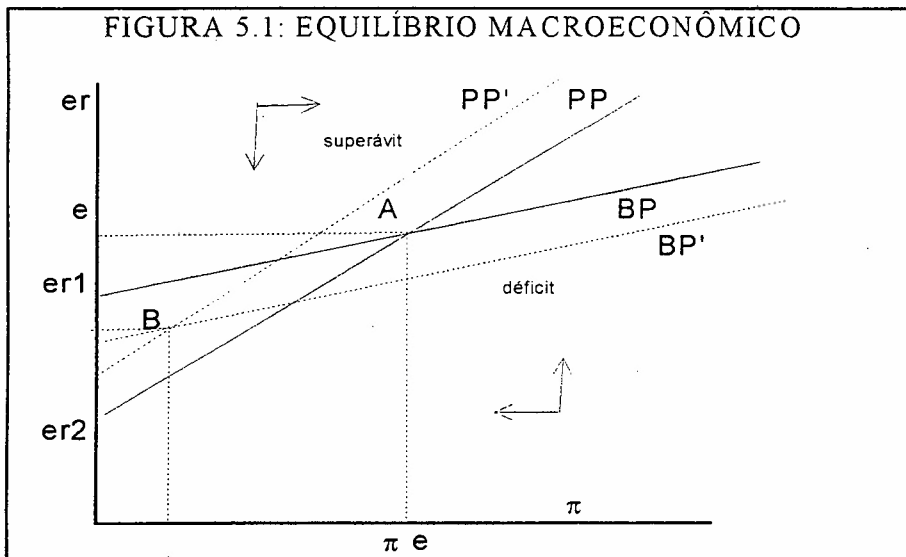
^{5.7} Franco, G.H.B (1996). Inserção Externa e Desenvolvimento, mimeo. Franco, G.H.B (1991), *op.cit*

ÂNCORA CAMBIAL: APRECIAÇÃO E CRISE

O modelo seria fechado pela expressão que descreveria o equilíbrio interno:

$$\pi_t = \alpha \cdot \pi_{t-1} + \beta \cdot [D_f, e_r] \quad (5.3)$$

A inflação (π_t) teria um componente inercial e variaria positivamente com relação ao déficit fiscal (D_f) e seria maior quanto maior fosse a taxa de câmbio real (e_r). Como para uma taxa de produtividade constante, o salário real é o inverso da taxa de câmbio real, quanto maior a pressão para recuperação dos salários, maior seria a pressão inflacionária.



Em um regime de alta inflação, os trabalhadores desejam um salário real que propicie uma taxa de câmbio real e_{r2} . Contudo, se essa meta for alcançada, a balança de pagamentos seria deficitária (ver Figura 5.1). Dada a produtividade do trabalho e inflação zero, se a taxa de câmbio real equilibrar o balanço de pagamentos (e_{r1}), os trabalhadores receberiam um salário real abaixo do demandado. A inconsistência macroeconômica e o conflito distributivo seriam resolvidos com a aceleração inflacionária, dado que as desvalorizações cambiais precedem às variações salariais. O equilíbrio externo só seria atingido com uma inflação maior e o descontentamento dos trabalhadores ($e > e_{r1} > e_{r2}$).

Regimes de alta inflação são caracterizados pela dolarização e pela fuga de capitais. Assim, a conta de capital do balanço de pagamentos variaria de forma inversa à aceleração inflacionária. Assim, com uma perda maciça de reservas, o balanço só seria equilibrado com a promoção de uma desvalorização que compensasse o efeito negativo da perda de reservas. Pelo caráter mais lento do ajuste nas transações correntes, a depreciação da taxa de câmbio deveria produzir um *overshooting*. Por isso, de uma maneira geral, a taxa de câmbio real nos estágios finais das hiperinflações estaria subvalorizada.

No início da estabilização, com a reforma monetária, a eliminação da inércia inflacionária e a prática de juros elevados, a curva BP, da figura acima, se deslocaria para baixo (BP'). Assim, para que se reduzisse o superávit em conta corrente, a taxa de câmbio teria que apreciar. No antigo ponto de equilíbrio (A) haveria um superávit em conta corrente e reservas seriam acumuladas. A medida que os conflitos distributivos fossem se amenizando, a curva PP seria deslocada para cima (PP'). A introdução da nova moeda produziria um novo equilíbrio com uma queda brusca na taxa de inflação e uma apreciação na taxa de câmbio (B).

Para Franco, a manutenção de elevados superávits no balanço de pagamentos subsidiaria o setor exportador. Como a remuneração das divisas é menor que o custo para absorvê-las, o aumento das reservas implicaria em custo fiscal ao governo. A esterelização da apreciação da taxa de câmbio para se equilibrar a balança das transações correntes seria descartada, pois implicaria na renúncia da ajuda da poupança externa para a obtenção de um crescimento econômico auto-sustentado.

Um déficit externo financiável e a apreciação cambial eram vistos como instrumentos das reformas modernizantes e do retorno do país ao mercado internacional de capitais. A apreciação da taxa de câmbio seria natural, pois refletiria as mudanças nos preços relativos e não poderia ser confundida com sobrevalorização cambial.^{5.8}

Também, Dornbusch e Werner produziram um modelo que analisa o efeito da liberalização econômica e do fluxo de capitais sobre a taxa real de câmbio^{5.9}. Para uma economia fechada, o ajuste fiscal produziria uma redução na demanda por trabalhadores no setor dos bens não transacionáveis e, conseqüentemente, no nível do salário real de equilíbrio. Com isso, os lucros, o preço real do capital e a taxa de investimento de equilíbrio teriam um aumento imediato. O estoque de capital cresceria, compensando, parcialmente, a queda nos salários reais. O corte na demanda realocaria os recursos e promoveria a expansão no setor de bens transacionáveis.

A redução dos salários reais significaria, inicialmente, a depreciação na taxa de câmbio real. Posteriormente, contudo, a mesma se valorizaria levemente com a acumulação de capital. A entrada de capital externo provocaria um *boom* no preço dos ativos que encorajaria uma taxa de investimento mais alta. Com o passar do tempo, a acumulação aumentaria os salários reais e apreciaria a taxa de câmbio real. O uso maior de capital intensivo expandiria o setor de bens transacionáveis. Assim, uma maior inserção no mercado financeiro internacional beneficiaria toda a sociedade. Aumentar-se-ia o bem estar dos trabalhadores, a remuneração dos detentores de capital e a própria base de arrecadação

^{5.8} Franco, G.H.B (1996), *op.cit.*

^{5.9} Dornbusch, R. e A. Werner (1994), *op.cit.*

tributária. Contudo, o que se vê na fase inicial, dos programas de estabilização com ancoragem cambial, é um aumento dos salários reais e apreciação da taxa de câmbio real.

É inegável que o financiamento externo se compõe como um elemento vital ao desenvolvimento e à estabilidade econômica. Porém, a acumulação de excessivos déficits em conta-corrente contribui para o aumento do passivo externo que é financiado pelo ingresso líquido de empréstimos e investimentos ou na perda de ativos externos do país. O aumento dos compromissos sob a forma de juros e remessas, vai gradativamente pressionando cada vez mais a conta-corrente. Surge, assim, a possibilidade do processo degenerar em uma crise financeira, principalmente, pelo fato de que o fluxo de capitais está sempre sujeito a momentos de escassez e abundância.

Os anos 70 e 80 sublinham os riscos envolvidos na acumulação excessiva de déficits em conta corrente e dívida externa. Naquele momento, os países da América Latina transferiram um volume expressivo de recursos reais ao exterior que redundou em uma década de recessão econômica e aceleração inflacionária.

Assim, para que seja frutífera, a absorção de recursos externos deve obedecer um ritmo compatível com a capacidade de pagamento do país (em termos de exportações). É desejável que a dívida seja alongada, de forma a não comprometer a poupança interna. Por fim, é de extrema importância que os recursos provindos do exterior sejam basicamente destinados ao investimento. Os influxos devem ser aplicados, em maior parte, no setor de bens transacionáveis e gerar um fluxo futuro de rendimento superior aos encargos contratados.

Contudo, esses objetivos nem sempre são alcançados, pois com a apreciação cambial, os investimentos podem fluir, na maior parte, para o setor de bens não

ÂNCORA CAMBIAL: APRECIAÇÃO E CRISE

transacionáveis. O que poderia criar uma inconsistência temporal entre as bases em que se contrai o capital externo e a geração de divisas desembocaria em crises cambiais e financeiras.

As experiências estudadas durante todo o trabalho indicaram o desequilíbrio das contas públicas como a âncora real do processo inflacionário. Contudo apenas ações de cunho estrutural, como por exemplo o saneamento fiscal, não são condições suficientes para a obtenção da estabilidade.

Assim, a utilização da taxa de câmbio como âncora nominal é um importante elemento nos estágios iniciais do programa de estabilização. Ajudaria a coordenação das expectativas dos agentes econômicos e permitiria uma brusca queda na taxa de inflação.

Como a fixação da taxa de câmbio não é neutra sob o ponto de vista distributivo, a aplicação do programa só implicaria em inflação zero se a economia estivesse plenamente dolarizada. Por causa do risco do resíduo inflacionário, poderá ser necessária a aplicação de instrumentos de apoio como políticas de rendas e reformas monetárias que visem amenizar a distorção dos preços relativos.

A maior parte dos planos com ancoragem cambial implicaram em apreciação da taxa de câmbio real. Como tal variável tem forte impacto sobre as contas externas, o acompanhamento atencioso da sua evolução é de extrema importância para o êxito do programa.

A estabilização requer pontos de apoio ao Estado nacional. Como visto, a base de sustentação pode advir tanto de recursos internos fornecidos pelo setor privado como de apoio externo. Todavia, apesar da sua importância para a promoção do desenvolvimento, o aporte de capitais externos pode representar uma fonte de risco à

estabilização. A qualidade dos recursos e seus efeitos sobre a taxa de câmbio tem extrema relevância, principalmente na que se acumula o endividamento externo.

O uso da âncora cambial em programas de estabilização na América Latina, durante os anos 90, revelou algumas características comuns, como por exemplo: uma forte apreciação da taxa de câmbio real, aporte de recursos do exterior, baixo crescimento econômico e uma taxa de desemprego elevada. Apesar de contar temporariamente com o financiamento externo, os programas produziram um dilema de difícil resolução, dado que uma desvalorização cambial poderia prejudicar a credibilidade na estabilização. Para se fugir do armadilha do câmbio fixo seria conveniente uma transição gradativa para um regime flexível, de forma a evitar a suspeita de uma eventual maxidesvalorização da moeda.

BIBLIOGRAFIA

Bibliografia

Aftalion, F. (1990). *The French Revolution as economic interpretation*. Cambridge: Cambridge University Press.

Aghevli, B., M. Khan e P. Montiel (1991). Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues. *IMF Occasional Paper* 78.

Alpert, P. (1951). *Twentieth Century Economic Hystory of Europe*. Nova Iorque: Henry Schuman.

American Enterprise Institute (1974). *Essays on Inflation and Indexation*.

Arida, P. (1986). *Inflação Zero- Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

Bacha, E.L. (1997). "O Plano Real: uma avaliação" in Aloísio Mercadante (org), *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas: UNICAMP. IE.

Bacha, E.L. (1994). O fisco e a inflação: uma interpretação dp caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, 14. jan-mar.

Bacha, E. (1980). Notas sobre inflação e crescimento. *Revista Brasileira de Economia* 34(4), out/dez.

Barkai, H. (1987). Israel's Attempt at Economic Stabilization. *The Jerusalem Quarterly* 43, Summer.

Barro, R.J. (1983). Inflationary finance under discretion and rules, *Canadian Journal of Economics*, fev.

Barro, R.J. e D.B. Gordon (1983). A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy* 91.

Batista Jr, P.N. (1996). O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. *Estudos Avançados*, 10 (28).

Batista Jr, P.N. (1993a). Estabilização com lastro nacional. *Conjuntura Econômica*, mai.

Batista Jr, P.N. (1993b). Reforma Monetária com Âncora Interna: Uma Alternativa à Dolarização. *Indicadores Econômicos FEE* 21 (2).

BIBLIOGRAFIA

Batista Jr, P.N. (1993c). Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais. *Revista de Economia Política* 13 (3), jul-set.

Batista Jr, P.N. (1992a). "Keynes e a estabilização do marco alemão nos anos 20", in L.G. Belluzzo e P.N. Batista Jr (orgs). *A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro*. São Paulo: Paz e Terra.

Batista Jr, P.N. (1992b). Crise Monetária e Reforma Fiscal in *Gazeta Mercantil*. São Paulo, 11/8/92.

Bayley, M. (1956). The Welfare Cost of Inflationary Finance. *Journal of Political Economy* 64(2), abr.

Belluzzo, L.G. e P.N. Batista Jr (1992). *A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro*. São Paulo: Paz e Terra.

Ben-Porath, Y. (1986). *The Israeli Economy*. Cambridge, Mass: Harvard University Press.

Bernholz, P. (1988). Hyperinflation and Currency Reform in Bolivia. *Journal of International and Theoretical Economics* 144.

Bernholz, P. (1982). Flexible Exchange Rates in Historical Perspective. *Princeton Studies in International Finance* 49, jul.

Blejer, M.I. e A. Cheasty. (1988). High Inflation, Heterodox Stabilization, and Fiscal Policy. *World Development*, 16 (8).

Blejer, M. e Landau, L. (1982). *Economic Liberalization and Stabilization in Argentina, Chile and Uruguay: The Monetary Approach the Balance of Payments* Washington, D.C.: World Bank.

Bosworth, B., R. Dornbusch e R. Lában (1994). *The Chilean Economy; Policy Lessons and Challenges*. Washington: The Brookings Institution.

Bresciani-Turroni, C. (1937). *The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany*. Londres: Allen & Unwin.

Bresser Pereira, L.C. (1994). As objeções à Fase-URV in *Folha de São Paulo*. São Paulo, 8/2/94.

Bresser Pereira, L.C. (1992). 1992- A estabilização necessária. *Revista de Economia Política*, 12 (4), jul-set.

BIBLIOGRAFIA

Bresser Pereira, L.C. (1989). "A Teoria da Inflação Inercial Reexaminada", in J.M. Rego (org), *A Aceleração Recente da Hiperinflação*. São Paulo: Bional.

Bresser Pereira, L.C. (1981). A Inflação no capitalismo de Estado (e a experiência brasileira recente). *Revista de Economia Política* 1 (2), abr/jun.

Bresser Pereira, L.C. e A. Ferrer. (1991). Dolarização crônica: Argentina e Brasil. *Revista de Economia Política* 11(1), jan/mar.

Bresser, L. C. e Y.Nakano (1984). Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. *Revista de Economia Política* 4(1), jan/mar.

Bruno, M. (1991a). High Inflation and The Nominal Anchors of an Open Economy. *Essays in International Finance* 183, jun.

Bruno, M. (1991b). "Introduction and Overview", in M. Bruno; S. Fischer; E. Helpman; N. Liviatan (orgs), *Lessons of economic stabilizations and its aftermath*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Bruno, M. (1986). "A Estabilização da Economia Israelense: O Programa de Emergência em seu Estado Inicial" in P.Arida (org), *Inflação Zero- Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

Bruno, M. e S. Fischer (1990). Seignorage, Operating Rules, and the High Inflation Trap. *Quarterly Journal of Economics* 105, mai.

Bruno, M. e S. Fischer (1986). "The Inflationary Process: Shocks and Acomodation", in Y. Ben-Porath (org), *The Israeli Economy*. Cambridge, Mass: Harvard University Press.

Bruno, M., S.Fischer e E. Helpman e N. Liviatan (1991). *Lessons of Economic stabilizations and its aftermath*. Cambridge, Mass: MIT Press.

Bruno, M., G. di Tella, R. Dornbusch e S.Fischer (1988). *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolívia e México*. Cambridge, Mass: MIT.

Bruno, M. e L.R. Meridor (1991). "The Costly Transition from Stabilization Growth: Israel's Case", in M. Bruno; S. Fischer; E. Helpman; N. Liviatan (orgs), *Lessons of economic stabilizations and its aftermath*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Bruno, M e S. Piterman (1988). "Israel's Stabilization: A two Year Review", in M. Bruno, M., G. di Tella, R. Dornbusch e S.Fischer (1988). *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolívia e México*. Cambridge, Mass: MIT.

BIBLIOGRAFIA

- Bullock, A. (1962). *Hitler: A Study in Tyranny*. Nova Iorque: Harper & Row.
- Burkett, P. (1992). Neo-Marxian and Keynesian Wage Theories: Evidence from German Hyperinflation. *Review of Radical Political Economics* 24(2).
- Burton, D. e Gilman, M. G. Exchange Rate Policy and IMF (1991). *Finance & Development*, set.
- Cagan, P. (1956). "The Monetary Dynamics of Hyperinflation" in M. Friedman (org), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press.
- Calomaris, C. (1988). Institutional Failure, Monetary Scarcity, and Depreciation of the Continental. *The Journal of Economic History* XLVIII (1), mar.
- Capie, F. (1986). Conditions Under Very Rapid Inflation Has Apperared. *Carnegie-Rochester Conference in Public Policy* 24.
- Calvo, G.A. (1991). Temporary Stabilization: The Case of Flexible Prices and Exchange Rates. *Journal of Economic Dynamics Control (Netherlands)* 15, jan.
- Calvo, G.A. (1987). Balance of Payments Crise in a Cash-in-Advance Economy. *Journal of Money, Credit, and Banking* 19(1).
- Calvo, G.A. (1986). Fractured Liberalism: Argentina under Martínez de Hoz. *Economic, Development and Cultural Change*.
- Calvo, G.A., L. Leiderman e C.M. Reinhart (1993). Capital Inflows and Real Appreciation: The Role of External Factors. *IMF Staff Papers* 40 (1), mar.
- Calvo, G.A. e C. A. Vegh, C.A. (1990). Credibility and the Dynamics of Stabilization Policy: A Basic Framework. IMF Working Paper WP/90/110.
- Calvo, G.A. e C. A. Rodriguez, (1977). A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations. *Journal of Political Economy* 85, jun.
- Calvo, G. A. e C.A. Végh (1992a). Currency Substituion in Developing Countries: An Introduction. *Revista de Análisis Económico* 7 (1), jun.
- Canavese, A.J. (1992). "Hyperinflation and Convertibility-Based Stabilization in Argentina", in A.A.Zini Jr (org). *Market and State in Economic Development in the 1990s*. Amsterdam: North Holland.

BIBLIOGRAFIA

Canavese, A.J. e D. Heymann (1992). Fiscal Lags and High Inflation Trap. *Quarterly Review of Economics and Finance* 32 (2).

Canavese, A. e G. Di Tella (1988). "Inflation Stabilization or hyperinflation avoidance: The case of Austral Plan in Argentina, 1985-87", in M. Bruno, M., G. di Tella, R. Dornbusch e S. Fischer (1988). *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolívia e México*. Cambridge, Mass: MIT.

Carneiro, D.D (1990). "Ajuste externo e desequilíbrio interno", in M. Paiva Abreu (org). *A ordem do progresso: cem anos de política republicana*. Rio de Janeiro: Campus.

Carvalho, F. (1992). "Alta inflação e hiperinflação: Uma visão pós-keynesiana", in Belluzzo, L.G. e Batista Jr., P.N. (orgs). *A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro*. São Paulo: Paz e Terra.

Cassel, G. (1918). Abnormal Deviations from International Exchanges. *Economic Journal*, dez.

Cline, W. e K. Brunner (1982). *Economy Policy in a World of Change*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 17.

Cooper, R. N. (1982). The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects. *Brookings Papers on Economic Activity* 1.

Corbo, V. (1985a). Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974-84. *World Development*.

Corbo, V. (1985b). International Prices, Wages and Inflation in Open Economy. *Review of Economics and Statistics* 67, nov.

Corbo, V. e S. Fischer (1994). "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery" in Bosworth, B., R. Dornbusch e R. Lában (orgs). *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*. Washington: The Brookings Institution.

Corbo, V. e A. Solimano (1991). Chile's Experience with Stabilization Revisited. *World Bank Working Papers* 579, janeiro.

Corbo, V. e A. Solimano (1991). Chile's Experience with Stabilization Revisited", in M. Bruno; S. Fischer; E. Helpman; N. Liviatan (orgs). *Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath*. Cambridge, Mass: The MIT Press.

Corbo, V., J. De Melo; J. Tybout. (1986). What Went Wrong with the Recent Reforms in the Southern Cone? *Economic Development and Cultural Change*.

BIBLIOGRAFIA

Cukierman, A. (1988). "The End of High Inflation: An Experiment in Heterodox Stabilization", in M. Bruno, G. di Tella, R. Dornbusch e S. Fischer. *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia e México*. Cambridge, Mass: MIT.

Davidson, P. e J. Kregel (1989). *Macroeconomics problems and policies of income distribution*. Londres: Edward Elgar.

Deutschland Bundesbank (1972). *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*. Frankfurt: Fritz Knapp

Di Tella, G. (1979). "The Economic Policies of Argentina's Labor-Based Government, 1973-76", in R. Thorp e L. Whitehead (orgs), *The Inflation and Stabilization in Latin America*. Nova Iorque: Holmes e Meier.

Dornbusch, R. (1988). *Exchange Rates and Inflation*. Cambridge: MIT Press.

Dornbusch, R. (1987). "Lessons from Germany Inflation Experience of the 1920s", in R. Dornbusch, S. Fischer e J. Bossons (orgs), *Macroeconomics Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani*. Cambridge, Mass: MIT Press.

Dornbusch, R. (1982). Stabilization Policies in Developing Countries: What have we Learned. *World Development* 10 (9).

Dornbusch, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy* 84, dez.

Dornbusch, R. e A. Werner (1994). Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1.

Dornbusch, R. e S. Fischer (1993). Moderate Inflation. *The World Bank Economic Review* 7(1).

Dornbusch, R. e S. Fischer (1986). Stopping Hyperinflation: Past and Present. *Weltwirtschaftliches Archiv* 122.

Dornbusch, R. e M. H. Simonsen (1988). "Inflation Stabilization: The Role of Incomes Policy and of Monetization" in R. Dornbusch (org), *Exchange Rates and Inflation*. Cambridge, Mass: MIT Press, 1988.

Dornbusch, R., F. Sturzenegger e H. Wolf (1990). Inflation: Dynamics and Stabilization. *Brooking Papers on Economic Activity*.

Dornbusch, R. e A. Reynoso. (1989). Financial Factors in Economic Development. *NBER Working Paper Series* 2889.

BIBLIOGRAFIA

Dornbusch, R., S. Fischer e J. Bossons (1987). *Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani*. Cambridge, Mass: MIT Press.

Edwards, S. (1993). Stabilization and Liberalization Policies in Central and Eastern Europe: Lessons from Latin America. *NBER Working Papers Series* 3816.

Edwards, S. (1992). Exchange Rate as Nominal Anchors. *NBER Working Papers Series* 4246.

Edwards, S. (1986). Monetarism in Chile, 1973-1983: Some Economic Puzzles. *Economic Development and Cultural Change*.

Edwards, S. e A. Cox-Edwards (1987). *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*. Cambridge: Ballinger.

Evans, P. (1978). Time Series Analysis of Hyperinflation. *International Economic Review* 19 (1), fev.

Evans, T.L. e G.K. Yarrow (1981). Some implications of alternative hypotheses in the monetary analysis of hyperinflations. *Oxford Economic Papers* 33.

Falkner, S.A. (1924). *Das Papiergeld der französischen Revolution*. Munique e Leipzig: Duncker & Humblot.

Fama, E. (1980). Banking in Theoy of Finance. *Journal of Monetary Economics* 6, 1980.

Fanelli, J.M. e J.L.Machinea (1997). "Movimentos de Capitais na Argentina", in R.Ffench-Davis e S. Griffith-Jones (orgs). *Os Fluxos Financeiros na América Latina: Um desafio ao progresso*. São Paulo: Paz e Terra.

Feldman, G.D (1982). The German Inflation Reconsidered, A Preliminary Balance. Berlim: Walter Gruyter.

Ffench-Davis, R e S. Griffith-Jones (1997). *Os Fluxos Financeiros na América Latina: Um desafio ao progresso*. São Paulo: Paz e Terra.

Fetter, F. W. (1977). Lenin, Keynes and Inflation. *Economica* 44.

Fischer, S. (1986). "Exchange Rate versus Money Target in Desinflation" in Fischer, S. (1988). Real Balances, the Exchange Rate, and Indexation: Real Variables in Desinflation. *Quarterly Journal of Economics* 103 (1).

Fisher, I. (1911). *The Purchasing Power of Money*. Nova Iorque: Macmillan.

BIBLIOGRAFIA

Flood, R. P., Jr. e P.M. Garber (1984). Collapsing, Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples. *Journal of International Economics* 17.

Foxley, A.(1983). *Latin American Experiments in Neoconservative Economics*. Los Angeles: University of California Press.

Fraga, A. (1986). German Reparations and Brazilian Debt: A Comparative Study. *Essays in International Finance* 163.

Franco, G.H.B (1996). Inserção Externa e Desenvolvimento, mimeo.

Franco, G.H.B (1995). "O Plano Real e a URV fundamentos da reforma monetária de 1993-94", in G.H.B. Franco (org). *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves.

Franco, G.H.B (1993). Uma vez mais o ajuste fiscal. Folha de São Paulo, 31/10/93.

Franco, G.H.B. (1991). " Dolarização: mecanismos, mágicas e fundamentos", in Anais , vol 1, do 19º Encontro Nacional de Economia da ANPEC de Curitiba.

Franco, G.H.B. (1989a). "Hyperinflations: the experience of the 1920's reconsidered", Pontificia Universidade Católica, Rio de Janeiro, mimeo.

Franco, G.H.B. (1989b). O milagre do *rentenmark*: uma experiência bem sucedida com moeda indexada. *Revista Brasileira de Economia* 43 (3), jul/set.

Frenkel, J. (1977). The Forward exchange rate, expectations, and the demand for money: the German hyperinflation. *American Economic Review* 67, set.

Frenkel, R. e M. J.Fanelli. (1987). El Plan Austral: Un Año y Medio Desoues. *El Trimestre Económico* 54, número especial.

Friedman, M. (1974). "Monetary Correction" in American Enterprise Institute (org), *Essays on Inflation and Indexation*.

Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, mar.

Friedman, M. (1956). The Quantity Theory of Money- a restatement, in M. Friedman (org), *Studies in the Quantity Theory*. Chicago: The University of Chicago.

Friedman, M. (1956). *Studies in the Quantity Theory*. Chicago: The University of Chicago.

BIBLIOGRAFIA

Galbraith, J. K. (1975). *Money: Whence it Came, Where it Went*. Boston: Houghton Mifflin.

Garber, P. e M. Spencer (1994). The Dissolution of the Austro-Hungarian Empire: Lessons for Currency Reform. *Essays in International Finance* 191, fev.

Gonçalves, E.P.S. (1998). A lógica do Cupom Cambial. *Disclosure das Transações Financeiras*, mai (32).

Gordon, R.J. (1982). "Why Stopping Inflation May be Costly: Evidence from Fourteen Historical Episodes", in Hall, R. (org). *Inflation: Cause and Effects*. Chicago: Chicago University Press.

Graham, F. (1930). *Exchange, Prices and Production in Hyperinflation: Germany, 1920-23*. Nova Iorque: Priceton University Press.

Guidotti, P.E e Rodriguez, C.A. (1991). Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse? *IMF Working Paper*, WP/91/117, dez.

Gutachten der internationalen Finanzsachverständigen über die Stabilisierung (1922). Berlim.

Hall, R. (1982). *Inflation Cause and Effects*. Chicago: University of Chicago Press.

Hamilton, E. (1977). The Role of War in Modern Inflation. *Journal of Economic History*.

Hamilton, E. (1934). American Treasure and the Rise of Capitalism (1500-1700). *Economica*, nov.

Hamilton, E. (1929). *American Treasure and the Price Revolution in Spain, 1501-1650*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Harberger, A. C. (1982). "The Chilean economy in 1970s: Crisis, stabilization, liberalization, reform" in Cline, W. R e K. Brunner (orgs). *Economy Policy in a World of Change*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 17.

Harlow, R. (1929). Aspects of Revolutionary Finance, 1775-1783. *American Historical Review* 35.

Harris, S.E. (1930). *The Assignats*. Cambridge: Harvard University Press.

Helfferrich, K (1927). *Money*. Nova Iorque: Augut M. Kelley.

BIBLIOGRAFIA

- Heyman, D. (1987). The Plan Austral. *American Economic Review* 77 (2).
- Holtffrerich, C.L.(1986). *The German Inflation, 1914-1923*. Berlim: Walter Gruyter.
- Hume, D. (1752). "Of Money, of the Balance of the Trade and of the Interest", in *Essays, Literary, Moral and Political*. Londres: Wrd, Lock & Co.
- International Conference of Economic Services (1934). *International Abstract of Economic Statistics 1919-1930*. Londres.
- Kalecki, M. (1971). " Political aspects of full employment", in Kalecki, M., *Selected essays in the dynamics of capitalism economies*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Kalecki, M. (1962). A Model of Hyperinflation. *The Manchester School of Economic and Social Studies* 30 (3).
- Keynes, J.M. (1930). *A Treatise on Money*. Londres: Macmillan.
- Keynes, J.M. (1925). *The Economic Consequences of Mr Churchill*, 1. ed., *Essays in Persuasion*. Londres: Macmillan, 1972.
- Keynes, J.M. (1924). *A Tract on Reform Monetary*. Nova Iorque: Harcourt, Brace & Co.
- Keynes, J.M. (1922). "Lecture to the Institute of Bankers", 20/11 in Donald Moggridge (org), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIX, Part 1, Cambridge, Inglaterra, Macmillan, Cambridge University Press for the Royal Economic Society, 1981.
- Keynes, J.M. (1919). *The Economic Consequences of Peace*. London: Macmillan, p. 220.
- Keynes, J.M. (1915). The Island of Stone Money. *The Economic Journal*, jun.
- Kiguel, M. (1991). Inflation in Argentina: Stop and go since Austral Plan. *World Development* 19 (8).
- Kiguel, M. e N. Liviatan (1994). A policy-game approach to the high inflation equilibrium. *Journal of Development Economics* 45.
- Kiguel, M. e N. Liviatan (1992). The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations. *The World Bank Economic Review* 6 (2).

BIBLIOGRAFIA

Kiguel, M. e N. Liviatan (1990). The Business Cycle Associated with Exchange Rate Based Stabilization. *Working Papers Series* 513, out.

Kiguel, M. e N. Liviatan (1988). Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America. *The World Bank Economic Review* 2 (3), set.

Kindlberger, C.D. (1984). *A Financial History of Western Europe*. Londres: George Allen & Unwin.

Krugman, P. (1997). What happened to Asia?, mimeo

Krugman, P. (1997). What happened to Asia?, mimeo Krugman, P. (1997). Currency Crises, mimeo.

Krugman, P. R. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking* 11, ago.

Kydland, F e E. Prescott (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy* 85, jun.

Laidler, D. e M. Parkin (1975). Inflation: a survey. *Economic Journal*, 85, p.741, dez.

Leiderman, L. (1993). *Inflation and Desinflation: The Israeli Experiment*. Chicago: The University of Chicago Press.

Lerner, M. (1955). Money, Prices and Wages in the Confederacy: 1861-1865. *Journal of Political Economy* 63.

Lerner, M. (1954). The Monetary and Fiscal Programs of Confederate Government: 1861-1865. *Journal of Political Economy* 62.

Liga das Nações (1946). *The Course and Control of Inflation: A Review of Monetary Experience in Europe after World War I*.

Liga das Nações (1944). *International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period*.

Lopes, F.L. (1997). O mecanismo de transmissão monetária no Brasil. mimeo.

Lopes, F.L. (1991). O austral conversível. *Revista de Economia Política* 11(4), out/dez.

Lopes, F.L. (1986). *O Choque Heterodoxo*. Rio de Janeiro: Campus.

BIBLIOGRAFIA

Lopes, F.L. e E. Bacha (1983). Inflation, growth and wage policy: a Brazilian perspective. *Journal of Development Economics*, set.

Machinea, J.L E J.M.Fanelli (1988). "Stopping hyperinflation: The case of Austral Plan in Argentina, 1985-87", in M. Bruno, M., G. di Tella, R. Dornbusch e S.Fischer (1988). *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolívia e México*. Cambridge, Mass: MIT.

Makinen, G.E. (1988). "Inflation stabilization in Bolivia:Comment", in M.Bruno, G. di Tella, R. Dornbusch e S.Fischer. *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolívia e México*. Cambridge, Mass: MIT.

Marz, E. (1984). *Austrian Banking and Financial Policy: Creditanstalt at a Turning Point*. Londres: Weidenfeld and Nicolson.

Melvin, M. e K. Fenske (1992). Dollarization and Monetary Reform: Evidence from Cochabamba Region of Bolivia. *Revista de Análisis Económico*, 7 (1), jun.

Melvin, M. e L. Ladman, J. (1991). Coca Dollars and Dollarization of South America. *Journal of Money, Credit and Banking* 23.

Mendez, J.C. (1979). Chilean Economic Policy. Chile: Calderon.

Mercadante, A. (1997). *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas: UNICAMP. IE.

Mercadante, A. (1997). "Plano Real e o neoliberalismo tardio, in Mercadante, A. (org). *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas: UNICAMP. IE.

Merkin, G. (1982). "Towards a Theory of the German: Some Preliminary Observations" in G.D. Feldman *et al* (orgs), *The German Inflation Reconsidered, A Preliminary Balance*, Berlim: Walter de Gruyter.

Michell, H. (1947). The Edict of Diocletian: a Study of Fixing in the Romsn Empire. *The Canadian Journal of Economics and Political Science* XII (1).

Michener, R. (1988). Backing Theory and Currencies of Eighteen-Century America: A Comment. *The Journal of Economic History* XLVIII(3), set.

Mill, J.S. (1852). *Principles of Political Economy*. Londres: John Parker and Son, vol.2, livro 3.

Modiano, E. (1986). *Da inflação ao Plano Cruzado- a política no primeiro ano da nova república*. Rio de Janeiro: Campus.

BIBLIOGRAFIA

Moggridge, D. (1981). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Cambridge, Inglaterra: Macmillan, Cambridge University Press for Royal Economic Society.

Moraes, P.B. (1988). Keynes, Sargent e o papel da política monetária em um plano de estabilização. *Pesquisa e Planejamento Econômico* 18(1), abr.

Morales, J.A. (1991). "The Transition from Stabilization to Sustained Growth in Bolivia", in M. Bruno; S. Fischer; E. Helpman; N. Liviatan (orgs), *Lessons of economic stabilizations and its aftermath*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Newman, P. (1993). *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. London: Macmillan Press.

Nogaro, B. (1927). *Modern Monetary Systems*. Londres: P.S. King.

Offenbacher, A. (1985). Introduction: Empirical studies of money demand in Israel. *Bank of Israel Economic Review* 60.

Olarra Jimenez, R. (1968). *Evolucion Monetaria Argentina*. Buenos Aires: Editorial Universitária de Buenos Aires.

Olivera, J. (1967). Money, Prices and Fiscal Lags: A Note on the Dynamics of Inflation. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 82, set.

Olivera, J. (1960). La Teoria No Monetaria de la Inflación. *Trimestre Economico*, out.

Paiva Abreu, M. (1990). *A ordem do progresso: cem anos de política republicana*. Rio de Janeiro: Campus

Pasvolsky, L. (1928). *Economic Nationalism of the Danubian States*. Nova Iorque: Macmillan.

Pazos, J. (1972). *Inflation in Latin America*. Nova Iorque: Praeger, 1972.

Pablo, J.C. (1974). Relative Prices, Income Distribution, and Stabilization Plans: The Argentine Experience, 1967-70. *Journal of Development Economics* 1(3).

Petrecolli, D. (1991). Stabilizing High Inflation: The Case of Argentina 1978-1991. Phd: Thesis. University of Illinois.

Pfleiderer, O. (1976). "Die Reichsbank in der Zeit der grossen Inflation, die Stabilisierung der Mark und die Aufwertung von Kapitalforderungen", in *Deustch*

BIBLIOGRAFIA

Bundesbank (org). *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*. Frankfurt: Fritz Knapp.

Phelps, E.S. (1967). Money Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium. *Journal of Political Economy*, jul-ago.

Protopapadakis, A. (1983). The Endogeneity of Money during the German Hyperinflation: A Reappraisal. *Economic Inquiry* 21 (1), jan.

Ramalho, V. (1992). "Anos Vinte e Hiperinflação na Polônia", in L.G.Belluzzo e P.N. Batista Jr. (orgs). *A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro*. São Paulo: Paz e Terra.

Ramalho, V. (1989). "Déficit Público, Política Monetária e os Erros de Concepção do Plano Cruzado", in M.H. Simonsen e F.H. Barbosa, F.H. (orgs), *Plano Cruzado: Inércia x Inépcia*. Rio de Janeiro: Globo.

Ramos, J. (1986). *Neoconservative Economics in thr Southern Contr of Latin America, 1973-1983*. Baltimore: The John Hopkins University Press.

Ramos, J. (1980). The Economics of Hyperstagflation: Stabilizaton Policy in Post 1973 Chile. *Journal of Development Economics* 7.

Rangel, I. (1963). *A Inflação Brasileira*. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro.

Rego, J.M. (1989). *A Aceleração Recente da Hiperinflação*. São Paulo: Bial.

Rezende, A.L. (1992a). Sem moeda forte, não se tem nada. *Exame*, 8/07/92.

Rezende, A.L. (1992b). O conselho da moeda: um órgão independente. *Revista de Economia Política*, 12(4), out-dez.

Rodriguez, C.A. (1982). The Argentine Stabilization Plan of December 20th. *World Development* 10(9).

Rodriguez, C.A. (1978). Stylized Model of Devaluation- Inflation Spiral. *IMF Staff Papers*, mar.

Rodriguez, C.A. e G.A. Calvo (1977). A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations. *Journal of Political Economy* 85, jun.

Rolnick, A.J. e W.E. Weber (1986). Gresham's Law or Gersham's Fallacy? *Journal of Political Economy* 94.

BIBLIOGRAFIA

Sachs, J.(1996). Alternative approaches to financial crises in emerging markets. *Revista de Economia Política*, 16(2), abr-jun.

Sachs, J.(1995). Do we need a lender of last resort. mimeo

Sachs, J. (1987). The Bolivian Hyperinflation and Stabilization. *American Economic Review* 77(2), mai, p. 280-81

Sachs, J (1986). The Bolivian Hyperinflation and Stabilization. *NBER Working Paper Series* 2073.

Sachs, J., A.Tornell, A. Velasco (1996a). The Collapse of the Mexican peso: What have we learned?. *Economic Policy*, april.

Sachs, J., A.Tornell, A. Velasco (1996b). The Mexico Peso Crisis: Sudden or Death Foretold? *NBER Working Paper Series* WP/5563.

Sargent, T. (1987). *Dynamic Macroeconomic Theory*. Cambridge: Cambridge Press.

Sargent, T. (1986). *Rational Expectations and Inflation*. Nova Iorque: Harper & Row.

Sargent, T. (1982). "The End of Four Big Inflations", in R. Hall (org), *Inflation Causes and Effects*. Chicago: University of Chicago Press.

Sargent, T. e N. Wallace (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* Fall.

Sargent, T. e N. Wallace (1973). Rational Expectations and Dynamics of Hyperinflation. *International Economic Review* 18(1)

Stadler, K.R. (1971). *Austria*. Nova Iorque e Washington: Praeger.

Schacht, H. (1927). *The Stabilization of the Mark*. Londres: Allen & Unwin.

Schwartz, A.J. (1973). Secular Price Change in Historical Perspective. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 5(1).

Schumpeter, J. (1925). "The Currency Situation in Austria", in John P. Young (org), *European Currency and Finance*. Washington: Comission of Gold and Silver Inquiry, United States Senate, serial 9, vol 1.

Simonsen, M. H. (1995). *30 anos de indexação*. Rio de Janeiro: Editora da Fundação Getúlio Vargas.

BIBLIOGRAFIA

- Simonsen, M. H. (1992). A quem serve um Plano Hiroxima. *Exame*, 2/09/92.
- Simonsen, M. H. (1980). A Teoria da Inflação e a Controvérsia sobre a Indexação. *Estudos Econômicos FIEP/USP*, mai.
- Simonsen, M.H e F.H. Barbosa (1989). *Plano Cruzado: Inércia x Inépcia*. Rio de Janeiro: Globo.
- Singer, P. (1989). "Democracy and Inflation in the light of the brazilian experience", in Davidson, P. and Kregel, J. (orgs). *Macroeconomics problems and policies of income distribution*. Londres: Edward Elgar.
- Smith, B. D. (1994). Mischief and monetary history Friedman and Schwartz thirty years later. *Journal of Monetary Economics* 34.
- Smith, B. D. (1985a). American Colonial Monetary Regimes: The Failure of the Quantity Theory and Some Evidence in Favour of Alternative View. *Canadian Journal of Economics* 18, ago.
- Smith, B. D. (1985b). Some Colonial Evidence on Two Theories of Money: Maryland and the Carolinas. *Journal of Political Economy* 93, dez.
- Smyth, A.H. (1906). *The Writings of Benjamin Franklin*. Nova Iorque: Macmillan, vol, 1906.
- Solimano, A. (1989). Inflation and the Costs of Stabilization: Country Experiences, Conceptual Issues, and Policy Lessons. *World Bank Working Papers*, WPS 226, jul.
- Stadler, K.R. (1971). *Austria*. Nova Iorque e Washington: Praeger.
- Tallman, E. (1993). Inflation: How Long Has This Been Going On? *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, nov/dez.
- Tanzi, V. (1977). Inflation, Lags in Collection and Real Value of Tax Revenue. *International Monetary Fund Staff Papers* 24(1), mar.
- Thiers, M.A. (1825). *Histoire de la Révolution Française*. Paris, vol 3.
- Thorp, R. (1965). Economic Policies in Argentina in Post-Wars Years. *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics* 27 (2).
- Thorp, R. e L. Whitehead (1979). *The Inflation and Stabilization in Latin America*. Nova Iorque: Holmes e Meier.

BIBLIOGRAFIA

Tobin, J. (1980). Stabilization Policy Ten Years After. *Brookings Papers in Economic Activity* (1).

Wallace, N. (1981). A Modigliani-Miller Theorem for Open-Market Operations. *American Economic Review* 71.

Walres de Bordes, J.V. (1924). *The Austrian Crown its Depreciation*. Londres: P.S. King.

Walter, A. e Hanke, S. (1993). "Currency Boards", in P. Newman (org). *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. London: Macmillan Press.

Webb, S. (1989). *Hyperinflation and Stabilization in Weimar Germany*. Nova Iorque: Oxford University Press.

Webb, S. (1984). The supply of money and Reichsbank financing of government and corporate debt in Germany, 1919-1923. *Journal of Economic History* 44, jun.

White, A.D. (1896). *Fiat Money Inflation in France: How It Came, What It Brought and How It Ended*. Nova Iorque: D. Appleton.

Wicker, E. (1986). Terminating Hyperinflation in the Dismembered Habsburg Monarchy. *American Economic Review* 76(3).

Wicker, E. (1985). Colonial Monetary Standards Contrasted: Evidence from Seven Years' War. *The Journal of Economic History* (XLV) 3, dez.

Wight, E. (1925). "European Currency and Finance" in J. P. (org), *European Currency and Finance*, Washington: Comission of Gold and Silver Inquiry, United States Senate, vol.2.

Yang, L. (1952). *Money and Credit in China*. Cambridge: Harvard University Press.

Yeager, L. (1981). *Experiences with Stopping Inflation*. Nova Iorque: American Institute for Public Policy Research.

Young, J.P. (1925). *European Currency and Finance*. Washington: Comission of Gold and Silver Inquiry, United State Senate, vol.2.

Zini, A.A., Jr. (1994). "Hyperinflation, Credibility, and Stabilization", Universidade de São Paulo, São Paulo, mimeo.

Zini, A.A., Jr (1992). *Market and State in Economic Development in the 1990s*. Amsterdam: North Holland.