Insper

Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica (PIBIC)

Ciências Econômicas

Hiperinflação e Estabilização: Um Estudo Comparativo Entre a Estabilização Monetária na República de Weimar(1923) e no Brasil no Plano Real(1994).

João Pedro Retz de Abreu Schmidt

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ribeiro Leite Neto

São Paulo

2025

Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica (PIBIC)

João Pedro Retz de Abreu Schmidt
Ciências Econômicas

Hiperinflação e Estabilização: Um Estudo Comparativo Entre a Estabilização Monetária na República de Weimar (1923) e no Brasil no Plano Real (1994).

Relatório final apresentado ao Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica (PIBIC)

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ribeiro Leite Neto.

São Paulo

2025

Resumo

Este trabalho realiza uma análise comparativa da hiperinflação na Alemanha (1918-1923) e no Brasil (1980-1994). O objetivo central foi investigar as causas da hiperinflação bem como as semelhanças e diferenças nos processos de estabilização de ambos os países. A pesquisa demonstrou que a causa comum nos dois casos foi a dominância fiscal e a consequente patologia institucional da moeda. Na Alemanha, a hiperinflação manifestou-se como um evento explosivo, enquanto no Brasil o fenômeno se apresentou como um problema crônico e inercial. O trabalho concluiu que a superação da crise exigiu, em ambos os casos, a interrupção da dominância fiscal, a adoção de uma âncora nominal crível e a coordenação das expectativas dos agentes, como exemplificado pelas reformas do Rentenmark e do Plano Real. A principal contribuição do estudo é a demonstração de que a o compromisso político com a estabilidade fiscal é o pilar essencial da estabilidade monetária.

Palavras-chave: Hiperinflação, Plano Real, Estabilização Monetária, República de Weimar, Brasil.

Abstract

This paper conducts a comparative analysis of hyperinflation in Germany (1918-1923) and Brazil (1980-1994). The central objective was to investigate the causes of hyperinflation as well as the similarities and differences in the stabilization processes of both countries. The research demonstrated that the common cause in both cases was fiscal dominance and the consequent institutional pathology of the currency. In Germany, hyperinflation manifested as an explosive event, while in Brazil, the phenomenon presented itself as a chronic and inertial problem. The paper concluded that overcoming the crisis required, in both cases, the interruption of fiscal dominance, the adoption of a credible nominal anchor, and the coordination of agent's expectations, as exemplified by the reforms of the Rentenmark and the Plano Real. The study's main contribution is to demonstrate that political commitment to fiscal stability is the essential pillar of monetary stability.

Key Words: Hyperinflation, Plano Real, Monetary Stabilization, Weimar Republic, Brazil.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO **7**

2 A HIPERINFLAÇÃO ALEMÃ (1923) **9**

2.1 O Armistício e as Reparações 11
2.2 A Ocupação do Ruhr e o Aprofundamento da Crise (1923) 14
2.3 A Desvalorização do Marco 16
2.3.1 A Teoria da Balança de Pagamentos *17*
2.3.2 A Teoria Quantitativa da Moeda *19*

3 A HIPERINFLAÇÃO BRASILEIRA **20**

3.1 Interpretações para a Hiperinflação Brasileira 22
3.2 A Inflação Inercial e a Desvalorização da Moeda 24
3.3 Os Planos de Estabilização (1986 - 1991) 28

4 A ESTABILIZAÇÃO MONETÁRIA **32**

4.1 Fenômenos Inflacionários: semelhanças e divergências entre Alemanha (1918-1923) e Brasil (1980-94) 33
4.2 A Estabilização do Marco Alemão (1923-24) 35
4.2.1 O Diagnóstico *36*
4.2.2 O milagre do Rentenmark *38*
4.2.3 O fim da hiperinflação *42*
4.3 O Plano Real (1994) 44
4.3.1 Diagnóstico *45*
4.3.2 A Magia da URV *47*
4.3.3 A Estabilização da Moeda Brasileira *50*
4.4 Fundamentos das Estabilizações: lições da história econômica 52

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS **56**

REFERÊNCIAS **57**

“A Alemanha só é, como já disse, o campo de experiências do mundo, o laboratório onde se analisam as reações extremas”

- Otto Maria Carpeaux

“[O Brasil] funciona como um laboratório a serviço de algumas faculdades de economia. Só que esse laboratório nem ao menos promete trazer algum conhecimento relevante para a teoria econômica. Pois as cobaias, sendo inteligentes, já perceberam que são cobaias, e tratam de agir conforme as suas expectativas sobre as próximas travessuras do experimentador”

- Mario Henrique Simonsen

1 Introdução

O objetivo central deste trabalho é analisar as experiências inflacionárias da hiperinflação alemã de 1918-1923 e da hiperinflação brasileira de 1980-94, a fim de entender, apesar das diferenças no contexto temporal, social e estrutural, as causas centrais de cada um desses fenômenos. Pretende-se, por meio de revisão bibliográfica, investigar as semelhanças e divergências tanto na formação das hiperinflações quanto em sua posterior estabilização, além de examinar os motores da escalada inflacionária em cada caso e a forma como os diagnósticos equivocados prolongaram as respectivas crises. A iniciação científica busca, por fim, identificar os fundamentos teóricos e práticos que permitiram a ruptura com o regime inflacionário e a instauração da estabilidade monetária em ambos os casos.

Como introdução à discussão, temos que a moeda, em sua concepção mais elementar, transcende a função de um mero instrumento de troca. Na formação moderna do capitalismo, ela se estabeleceu como transdução dos bens materiais em uma unidade comum, e, portanto, comparável, que refletisse seu valor de acordo com sua oferta e demanda, impacto da utilidade e da dificuldade de obtenção de cada material. Essa capacidade de converter valor em uma métrica universal é o pilar que sustenta o sistema de preços, a poupança e os contratos de longo prazo, permitindo a coordenação econômica e social. (Santos, 2023)

Contudo, quando a confiança nessa unidade monetária se esvai, o sistema econômico mergulha em uma anarquia monetária, onde a lógica de mercado é subvertida pela velocidade da desvalorização. O fenômeno da hiperinflação, a manifestação mais aguda dessa desordem, é uma crise institucional que desintegra o tecido social. As experiências da Alemanha entre 1918-1923 e do Brasil nas décadas de 1980-90, que culminaram na hiperinflação, são estudos de caso emblemáticos dos graves impactos de tal colapso. Ambas as crises destruíram a riqueza da poupança, inviabilizaram a tomada de decisões de investimento e, acima de tudo, corroeram a confiança na capacidade do Estado de garantir a ordem econômica.

É necessário também apresentar uma breve descrição do conceito de hiperinflação, tal como utilizado neste trabalho. Para fins de precisão analítica, adota-se geralmente a definição clássica proposta por Philip Cagan em *The Monetary Dynamics of Hyperinflation* (1956), segundo a qual o fenômeno ocorre quando a taxa de inflação mensal ultrapassa 50% mensais. Contudo, como observa o próprio Cagan — citado por Gustavo Franco —, “não há uma fronteira definida” para caracterizar a hiperinflação. Por esse motivo, é mais apropriado descrevê-la como “um aumento extremamente rápido no nível geral de preços”, o que permite incluir casos que, como o brasileiro, embora nem sempre ultrapassem de forma contínua o limiar quantitativo, compartilham a condição de desorganização do sistema de preços e perda de confiança na moeda. (Franco, 1995)

Por fim, a relevância do tema também reside nos graves impactos sociais de ambos os casos. As consequências da hiperinflação alemã, por exemplo, não se restringem à esfera econômica. A destruição da poupança, o colapso dos contratos e o sentimento generalizado de insegurança contribuíram para a ascensão de extremismos políticos e a fragilização da República de Weimar. No Brasil, o prolongado ciclo inflacionário, embora distinto em sua velocidade, gerou uma convivência diária com a perda do poder de compra que minou a credibilidade das instituições públicas e aprofundou a desigualdade social. A inflação, mesmo que controlada no cenário atual brasileiro, permanece, portanto, como um tema de interesse contínuo para a ciência econômica.

A metodologia empregada foi a de análise de referências bibliográficas diversas sobre ambas as hiperinflações, juntamente com coletas de dados sobre elas, buscando combinar a teoria econômica com estudos e testemunhos históricos dos agentes envolvidos. A pesquisa segue uma estrutura que conduz a análise de maneira progressiva. Inicialmente, a pesquisa contextualiza o fenômeno da hiperinflação alemã (Seção 2) e, em seguida, experiência inflacionária brasileira (Seção 3). A partir desse panorama, a Seção 4 se dedica à análise comparativa e detalhada dos processos de estabilização monetária em ambos os países, discutindo diagnósticos e medidas adotadas. Por fim, a Seção 5 apresenta as considerações finais, sintetizando as principais conclusões do estudo.

2 A Hiperinflação Alemã (1923)

A hiperinflação alemã foi um episódio que, à época, transcendeu as definições sistêmicas de uma crise econômica. A miséria não era algo novo na história alemã. O país já havia passado por graves crises, como a da Guerra dos Trinta Anos (1618-1648) [1], mas agora, de forma diferente, via uma crise na qual a inacessibilidade dos produtos básicos ao consumo vinha de uma desvalorização da moeda.

Atualmente (2025), após anos de análise e estudo sobre os fenômenos monetários que levaram o país ao empobrecimento e boa parte de sua população à miséria, os economistas são capazes de melhor entender as causas que os desencadearam. Essencialmente, ao tratarmos de uma crise de tamanha magnitude, não é possível dimensionar seus impactos apenas por análises matemáticas; é necessário buscar um olhar que observe a dinâmica social, como o retratado por Hjalmar Schacht em sua autobiografia *Confessions of an Old Wizard*:

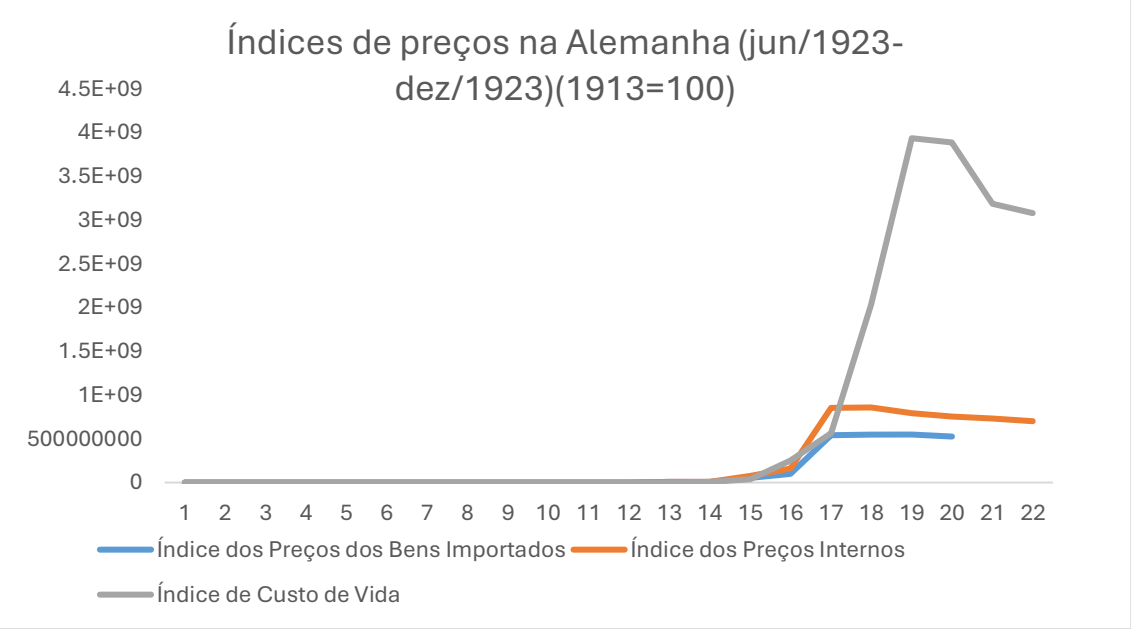
> Teoricamente, no final da guerra comprava-se 500 bilhões de ovos com o mesmo dinheiro com o qual, cinco anos mais tarde, se compraria apenas um ovo. Tais comparações são brincadeiras numéricas. Mas o que isso significa para aquele que sustenta sozinho a família não é nenhuma brincadeira, mas sim a mais amarga miséria. (Schacht, 1999. P. 219)

De fato, como mostra o Gráfico 1 abaixo, em fins de dezembro de 1923 o índice de preços internos, excluindo-se bens importados, chega a 1,125 trilhões a partir de uma base 1 em 1913. Os preços dos bens importados, também a partir de uma base 1 em 1913, atingiu 1,577 trilhões. Essas evidências fornecidas pelos Reichsbank mostram que a capacidade de compra da população, baseada em salários fixos ou poupanças, foi pulverizada, sendo um dos principais exemplos históricos de desconexão entre valor e moeda. (Bresciani-Turroni, 1989, p.12)

---

[1] A Guerra dos Trinta Anos (1618-1648) foi um conflito europeu iniciado por tensões religiosas no Sacro Império Romano-Germânico, mas se tornou uma disputa por poder e território entre as principais potências. Resultou na morte de milhões, e teve fim com a Paz de Vestfália.

Gráfico 01: Índices de preços na Alemanha (jun/1923 dez/1923) (1913=100)



Fonte: Bresciani-Turroni, 1989, p.12.

Além da análise monetária da desvalorização do marco, conforme Robbins (1989 [1937]) argumenta, enriquecer quase todos os ramos da teoria da dinâmica econômica, ela também cria uma visão das causas e efeitos da dinâmica política que viria a se seguir nos anos posteriores. O povo alemão, com moral abalada pela Primeira Guerra Mundial, sofreria ainda pelos eventos econômicos: seguida da crise posterior à guerra, uma hiperinflação nos anos 20, e uma grave recessão no início dos anos 30. A busca de um povo por sua prosperidade após sofridos anos de miséria foi um *intermezzo* para o próximo ato da política alemã, que seguiu um curso ainda mais destrutivo e conturbado, não apenas para a Alemanha, mas para toda a humanidade.

Nos próximos itens, serão tratados os principais eventos causadores, bem como o entendimento dos fenômenos da forma como eram tidos à época, para a hiperinflação alemã.

2.1 O Armistício e as Reparações

Assinado em 11 de novembro de 1918, o Armistício de Compiègne pôs fim aos combates entre as potências após quatro anos de guerra. Exaustas e sem perspectivas de vitória, as Potências Centrais, especialmente a Alemanha, reconheceram a impossibilidade de continuar o conflito. O armistício foi firmado na França, marcando o cessar fogo alemão e abrindo caminho para a negociação do Tratado de Versalhes, que seria discutido posteriormente.

A derrota alemã na Primeira Guerra Mundial pode ser explicada por três fatores essenciais: (i) O fracasso das campanhas finais da Alemanha na Frente Ocidental, que exprimiram a exaustão e incapacidade alemãs de continuarem no conflito; (ii) A grave instabilidade política interna, agravada pela abdicação do Kaiser Wilhelm II, que culminou na Revolução de Novembro; e (iii) As consequências do bloqueio aliado, conduzido pelos ingleses, que coibia a chegada de navios mercantes aos portos germânicos, levando ao racionamento e à fome (Schacht, 1927. P. 39 e Lenz, 2015).

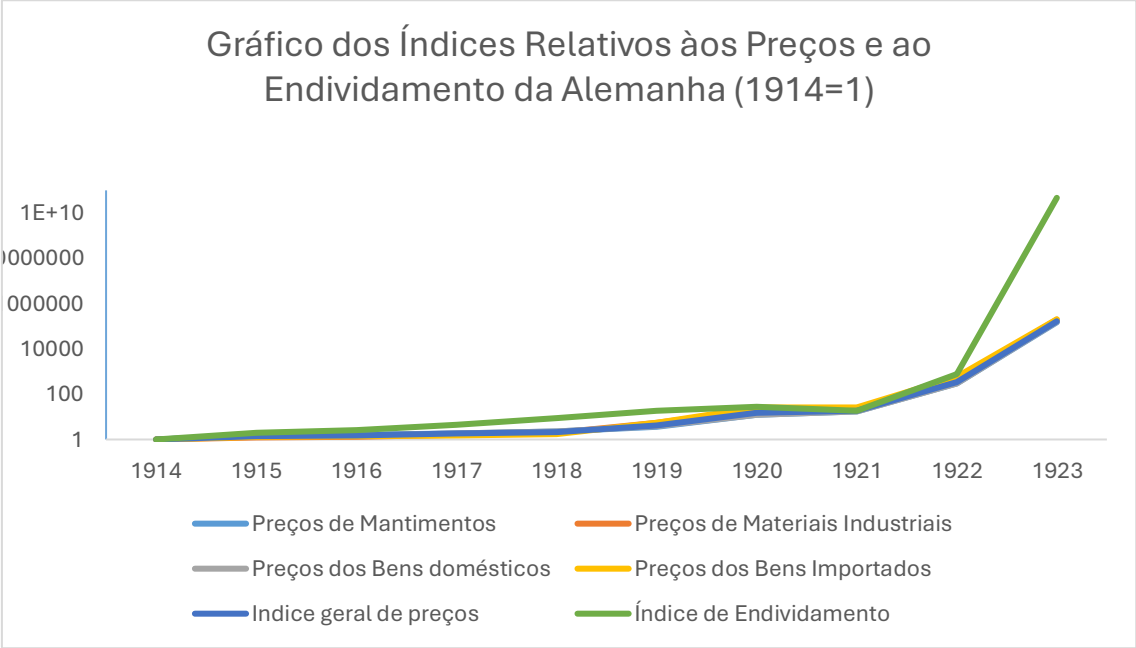
De forma conjunta às graves consequências da guerra e à situação social que a população enfrentava, a instabilidade política se agravou na Alemanha. Após a Revolução Russa em 1917, o espectro do bolchevismo ganhou força na Europa e, na Alemanha, culminou com a Revolução de Novembro, desencadeada pela insatisfação popular com as condições da guerra e pela onda de agitação política inspirada pelos acontecimentos russos. Esse movimento levou à criação da República de Weimar. O Conselho dos Deputados do Povo, formado por uma coalizão entre o Partido Social-Democrata da Alemanha (SPD) e o Partido Social-Democrata Independente da Alemanha (USPD), assumiu o controle do governo após a abdicação do Kaiser (Schacht, 1999, p.214).

No entanto, as tensões entre os dois partidos logo aumentaram, com o USPD pressionando por reformas mais radicais, como a socialização das indústrias e a criação de conselhos de trabalhadores, enquanto o SPD buscava uma transição democrática mais moderada. Em dezembro de 1918, essa divergência culminou na saída do USPD do governo, abrindo caminho para um

período de grave instabilidade, que resultou em revoltas como o Levante Espartaquista em janeiro de 1919. Após a repressão dessas revoltas, foi convocada a Assembleia Nacional de Weimar em fevereiro de 1919, que elaborou uma nova Constituição para o país. Em seguida, Friedrich Ebert, líder do SPD, foi eleito o primeiro presidente da nova república, marcando o início da estrutura formal do governo parlamentar da República de Weimar. (Schacht, 1927)

Este período inicial, entre novembro de 1918 e julho de 1919, também representou o primeiro movimento acelerado de aumento da inflação na Alemanha. O aumento na dívida flutuante, combinado com finanças desorganizadas, expandiu o déficit (Gráfico 2). A política para contornar a situação seguiu os moldes da política monetária praticada desde o início da Primeira Guerra: financiamento via emissão monetária. (Bresciani-Turroni, 1989, p24)

Gráfico 02: Gráfico dos Índices Relativos aos Preços e ao Endividamento da Alemanha (1914=1)



Fonte: Bresciani-Turroni, 1989. p24.

Numa análise das contas do Reichsbank, observa-se que as emissões de moeda tomaram proporções cada vez maiores, especialmente após os eventos que levaram à total desorganização pública. Entre outubro e dezembro de 1918,

a circulação de marcos aumentou em 24%, refletindo a continuidade da prática de emissão monetária para financiar déficits crescentes. No entanto, o impacto imediato da inflação foi suavizado devido ao aumento na poupança das famílias no pós-guerra e às leis de imposição de preços máximos, herança das medidas implementadas durante a guerra.

Além da instabilidade política e do descontrole das finanças públicas, a recém-criada República de Weimar teve que lidar com outra questão grave que surgiu com a assinatura do Tratado de Versalhes, em 28 de junho de 1919. Assumindo a culpa pelo conflito através da cláusula 231, a Alemanha tornou-se responsável pelo pagamento de reparações aos vencedores da guerra. Já debilitada, e com boa parte da atividade comercial restrita pelo bloqueio marítimo que só cessaria 14 dias após a assinatura do tratado, a Alemanha enfrentava uma situação delicada.

O Tratado de Versalhes estabeleceu a criação de uma Comissão de Reparações, que, em maio de 1921, com o Ultimato de Londres, fixou a quantia a ser paga pela Alemanha em 132 bilhões de Marcos-Ouro (cerca de 33 bilhões de dólares na época)[2], quantia que seria paga em dinheiro e em mercadorias alemãs. O teor da cláusula de culpa e a exigência de reparações foram alvo de fortes críticas de economistas como John Maynard Keynes e Hjalmar Schacht. Keynes, representante do tesouro britânico, renunciou em protesto às medidas impostas à Alemanha e, em *The Economic Consequences of Peace*, escreveu:

> “O tratado não inclui nenhuma disposição para a reabilitação econômica da Europa - nada para fazer dos Impérios Centrais derrotados bons vizinhos, nada para estabilizar os novos estados da Europa, nada para recuperar a Rússia; nem promove de forma alguma um pacto de solidariedade econômica entre os próprios Aliados" (Keynes, 2002, p108.)[3]

---

[2] Em valores atualizados para 2024, as reparações montam a US$ 608,6 bilhões (Fed Minneapolis, 2024)

[3] Trecho traduzido do original em inglês: "The treaty includes no provisions for the economic rehabilitation of Europe - nothing to make the defeated Central Empires into good neighbours, nothing to stabilize the new states of Europe, nothing to reclaim Russia; nor does it promote in any way a compact of economic solidarity among the Allies themselves" (Keynes, 2002, p108.)

Outro fator relevante para entender a situação econômica de Weimar no período foi o pagamento de um bilhão de marcos-ouro aos aliados por produtos alimentícios durante a primeira metade de 1919, em uma tentativa de aliviar a escassez de alimentos. Aos poucos, a reserva de ouro acumulada pela Alemanha durante a guerra foi se esgotando.

Na segunda metade de 1919, diversas reformas fiscais foram implementadas com o objetivo de estabilizar as finanças públicas. Medidas como a adesão ao pagamento de tarifas aduaneiras em ouro, a criação de um imposto de guerra extraordinário sobre corporações e o aumento da tributação sobre bens como o tabaco resultaram em uma completa reformulação do sistema tributário do país no início de 1920.

No entanto, mesmo com essas medidas, somadas às novas condições de antecipação de pagamentos de tributos, o governo alemão continuava incapaz de cobrir seus crescentes custos. A desvalorização contínua do marco anulou os efeitos das reformas fiscais, levando ao agravamento da situação fiscal, que se alastrava com a aceleração da inflação, consolidando ainda mais o déficit orçamentário do país: a arrecadação em termos reais continuava abaixo dos gastos também em termos reais, o que se caracteriza como efeito Tanzi[4]

2.2 A Ocupação do Ruhr e o Aprofundamento da Crise (1923)

A ocupação do Ruhr, iniciada em janeiro de 1923, representou o ponto de ruptura definitivo na crise financeira e econômica da Alemanha pós-Primeira Guerra Mundial. França e Bélgica, alegando o não cumprimento das reparações previstas no Tratado de Versalhes, decidiram ocupar a região mais

[4] "Queda da arrecadação real numa economia inflacionária pela inevitável defasagem entre o fato gerador do imposto e o seu recolhimento pelos cofres públicos" SIMONSEN, 1991.

industrializada do país, que era crucial para a produção de carvão e outros bens essenciais.

O governo alemão respondeu com a política de resistência passiva, incentivando os trabalhadores e empresários locais a boicotarem as autoridades de ocupação. Minérios deixaram de ser extraídos, fábricas ficaram paradas e os trilhos que antes transportavam carvão e produtos para as potências ocupantes foram bloqueados. Embora simbolicamente importante, essa estratégia teve consequências desastrosas para a já combalida economia alemã. Sem arrecadação significativa proveniente da região ocupada, e ainda comprometido a sustentar financeiramente os trabalhadores em greve e suas famílias, o governo aumentou exponencialmente a emissão de moeda, o que agravou a desvalorização do marco. A hiperinflação, que já avançava em ritmo alarmante desde o início dos anos 1920, atingiu proporções catastróficas durante esse período.

A ocupação do Ruhr também teve efeitos diretos sobre a balança comercial do país. A região, responsável por boa parte das exportações de carvão e produtos industriais, representava uma fonte essencial de divisas estrangeiras para a Alemanha. Com a perda desse fluxo, a capacidade do país de importar bens básicos foi severamente comprometida. Ao mesmo tempo, a desvalorização acentuada do marco tornou as importações, que eram pagas em moedas fortes, ainda mais onerosas. O resultado foi uma economia em colapso: preços internos disparando, mercados desorganizados e a perda total de confiança na moeda nacional.

Bresciani-Turroni, em *Economics of Inflation* (1989), descreveu a ocupação do Ruhr como o *"Coup de grâce"* nas finanças públicas da Alemanha. Ele destaca que o custo fiscal da resistência passiva foi astronômico, levando o déficit orçamentário a níveis insustentáveis. Em 1923, o governo alemão gastava somas colossais para manter a política de não cooperação no Ruhr, mas sem receita suficiente para compensar, a emissão de papel-moeda se expandiu ainda mais e tornou-se a fonte principal de financiamento. Essa prática, no entanto, apenas alimentava a inflação, tornando o marco praticamente sem valor, dificultando a exequibilidade de transações. Registros chegam a mostrar cédulas de marco sendo contabilizadas em ordem de peso em vez de numérica.

Politicamente, a ocupação do Ruhr aprofundou a polarização interna. O governo foi atacado tanto pela esquerda quanto pela direita: a primeira, por sua incapacidade de proteger os trabalhadores da devastação econômica, e a segunda, pela percepção de fraqueza frente às potências estrangeiras. A humilhação nacional sofrida alimentou o ressentimento coletivo, que viria a ser explorado por movimentos extremistas nos anos seguintes. (Schacht, 1927)

A ocupação do Ruhr e a resistência passiva que se seguiu não apenas aprofundaram a crise financeira da Alemanha, como também desestabilizaram ainda mais as bases sociais e políticas da República de Weimar.

2.3 A Desvalorização do Marco

Muitas interpretações sobre os fenômenos econômicos que afligiram a economia alemã foram propostas, e o desenvolvimento teórico da economia já permite uma análise mais precisa dos eventos. No entanto, para compreender a situação econômica da época e os fatores que permitiram o desenvolvimento da hiperinflação e sua posterior estabilização, faz-se necessário definir o racional das partes que tomavam as decisões políticas e econômicas na Alemanha.

Dentre as explicações para o fenômeno hiperinflacionário à época, destacam-se duas: A primeira delas, defendida por Karl Helfferich (1903)[4] ex-secretário do Tesouro alemão, que apresentou uma abordagem centrada na deterioração da balança de pagamentos da Alemanha como o principal fator causador da inflação. A segunda teoria, que se alinha aos economistas ingleses e, mais tarde, ao plano de estabilização de Hjalmar Schacht, foca na emissão excessiva de papel-moeda como a origem do problema inflacionário. Ambas as teorias serão discutidas a seguir.

2.3.1 A Teoria da Balança de Pagamentos

A “Teoria da Balança de Pagamentos”, amplamente defendida por Helfferich e pelo Reichsbank, sustenta que o problema inflacionário estava ligado ao desequilíbrio na balança comercial da Alemanha. Durante e após a Primeira Guerra Mundial, a Alemanha enfrentava uma série de dificuldades econômicas que levaram à passividade das contas, incluindo a queda das exportações, causada principalmente pelo bloqueio portuário antes discutido e o aumento das importações de bens de consumo.

Helfferich justificava que a emissão de moeda não era a causa do aumento de preços, e sim sua consequência final. Conforme descrito em por Bresciani-Turroni (1989) para Helfferich, a balança comercial desfavorável pressionou negativamente as taxas de câmbio, que, por sua vez, impulsionaram os preços de bens importados e, posteriormente, os preços de bens domésticos. Dessa forma, para suprir a alta demanda por papel moeda, justificada pelo aumento de preços, o Reichsbank buscava balancear a relação através da emissão de mais papel moeda.[5]

Em oposição às críticas que culpavam as emissões de moeda como causa da inflação, o Reichsbank justificava que, durante o período de guerra até 1918, a Alemanha não havia experimentado uma inflação tão severa, e os preços internos e os saldos comerciais mantinham certo equilíbrio, sugerindo assim que o verdadeiro impacto inflacionário só começou após a imposição das reparações pelo Tratado de Versalhes, que ampliou a passividade da balança comercial do país e, aos poucos, tornava-se insustentável.

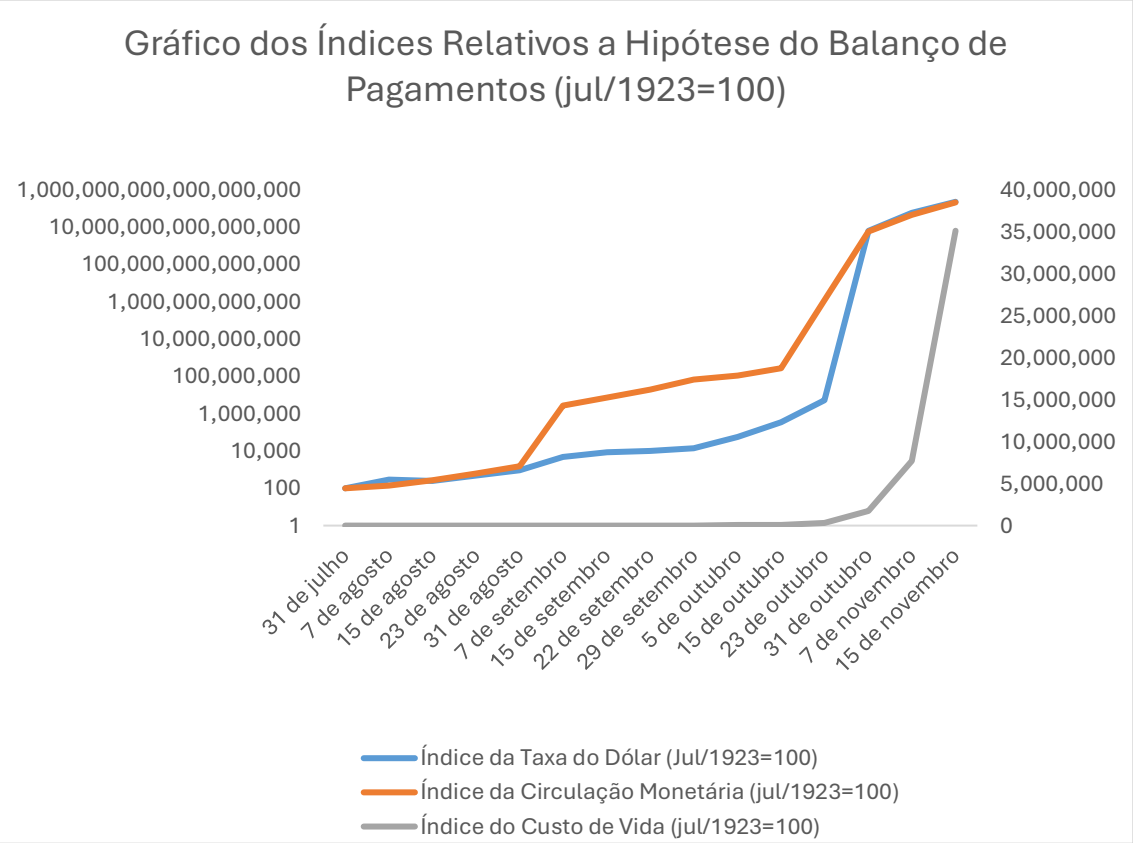
Helfferich (1903), em seu livro “Das Geld”[6], argumenta a impossibilidade de uma relação causal entre a circulação de moeda e o aumento de preços, por uma falta de uma relação clara entre ambos, dado que no período de maio de 1921 a janeiro de 1923, a circulação de moeda havia aumentado em 23 vezes, enquanto a elevação do dólar havia aumentado em 344 vezes. Assim, o “valor

---

[6] Data de publicação do livro “Das Geld” por Helferrich, onde o autor evidencia sua posição.

externo” do dinheiro, que tinha em sua origem causas alheias a emissão monetária, exercia seu impacto nos preços internos (Gráfico 3).

Gráfico 03: Gráfico dos Índices Relativos a Hipótese do Balanço de Pagamentos (jul/1923=100)



Fonte: Bresciani-Turroni, 1989, p.9.

O racional “qualitativo” sobre o preço das taxas de câmbio tinha origens que precederam a guerra. Segundo Bresciani Turroni (1989), a visão partilhada por muitos economistas alemães baseava-se em uma análise “sociológica” dos fluxos de capital, dividindo o valor da moeda em duas entidades distintas: o “valor externo” e o “valor interno”.

O “valor externo” referia-se à capacidade da moeda de adquirir bens e serviços no mercado internacional, enquanto o “valor interno” dizia respeito ao poder de compra doméstico da moeda para produtos e serviços internos. Esse pensamento assumia que o “valor externo” determinava o “valor interno”, dado que, com a depreciação cambial, o custo de importação aumentava, repercutindo nos preços internos.

Assim, para o grupo de economistas alemães que compartilhavam o pensamento "qualitativo", as discussões sobre a estabilização do marco muitas vezes centravam-se na busca de formas de estabilizar, primeiramente, a taxa de câmbio, através de um acerto na balança comercial do país, o que permitiria uma estabilização subsequente das finanças nacionais – e não o inverso. Nesse contexto, Georg Bernhard (Bresciani-Turroni, “Economia da Inflação” ,1921, p. 148), diretor do jornal *Vossische Zeitung*, resumiu essa visão dual sobre a moeda durante um debate na comissão de socialização, afirmando: "a partir do momento em que temos uma balança comercial ativa, o valor interno do dinheiro independe totalmente do valor atribuído a ele no exterior." (Bresciani-Turroni,1989, p. 148)

2.3.2 A Teoria Quantitativa da Moeda

A segunda teoria que buscava explicar a hiperinflação alemã, conhecida como a “teoria quantitativa”, ofereceu uma abordagem focada nos fatores internos que impulsionaram a crise. Defendida por economistas como Liefmann e Schacht, e explorada posteriormente por Bresciani-Turroni (1989), que argumentaram que a origem da hiperinflação estava no aumento descontrolado da oferta de moeda, sem lastro na produção de bens e serviços.

A análise de Bresciani-Turroni sobre a hiperinflação alemã destacou as bases teóricas da teoria quantitativa da moeda, que remonta ao conceito clássico de que a quantidade de moeda em circulação deve estar em equilíbrio com a produção e a oferta de bens. Quando esse equilíbrio é rompido, com um aumento significativo da emissão de moeda sem um correspondente aumento na produção, o resultado inevitável é a inflação. Os dados mostram que, entre 1919 e 1923, a quantidade de moeda em circulação aumentou exponencialmente.

Em 1914, havia cerca de 2 bilhões de marcos em circulação; em novembro de 1923, esse número havia saltado para mais de 92,8 trilhões de marcos. Bresciani-Turroni (1989) argumenta que esse aumento da base monetária foi o principal catalisador da hiperinflação. À medida que mais e mais

moeda era emitida, seu valor real caía rapidamente, levando a aumentos drásticos nos preços internos e à desvalorização da moeda no mercado internacional.

A população, percebendo a perda constante do poder de compra de sua moeda, buscava se desfazer de marcos o mais rapidamente possível, adquirindo bens, ações ou moedas estrangeiras – o que ficou conhecido como a "fuga para valores materiais". Essa corrida para converter dinheiro em ativos reais, por sua vez, realimentava o aumento dos preços das mercadorias e das cotações das divisas estrangeiras. A velocidade de circulação do dinheiro, um fator crucial na teoria quantitativa, acelerou com os agentes econômicos se esforçando para realizar pagamentos e transações antes que o marco perdesse ainda mais seu valor. (Schacht, 1927).

Além da formação da espiral inflacionária dos agentes econômicos descrita no parágrafo anterior, a política financeira do Reich durante e após a guerra amplificou os efeitos da expansão monetária, com o financiamento quase exclusivo da guerra por meio de empréstimos, em vez de tributação, e causou um aumento relevante na dívida flutuante, que era sistematicamente monetizada pelo Reichsbank por meio do desconto de títulos do Tesouro. (Schacht, 1927).

3 A Hiperinflação Brasileira

Desde os anos 1960 os problemas do fenômeno monetário da inflação já eram uma pauta relevante na economia brasileira, mas, a partir do fim dos anos 1970, diversas questões da conjuntura econômica alastraram o fenômeno. Em

uma análise inicial, temos que a hiperinflação brasileira teve como fundamentos de formação três fatores: (i) endividamento crescente do setor público; (ii) a ampliação da indexação de contratos; (iii) choques externos adversos; que serão melhor aprofundadas neste capítulo.

Anunciado em meados de 1974, o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) foi uma resposta governamental ao primeiro choque do petróleo, ocorrido em 1973, que gerou um aumento significativo dos custos de importação de insumos energéticos, pressionando a balança de pagamentos e elevando os preços internos. Os principais objetivos estratégicos do II PND foram (i) Industrialização e substituição de importações, ao passo que incentivou a produção de bens intermediários e de capital; (ii) Investimento em infraestrutura, com investimentos no setor energético e expansão no campo de refino e exploração de petróleo; (iii) Segurança energética, com a campanha “Proálcool”. que expandiu o papel do Estado na economia por meio de investimentos estratégicos em infraestrutura e setores industriais, financiados, em grande medida, pelo endividamento externo.

Esse modelo estratégico adotado pelo governo brasileiro, bem como outros no período, era baseado em pesados investimentos financiados pelo aumento da dívida pública externa, garantiu a manutenção do crescimento econômico no curto prazo, mas aprofundou a vulnerabilidade externa do país. A elevação das taxas de juros internacionais no início da década de 1980 e a crise da dívida externa geraram uma mudança abrupta no cenário macroeconômico, levando a uma necessidade de ajuste, mas as medidas adotadas, como o controle do crédito e a redução do investimento estatal, revelaram-se insuficientes para reverter o quadro inflacionário.

A dificuldade na reversão do quadro inflacionário foi um reflexo da mudança no teor desse fenômeno, que deixou de ser um conjuntural para se consolidar como um elemento estrutural, um conceito conhecido como Inflação Inercial, que será mais bem explicado em uma seção dedicada.

3.1 Interpretações para a Hiperinflação Brasileira

A intensificação da inflação nos anos 1980, somada ao fracasso das políticas ortodoxas tradicionais e às sucessivas revisões dos planos do FMI, levou à proliferação de diagnósticos distintos sobre a origem e o tratamento adequado da desvalorização da moeda no Brasil. Segundo Giambiagi e Almeida, em "*Economia brasileira Contemporânea*"(2011), entre 1984 e 1986 destacaram-se três interpretações principais: o pacto social, associado à Unicamp e ao PMDB; o choque ortodoxo, defendido por economistas da FGV; e o choque heterodoxo, formulado por economistas da PUC-Rio, com destaque para Francisco Lopes, Pérsio Arida e André Lara Resende.

A primeira leitura, chamada de "conflito distributivo", interpretava a inflação como uma manifestação da disputa entre diferentes setores sociais pela apropriação de parcelas maiores da renda nacional. Trabalhadores reivindicavam aumentos salariais para recompor perdas inflacionárias, enquanto empresários reajustavam preços para manter suas margens. Esse ciclo sucessivo tornava os reajustes nominais autônomos em relação à demanda efetiva, configurando um processo de inflação inercial, reforçado pelas cláusulas contratuais de indexação. Na visão dos economistas da Unicamp, a superação desse quadro passaria pela mediação estatal e pela construção de um pacto social, em que trabalhadores e empresários seriam convencidos a renunciar a reajustes temporariamente, sob liderança de um governo de coalizão democrática. O fim do conflito distributivo, portanto, dependeria de um acordo institucional que suspendesse a dinâmica dos reajustes por um período, restaurando a estabilidade macroeconômica.

A abordagem ortodoxa, por sua vez, rejeitava a especificidade brasileira do fenômeno inflacionário. Ancorada na teoria quantitativa da moeda, esta interpretação afirmava que a inflação era resultado direto da expansão monetária, ela mesma provocada pelo desequilíbrio fiscal crônico. Em outras palavras, o Estado brasileiro gastava persistentemente acima de sua capacidade de arrecadação, utilizando a emissão monetária como forma espúria de financiamento do déficit. A solução, portanto, deveria passar por um choque ortodoxo: corte de gastos, aumento de receitas, contenção da emissão de moeda

e liberação de preços. A inflação, nesta concepção, era a expressão da indisciplina macroeconômica, e não de um conflito institucionalizado de reajustes. A ineficácia das políticas do FMI no início da década seria, para os ortodoxos, menos um erro do diagnóstico e mais uma falha na implementação: as políticas ortodoxas não foram aplicadas com a profundidade e o rigor necessários.

A terceira corrente, a heterodoxa, representava uma alternativa teórica e prática às propostas anteriores. Formulada por economistas como Francisco Lopes, Arida e Lara Resende, vinculados à PUC-Rio, essa interpretação reconhecia o caráter inercial da inflação brasileira, atribuindo sua persistência à indexação generalizada dos contratos. Os dados empíricos reforçavam esse diagnóstico, já que os efeitos do hiato do produto sobre a inflação eram estatisticamente pequenos, tornando as políticas recessivas socialmente custosas e pouco eficazes. Para Lopes, o congelamento compulsório de preços e salários, ainda que politicamente arriscado, era necessário para quebrar a lógica das expectativas passadas. Já Arida e Lara Resende divergiam dessa estratégia direta, propondo uma reforma monetária baseada na introdução de uma unidade de conta indexada, a Proposta Larida, que circularia paralelamente à moeda corrente. Os contratos poderiam migrar voluntariamente para a nova unidade, desindexando progressivamente a economia sem os custos alocativos de um congelamento abrupto.

As propostas heterodoxas, especialmente a do congelamento, seriam adotadas no Plano Cruzado. A Proposta Larida, por outro lado, não foi inicialmente acolhida, mas forneceu a base teórica para o Plano Real em 1994. Assim, o período da Nova República foi marcado por um embate entre três racionalidades econômicas distintas: (i) a distributiva, que via a inflação como reflexo de um jogo de soma zero entre classes sociais; (ii) a ortodoxa, que a atribuía a desequilíbrios fiscais e monetários; (iii) a heterodoxa, que buscava atacá-la pela desorganização das expectativas e pela ruptura dos mecanismos de indexação. Nenhuma delas, por si só, conseguiu dar conta do problema inflacionário; mas o amadurecimento dessas ideias seria fundamental para o êxito posterior do programa de estabilização definitivo.

3.2 A Inflação Inercial e a Desvalorização da Moeda

A trajetória inflacionária brasileira ao longo do século XX consolidou, de forma progressiva, uma estrutura institucional que, ao invés de conter, reforçou a persistência da inflação. O Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), implantado em 1964, plantou duas “sementes” fundamentais da inflação inercial: a primeira foi a criação de mecanismos de indexação formal, como as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), que visavam preservar o valor real dos contratos e ativos financeiros; a segunda foi a ausência de uma âncora nominal efetiva, na medida em que, a partir de 1969, o governo adotou um regime de câmbio real fixo, que na prática equivalia a indexar o câmbio nominal à inflação passada. Essa estrutura comprometeu a eficácia dos instrumentos tradicionais de política monetária e fiscal, dado que a correção contratual dos preços passou a se dar independentemente da demanda agregada ou da política econômica vigente. (Pastore, 2021)

A inflação passou a ser entendida não apenas como resultado de choques de oferta ou demanda, mas como um fenômeno endógeno ao próprio sistema institucional de correção. A diferença entre “inércia inflacionária” e “inflação inercial” reside justamente na natureza do processo: a primeira diz respeito à persistência estatística da inflação, enquanto a segunda refere-se à rigidez institucional dos contratos indexados, que fazem com que a inflação passada seja automaticamente incorporada à presente.

Esse padrão tornou-se dominante na economia brasileira, com preços, salários, tarifas públicas e contratos financeiros passando a operar com regras de reajuste baseadas em índices passados, criando uma expectativa racional de que a inflação futura seguiria a trajetória anterior. Como demonstrado por Giambiagi e Almeida (2011), a inflação se tornou estruturalmente resistente a choques desinflacionários tradicionais, como aumento da taxa de juros ou retração fiscal, pois os reajustes já estavam contratualmente programados, independentemente da evolução da demanda. Essa estrutura institucionalizada de correções automáticas fazia com que mesmo políticas monetárias severas tivessem efeitos apenas transitórios sobre a inflação, ao custo de elevado desemprego e perda de produto.

Com essa interpretação, temos que a política monetária perdia eficácia, visto que o Banco Central não tinha independência formal nem instrumentos efetivos de controle da base monetária, dada a indexação generalizada da dívida pública. A política fiscal era permanentemente pressionada por indexadores de benefícios e salários do funcionalismo. Nesse contexto, Simonsen, em sua "Carta Mensal" de 1986, discute o dilema entre o gradualismo e o tratamento de choque como vias para a estabilização. Segundo ele, ou se promovia um ajuste progressivo, com elevado custo social e baixa eficácia, ou se buscava um programa de estabilização mais ambicioso, com riscos elevados, mas com chances de ruptura definitiva com a inflação inercial (Simonsen, 2002).

Embora o debate sobre a inflação inercial tenha ganhado destaque nas décadas de 1980 e 1990, contribuições posteriores ajudaram a consolidar e aprofundar sua compreensão teórica. Entre elas, destaca-se a análise de Pastore (2021) na qual o autor retoma o fenômeno a partir de uma modelagem baseada em uma Curva de Phillips adaptada. Nesse modelo, a inflação é explicada pela diferença entre sua taxa e a variação dos salários nominais, além do hiato do produto. A formulação reforça o papel da rigidez contratual e da indexação como elementos centrais da dinâmica inflacionária. A equação que expressa essa relação é:

$$(1)\ \pi t - \omega t = \beta(yt - ytp) + ut$$

Onde:

- πt: taxa de inflação no período t.
- ωt: taxa de variação dos salários nominais no período t.
- yt: Produto Interno Bruto (PIB) atual no período t.
- ytp: PIB potencial no período t.
- β: coeficiente de sensibilidade da inflação ao hiato do produto.
- ut: choque aleatório, com média zero.

Nessa formulação, a taxa de inflação (πt) é determinada pela variação dos salários nominais (ωt), pelo desvio do produto em relação ao seu potencial ($yt - ytp$, conhecido como hiato do produto) e por choques exógenos (ut). Um hiato de produto positivo, indicando uma demanda agregada aquecida, pressiona a

inflação para cima, enquanto um hiato negativo sugere um ambiente desinflacionário, conforme a explanação de Pastore.

A seguir, a modelagem se aprofunda na determinação da taxa de variação dos salários nominais (ωt), um fator crucial para a manifestação da inércia. Pastore detalha que os reajustes salariais podem ocorrer de duas formas distintas: uma proporção dos trabalhadores (σ) tem seus salários reajustados pela inflação passada ($\pi t-1$), refletindo um mecanismo de indexação, enquanto a proporção restante ($(1-\sigma)$) os reajusta pela inflação esperada (πte). Esta relação é expressa por:

$$(2)\ \omega t=\sigma\pi t-1+(1-\sigma)\ \pi te$$

Substituindo a Equação (2) na Equação (1), Pastore deriva a equação principal que descreve o comportamento da inflação inercial, integrando os efeitos da indexação e das expectativas:

$$(3)\pi t=(1-\sigma)\ \pi te+\sigma\pi t-1+\beta(yt-ytp)\ +ut$$

Pastore postula que essa equação revela que a inflação corrente (πt) é um resultado da inflação esperada, da inflação passada (pela indexação σ), do hiato do produto e dos choques. Um ponto crítico levantado é o cenário de indexação plena, onde $\sigma=1$. Neste caso extremo, a Equação (3) simplifica-se para $\pi t=\pi t-1+\beta(yt-ytp)\ +ut$.

Essa formulação particular é caracterizada como um "random walk" da inflação, ilustra que, na ausência de hiato do produto e choques ($yt=ytp$ e $ut=0$), a inflação presente seria exatamente igual à inflação passada ($\pi t=\pi t-1$). Um "random walk", no contexto matemático de séries temporais, descreve um processo estocástico no qual o valor futuro de uma variável é o valor presente mais um choque aleatório. Isso significa que a inflação se autoperpetua sem um ponto de ancoragem, destacando a essência da inércia inflacionária.

A discussão avança para o papel da política monetária no combate a essa inércia. Pastore introduz a Curva IS, que relaciona o hiato do produto com a taxa real de juros, delineando a forma como a política monetária impacta a atividade econômica:

$$(4)yt-ytp=-b(Rt-RtN)\ +vt$$

Onde:

- Rt: taxa real de juros no período t.
- RtN: taxa real de juros neutra, definida como a taxa de juros real que faz com que o PIB atual seja igual ao PIB potencial (yt=ytp), ou seja, aquela que não estimula nem contrai a economia.
- b: coeficiente de sensibilidade do hiato do produto à diferença entre a taxa de juros real e a taxa neutra.
- vt: termo de erro ou choque.

Para Pastore, a Equação (4) demonstra que a política monetária, por meio do controle da taxa de juros real (Rt), pode influenciar o hiato do produto. Uma taxa de juros real acima do nível neutro tende a contrair a demanda agregada, reduzindo o hiato do produto e, consequentemente, exercendo pressão desinflacionária.

Ao substituir a Equação (4) na Equação (3), a relação da inflação com a atuação da política monetária é apresentada de forma mais explícita:

$$(5)\ \pi t=(1-\sigma)\ \pi te+\sigma\pi t-1-\beta b(Rt-RtN)\ +zt$$

Onde zt incorpora os choques ut e vt.

Com essa equação, Pastore explica como o Banco Central, ao manipular a taxa real de juros, pode impactar a inflação. Uma elevação de Rt acima de RtN reduz o hiato do produto, contribuindo para a desaceleração da inflação ao diminuir a pressão da demanda.

A capacidade da autoridade monetária de reagir à inflação é formalizada através de uma regra de reação, sendo esta uma função que descreve de forma sistemática como o Banco Central ajusta sua taxa de juros (ou outro instrumento monetário) em resposta a variáveis macroeconômicas observadas, como a inflação e o hiato do produto. A regra apresentada por Pastore é:

$$(6)\ Rt=RtN+k\pi t-1$$

Onde k é o coeficiente de reação do Banco Central à inflação passada. Um valor de k>0 indica que o Banco Central eleva a taxa real de juros em resposta a uma inflação passada mais alta, visando conter pressões inflacionárias futuras.

Finalmente, ao substituir a regra de reação (Equação 6) na equação da inflação (Equação 5), chega-se à dinâmica da inflação sob a atuação do Banco Central:

$$(7)\ \pi t=(1-\sigma)\ \pi te+(\sigma-\beta bk)\ \pi t-1+zt$$

Pastore salienta que, para a inflação deixar de ser puramente inercial (ou seja, um "random walk"), o termo que multiplica $\pi t-1$ — isto é, $(\sigma-\beta bk)$ — deve ser menor que 1 em valor absoluto. Contudo, ele observa que, mesmo com a implementação da regra de reação (com $k>0$), a persistência da inércia inflacionária pode ser um desafio insuperável se o grau de indexação (σ) for muito elevado.

Portanto, a explicação de Pastore sugere que a condução de políticas que desconsiderem fatores além da simples indexação de salários e serviços, não seriam suficientes para eliminar completamente a inércia, justificando a insuficiência dos mecanismos impostos nos planos heterodoxos de desindexação econômica como suficientes para a resolução da inflação inercial.

3.3 Os Planos de Estabilização (1986 - 1991)

Entre os anos de 1986 e 1991, o Brasil atravessou um período de intensa instabilidade econômica marcado por sucessivas tentativas de estabilização monetária. Nesse intervalo, destacam-se os planos Cruzado I e II (1986–1987), Bresser (1987), Verão (1989) e os Planos Collor I e II (1990–1991). Planos que tinham por objetivo de interromper o ciclo inflacionário que corroía os fundamentos da economia nacional. Porém, nenhuma dessas tentativas de estabilização teve o sucesso esperado, e serão mais bem discutidas nesta seção.

O Plano Cruzado, lançado em fevereiro de 1986 no governo de José Sarney (1985-1990), foi concebido como o primeiro dos principais planos de estabilização, numa tentativa de ruptura com o processo inflacionário inercial que dominava a economia brasileira. Fundamentado em uma abordagem

heterodoxa, o plano propunha o congelamento de preços e salários, a substituição da moeda - que iria do cruzeiro para o cruzado, na razão de mil para um - e a extinção dos mecanismos formais de indexação, entre eles a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), substituída por um título de valor fixo, a OTN. Introduziu-se também o chamado "gatilho salarial", mecanismo de reajuste automático dos salários sempre que a inflação acumulada atingisse 20%, com o intuito de preservar o poder de compra dos trabalhadores em um ambiente de preços nominalmente estáveis. A lógica do plano baseava-se na ideia de que, ao eliminar a expectativa de reajustes futuros — expectativa que se alimentava da memória inflacionária —, seria possível cessar a inflação sem recorrer inicialmente à elevação do desemprego ou à contenção brusca da demanda. (Giambiagi et al. 2011).

No curto prazo, os efeitos do plano foram positivos e a inflação caiu abruptamente, o poder de compra dos salários foi preservado, e a população experimentou um raro momento de estabilidade monetária. O consumo foi impulsionado por ganhos reais de renda, criando um ambiente de otimismo generalizado, o que se refletiu no desempenho eleitoral do governo. A administração Sarney incentivou, inclusive, a participação popular no controle do plano, promovendo campanhas de fiscalização de preços por meio dos chamados “fiscais do Sarney”. Contudo, a ausência de medidas estruturais de ajuste fiscal, o aumento dos gastos públicos e a fixação rígida dos preços sem mecanismos adequados de correção acabaram por minar a sustentabilidade do programa. O congelamento generalizado, sem levar em conta os custos reais de produção, levou ao descompasso entre oferta e demanda. Diante da impossibilidade de ajustar os preços, empresas reduziram a produção ou retiveram estoques, e o desabastecimento tornou-se um fenômeno recorrente.

Em novembro de 1986, diante do acúmulo de pressões, foi anunciado o Plano Cruzado II. A nova estratégia envolvia a liberação parcial dos preços, aumentos de tarifas públicas e de impostos, e o retorno parcial da indexação. Essas medidas, entretanto, foram mal-recebidas pela população, que ainda esperava a continuidade da estabilidade artificial dos meses anteriores, e pelos empresários, que reajustaram bruscamente os preços para recompor margens de lucro. O efeito combinado foi um retorno da inflação. Em janeiro de 1987, a taxa mensal já superava os dois dígitos. A fragilidade da estrutura fiscal, somada

à deterioração do balanço de pagamentos, culminou com a moratória da dívida externa em fevereiro do mesmo ano, encerrando de forma simbólica e prática o ciclo de expectativas criado pelo Cruzado.

Em junho de 1987, foi anunciado o Plano Bresser, nomeado em referência ao então ministro da Fazenda, Luís Carlos Bresser-Pereira. Menos ambicioso que seu antecessor, o plano manteve medidas de controle temporário de preços e salários, mas com um horizonte de vigência reduzido. Simultaneamente, buscava-se implementar um ajuste fiscal que, diferentemente do Cruzado, fosse capaz de sustentar o equilíbrio das contas públicas. A proposta partia do diagnóstico de que a inflação persistia não apenas por conta da inércia, mas também em razão do desequilíbrio fiscal estrutural do setor público. Embora tenha conseguido uma leve desaceleração da inflação nos primeiros meses, o plano não conseguiu reverter a desconfiança generalizada dos agentes. O aumento de tarifas públicas e a continuidade de déficits fiscais impediram a consolidação de um novo regime de preços estáveis. Com isso, a inflação voltou a acelerar ainda no segundo semestre de 1987.

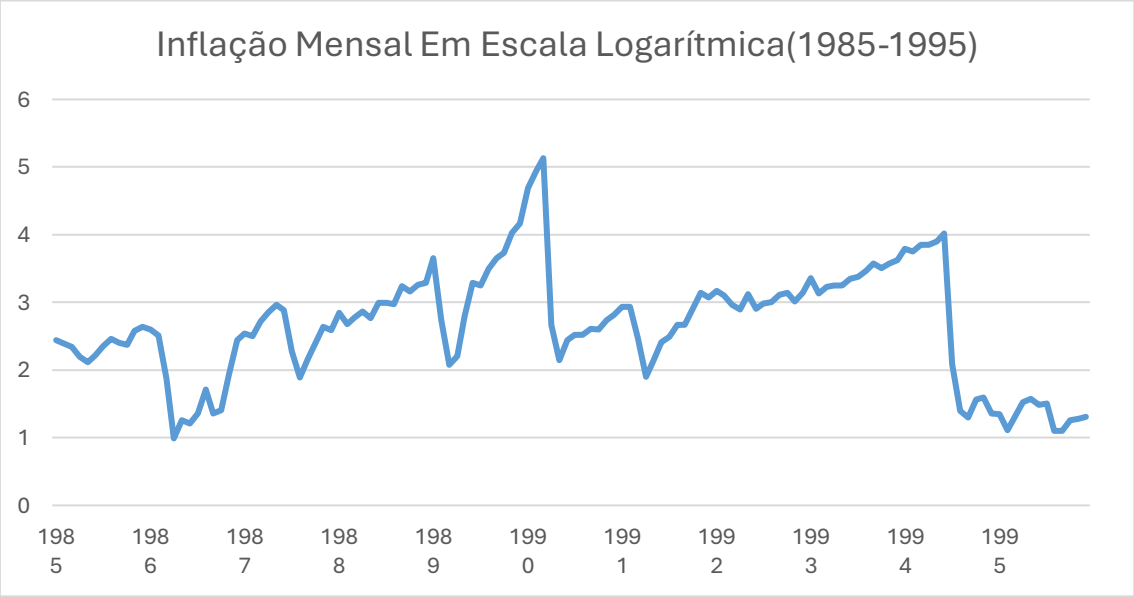
Em janeiro de 1989, no último ano do governo Sarney, foi posto em marcha o Plano Verão. Liderado pelo ministro Maílson da Nóbrega, o plano representou nova tentativa de estabilização com base em instrumentos semelhantes aos dos planos anteriores: introdução de uma nova moeda (o cruzado novo), congelamento de preços e salários, e medidas de desindexação parcial. O plano também procurava atuar no campo fiscal, com cortes de gastos e aumento de tributos. No entanto, assim como os anteriores, o Verão foi incapaz de lidar com os mecanismos estruturais de propagação da inflação. A combinação de elevada desconfiança, indexação residual e deterioração das contas públicas impediu que os resultados fossem sustentáveis. A inflação, que havia sido contida temporariamente, explodiu nos meses seguintes, encerrando o ano de 1989 com uma taxa acumulada de mais de 1.700%.

A transição para o governo de Fernando Collor de Mello, em 1990, trouxe uma abordagem mais radical. O Plano Collor I, lançado em março daquele ano, buscou interromper a hiperinflação por meio de um conjunto de medidas de forte impacto, cuja mais controversa foi o bloqueio de aproximadamente 80% da base monetária sob a forma de depósitos bancários e aplicações financeiras. A

liquidez foi reduzida drasticamente, numa tentativa de quebrar a espiral inflacionária de forma abrupta. A nova moeda, o cruzeiro, substituiu o cruzado novo, e foram adotados novos congelamentos de preços e medidas de controle fiscal. Inicialmente, o plano logrou certa desaceleração da inflação, mas os efeitos colaterais sobre a confiança dos agentes econômicos foram profundos. O bloqueio de ativos gerou retração do consumo e investimento, enquanto a ausência de reformas institucionais efetivas limitou os efeitos de médio e longo prazo.

Em janeiro de 1991, diante da retomada da inflação, o governo lançou o Plano Collor II, que buscava corrigir as falhas do plano anterior por meio de novo congelamento de preços e tentativa de controle da demanda. No entanto, a economia já se encontrava em retração e a confiança pública no governo havia sido substancialmente corroída. O fracasso do segundo plano consolidou o descrédito nas estratégias de estabilização do período. A inflação retomou sua trajetória ascendente, e a instabilidade política resultante da deterioração econômica culminaria no processo de impeachment do presidente em 1992. O Gráfico 4 mostra a evolução das taxas mensais de inflação entre 1985 e 1995. É possível verificar as quedas momentâneas da inflação mensal na vigência dos planos de estabilização bem como a aceleração da inflação mensal no longo prazo.

Gráfico 04: Taxa mensal de Inflação no Brasil (1985-1995)



Fonte: IBGE/SNIPC – Ipeadata (acesso em 15 jul. 2025).

As sucessivas tentativas de estabilização entre 1986 e 1991 evidenciaram que os limites dos planos que se baseavam exclusivamente em choques de curto prazo, sem a sustentação de um arcabouço fiscal sólido ou de reformas institucionais duradouras. Conforme analisado por Giambiagi e Almeida (2011), a maior fragilidade dos planos Cruzado, Bresser, Verão e Collor residia na incapacidade de promover simultaneamente a desindexação da economia e o ajuste estrutural das contas públicas, resultando em quebras sucessivas de expectativas e deterioração progressiva da confiança.

4 A Estabilização Monetária

Na presente seção foram examinados os processos de estabilização monetária da Alemanha em 1923 e do Brasil em 1994. O objetivo foi compreender de que forma cada país buscou superar a hiperinflação, quais diagnósticos orientaram as políticas adotadas e como se estruturaram os mecanismos que permitiram a retomada da estabilidade de preços. Em seguida, a análise considerou as condições históricas e institucionais que possibilitaram a reversão do quadro inflacionário, destacando os elementos que tornaram viável a reconstrução da confiança na moeda.

O capítulo inicia-se com uma análise comparativa dos fenômenos inflacionários, ressaltando as semelhanças e diferenças entre as duas trajetórias. Em seguida, são examinados separadamente os processos de estabilização, com ênfase no Rentenmark e no Plano Real. A discussão final buscou sintetizar os fatores comuns a ambos os casos, evidenciando como o compromisso fiscal, a reorganização institucional e a coordenação de expectativas foram determinantes para a consolidação da estabilidade monetária.

4.1 Fenômenos Inflacionários: semelhanças e divergências entre Alemanha (1918-1923) e Brasil (1980-94)

A hiperinflação alemã de 1918-1923 e o processo inflacionário que culminou no Brasil dos anos 1980-94, embora separados por décadas e distintos em sua dinâmica, representam manifestações de uma patologia institucional com características similares, especialmente a desarticulação do sistema monetário em função da dominância fiscal. A análise desses casos demonstra que a estabilidade de preços está diretamente ligada à credibilidade das instituições que a garantem, e que a inflação, em estágios avançados, transcende a esfera puramente monetária, transformando-se em um regime de expectativas autodestrutivas.

A principal semelhança reside na raiz fiscal do problema e na sua manifestação através da teoria quantitativa da moeda. Na Alemanha, a desordem fiscal foi imposta pelo financiamento da Primeira Guerra Mundial, pelo pesado ônus das reparações de guerra e pelo excesso de gastos do governo. A incapacidade de o governo arrecadar receitas suficientes, aliada à vedação de empréstimos externos, impeliu o Reichsbank a financiar o Estado por meio da expansão monetária, gerando um expressivo aumento da quantidade de moeda em circulação.

Conforme Simonsen e Cysne (2007), a hiperinflação foi "o resultado de um persistente déficit público", financiado por "emissão monetária sem contrapartida real". O diagnóstico oficial do Reichsbank, sob Rudolf Havenstein, negava a primazia da causa monetária e fiscal, interpretando a queda do valor interno da moeda como reflexo da desvalorização cambial. Tal inversão da causalidade legitimou a continuidade da emissão como uma resposta "necessária" à demanda por papel-moeda. Bresciani-Turroni (1989) diverge dessa visão ao afirmar categoricamente que a depreciação do marco foi, na realidade, causada pelo enorme aumento na quantidade de dinheiro, e que o câmbio se depreciou porque o valor interno do marco estava caindo.

No Brasil, o processo inflacionário também se originou de um desequilíbrio fiscal, mas com uma dinâmica mais complexa. O Estado financiava

seu déficit não apenas pela emissão monetária direta, mas também pela emissão de títulos indexados à inflação ou ao câmbio. O diagnóstico dos economistas do Plano Real reconhecia que o desequilíbrio fiscal brasileiro não se manifestava apenas em déficits nominais, mas na própria forma como o Estado se financiava. Essa "dominância fiscal" impedia que o Banco Central atuasse de forma autônoma e crível. A inflação era alimentada por um sofisticado sistema de indexação generalizada de salários e contratos. No contexto brasileiro, a teoria quantitativa da moeda se manifestava através de uma "corrida" entre a emissão de moeda para financiar o déficit e o aumento dos preços, com o Banco Central atuando passivamente.

Uma segunda semelhança emerge do colapso das funções monetárias, evidenciando a falência do dinheiro como uma instituição econômica. Em ambos os casos, a confiança, pilar de qualquer sistema monetário, foi destruída. Na Alemanha, o colapso fez com que o dinheiro, em sua essência, deixasse de existir como uma instituição confiável. O historiador Adam Fergusson, deu a seu livro sobre a hiperinflação alemã, o título de "When Money Dies", expressão que capta com precisão o sentimento da época sobre a moeda. O marco de papel se transformou em um meio de troca de valor efêmero, sendo rejeitado quase tão logo era recebido. O público buscava refúgio em bens reais, moedas estrangeiras ou em substitutos como o Roggenmark (contratos indexados ao centeio), entre outros, o que resultou em uma aceleração endógena da velocidade de circulação, e a arrecadação de impostos reais definhou, pois quando os impostos eram coletados, a inflação corroía seu valor real.

No Brasil, a perda de confiança na moeda foi um processo mais gradual, fruto de uma série de planos fracassados. A moeda brasileira perdeu sua função de reserva de valor, forçando os agentes a se protegerem com a indexação de contratos e a dolarização informal. O país operava com uma "dupla monetária", na qual os contratos e as expectativas eram regidos por índices de inflação, enquanto a moeda de curso legal se desvalorizava dia após dia. A inflação no Brasil não destruiu a moeda da mesma forma que na Alemanha, mas a transformou em um "meio de troca" de curto prazo, desprovido de suas outras funções essenciais. O caso brasileiro demonstra que mesmo uma moeda que tecnicamente ainda circula pode estar "morta" em suas funções mais cruciais para a economia, como, por exemplo, servir como reserva de valor. Isso pode

ser percebido principalmente após a divisão das funções da moeda em 1994, no período de coexistência da URV (Unidade Real de Valor) e do Cruzeiro real. (Franco, 2017).

Ambas as crises demonstram, por fim, que a estabilização é, além de um problema quantitativo, fundamentalmente, um problema de credibilidade e coordenação de expectativas. A mudança de diagnóstico foi o primeiro passo para a superação. A primazia da causa fiscal e monetária precisou ser reconhecida para que Hjalmar Schacht na Alemanha e pela equipe do Plano Real no Brasil, para pudessem conceber estratégias eficazes de estabilização. A criação de âncoras nominais e a reorganização das instituições monetárias foram as respostas, que, embora distintas em sua mecânica, compartilhavam o objetivo de restaurar a confiança na moeda e reconstruir o sistema de preços.

4.2 A Estabilização do Marco Alemão (1923-24)

O marco alemão, já completamente desfigurado em suas funções monetárias, exigia não apenas medidas técnicas de estabilização, mas, antes, uma correta identificação das causas de sua derrocada. Como já discutido, durante todo o período hiperinflacionário, o Reichsbank sustentou um diagnóstico equivocado, que atribuía ao câmbio e às reparações de guerra o papel central no processo inflacionário, relegando a segundo plano a emissão descontrolada de moeda e o desequilíbrio fiscal. Essa leitura legitimava a continuidade da expansão monetária e prolongava a espiral inflacionária que corroía as bases da República de Weimar.

Foi somente a partir da revisão analítica conduzida por Hjalmar Schacht, reconhecendo a natureza essencialmente monetária e fiscal da crise, que se tornou possível pensar em uma âncora estável para restaurar a confiança no marco. Assim, antes de examinar o “milagre do Rentenmark” e o fim da hiperinflação, é preciso destacar como o diagnóstico representou o ponto de inflexão entre a persistência do colapso e a possibilidade de estabilização.

4.2.1 O Diagnóstico

Como discutido no primeiro capítulo, durante grande parte do período inflacionário, o Reichsbank — liderado por Rudolf Havenstein — interpretava a hiperinflação como uma consequência da desvalorização cambial e das exigências do Tratado de Versalhes. Para Havenstein, a causa da queda do poder de compra interno do marco era a deterioração de seu valor externo, ou seja, a desvalorização frente às moedas estrangeiras. Esse diagnóstico invertia a causalidade e legitimava uma postura reativa por parte do banco central, com a impressão de moeda vista como resposta à alta de preços, e não como seu fator causal. (Simonsen; Cysne, 2007)

Esse erro de diagnóstico permitia que a autoridade monetária continuasse com políticas de expansão da base monetária para financiar o déficit do governo, algo que se iniciou com o fim do padrão ouro no início da primeira guerra e se tornou estrutural. Entre 1919 e 1923, o Reichsbank atuou como um verdadeiro instrumento do Tesouro, comprando títulos públicos de forma ilimitada e utilizando essa política para financiar o crescente déficit orçamentário da República de Weimar. A incapacidade de o Estado arrecadar recursos por meios tributários — amplificada pelo efeito Tanzi, isto é, a defasagem entre o lançamento e o recolhimento dos tributos em uma economia de inflação crescente — levou à quase total dependência da emissão de moeda como mecanismo de financiamento. A grave questão fiscal é destacada por Bresciani-Turroni em “Economics of Inflation”:

> “Como o valor nominal das propriedades e das rendas nominais aumentava normalmente com a desvalorização do marco e os impostos eram fortemente progressivos, resultou daí um aumento da carga fiscal sem o correspondente aumento da capacidade contributiva dos cidadãos.” (BRESCIANI-TURRONI, 2001. p. 64)[7]

[7] Trecho traduzido do original em inglês: “Since the nominal value of estates and nominal incomes normally increased with depreciation of the mark and the taxes were steeply progressive, there resulted an increase of the fiscal burden without a corresponding increase in the contributive capacity of the citizens. I.” (BRESCIANI-TURRONI,2001. p. 64)

A inflação passou a se retroalimentar por meio de uma espiral de desvalorização, emissão, aumento da velocidade de circulação e perda de confiança. A moeda passou a ser utilizada apenas como meio de troca de curtíssimo prazo, gradualmente perdendo sua função como unidade de conta e reserva de valor. O público, antecipando contínuas perdas de poder aquisitivo, buscava trocar seus marcos por bens reais ou moeda estrangeira no menor tempo possível, o que gerava uma aceleração endógena da velocidade da moeda e contribuía para a elevação ainda maior do nível de preços.

Para a estabilização do quadro, Hjalmar Schacht, recém nomeado ao cargo de Presidente do Reichsbank, rompeu com a interpretação dominante e reconheceu a natureza essencialmente monetária e fiscal da hiperinflação. A estabilização exigia, dentre seus principais fatores, o cessar da emissão descontrolada de moeda, o restabelecimento do equilíbrio orçamentário e reconstruir a confiança pública na política econômica e nas instituições governamentais. (Simonsen; Cysne, 2007, p. 598)

O novo diagnóstico reconhecia agora o papel das expectativas dos agentes econômicos como variável fundamental. A hiperinflação havia destruído o “poder simbólico” da moeda, entendido aqui como sua capacidade de coordenar comportamentos intertemporais sob confiança em seu valor futuro. O marco papel (Papiermark) era cada vez mais rejeitado e seu valor de face tornava-se irrelevante frente à certeza da desvalorização contínua. Por isso, apenas uma ruptura radical com o regime anterior — tanto no plano institucional quanto psicológico — poderia restabelecer algum grau de credibilidade. (Bresciani-Turroni, 2001)

A combinação entre uma mudança de diagnóstico e a definição clara de um novo regime institucional seria a base para o que viria a ser chamado de “milagre do Rentenmark”.

4.2.2 O milagre do Rentenmark

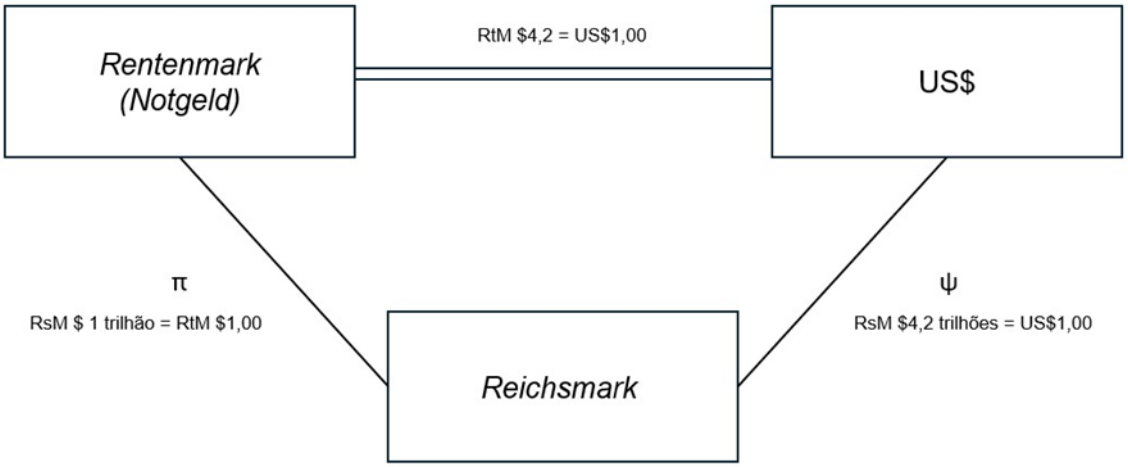
A introdução do Rentenmark, em 15 de novembro de 1923, marcou o ponto de inflexão decisivo no combate à hiperinflação alemã. Em meio ao colapso completo da moeda, da arrecadação fiscal e da confiança pública, o governo de Gustav Stresemann, com a assessoria técnica de Hjalmar Schacht, articulou uma mudança institucional e simbólica radical, ancorada na criação de uma nova unidade monetária e na reconstrução das expectativas públicas. Esse episódio, descrito por muitos autores como um “milagre”, foi na realidade o resultado de uma engenharia institucional cuidadosamente planejada, baseada em três pilares: (i) a introdução de uma moeda alternativa com emissão limitada e separada do Reichsbank; (ii) a aplicação simultânea de disciplina monetária e juros restritivos para quebrar a dinâmica especulativa; e (iii) a realização de um ajuste fiscal severo, que restaurou a solvência do Estado e quebrou a dependência da emissão.(Bresciani-Turroni, 2001)

O primeiro passo foi a criação do Rentenmark como nova unidade de conta, emitida pela Rentenbank — uma instituição recém-criada, juridicamente separada do Reichsbank, cuja credibilidade havia sido destruída pela hiperinflação. A escolha de uma entidade distinta não foi apenas administrativa, mas estratégica: ela visava sinalizar uma ruptura definitiva com o regime anterior de emissão monetária ilimitada. O Rentenmark foi introduzido sem curso forçado, sem conversibilidade em ouro e sem reserva metálica, mas com uma limitação de quantidade, correspondentes ao valor estimado de hipotecas sobre terras agrícolas, industriais e comerciais. Essas hipotecas funcionavam como um suposto lastro real, ainda que não líquido, para a nova moeda. A aceitação do Rentenmark, portanto, baseava-se menos em sua cobertura legal ou material e mais na expectativa social de que sua emissão seria controlada.

A credibilidade dessa moeda emergencial derivava também da fixação de uma taxa de câmbio simbólica, onde 1 dólar norte-americano equivaleria a 4,2 Rentenmarks, a mesma paridade do marco-ouro antes de 1914. Ainda que essa paridade não fosse efetivamente convertível, ela oferecia uma âncora nominal crível, servindo como novo referencial para salários, contratos e preços. O marco papel, mesmo antes de ser formalmente retirado de circulação, tornou-se

obsoleto do ponto de vista econômico. Os salários passaram a ser pagos em Rentenmarks, e os contratos passaram a ser renegociados na nova moeda, e a população, exausta do colapso, aderiu ao novo padrão monetário espontaneamente, sem necessidade de obrigação legal.

Diagrama 1: Relações de Ancoragem da Moeda Alemã



Fonte: Franco, 2017. p.561.

Conforme descrito em “A Moeda e a Lei”, de Gustavo Franco, o funcionamento técnico do Rentenmark pode ser ilustrado pelo diagrama acima, que representa a triangulação cambial entre o Rentenmark (Notgeld), o Reichsmark (a moeda colapsada) e o dólar americano (símbolo de estabilidade). O nó superior esquerdo representa o Rentenmark, que foi introduzido com uma paridade simbólica fixa de RM 4,2 por 1 USD, embora sem conversibilidade. Abaixo, vemos que a paridade entre o Reichsmark e o Rentenmark estabelecida na prática como 1 Rentenmark = 1 trilhão de Reichsmarks, refletindo a hiperinflação acumulada até novembro de 1923. O nó direito representa o dólar como uma âncora monetária que objetivava ser um referencial externo de estabilidade. (Franco, 2017)

Essa triangulação demonstra que o Rentenmark serviu como uma “ponte” entre o marco colapsado e um novo regime monetário, pois estabelecia uma equivalência simbólica com o dólar e uma conversão prática com o marco antigo, restabelecendo uma ordem de preços e expectativas dos agentes. O Notgeld emergencial, embora tecnicamente fiduciário e sem lastro conversível, manteve

sua estabilidade por ser emitido com limite fixo e por ter seu valor referenciado a ativos reais (hipotecas) e à antiga paridade ouro-dólar. A linha central no diagrama representa essa estabilidade direta com o dólar; já a linha inferior entre Reichsmark e Rentenmark representa a conversão de transição, com a inflação capturada (π); e a linha entre Reichsmark e dólar representa a taxa de câmbio explosivamente desvalorizada no mercado livre(ψ)

O segundo componente da estabilização foi a contenção estrita da base monetária e a atuação agressiva da política de juros. Desde o início do processo, ficou claro que a interrupção da hiperinflação dependeria também de um controle na emissão de Papiermarks. Com a criação do Rentenmark e o encerramento das operações de financiamento do Reichsbank ao Tesouro, a base primária foi rigidamente congelada. Ao mesmo tempo, o banco central elevou as taxas de redesconto a níveis extremamente altos, superiores a 90% ao mês em novembro de 1923, de modo a desestimular qualquer forma de arbitragem ou aceleração monetária via sistema bancário. A taxa de redesconto, ao tornar o crédito caro, reduzia o multiplicador monetário e restringia a criação secundária de moeda, complementando o controle direto sobre a base. A inflexibilidade das políticas do Reichsbank é destacada por Schacht:

> “Diante dessa tempestade, o Reichsbank permaneceu firme e inabalável como uma rocha. Por semanas e até meses, não houve um desvio de sequer um centímetro da linha de restrição de crédito que havíamos traçado, até que o sucesso desejado fosse alcançado.” (Schacht, 1927, p157).[8]

A coordenação dessas políticas gerou o efeito psicológico desejado, pois, a população, que até então se desfazia da moeda assim que a recebia, passou a conservar Rentenmarks por períodos mais longos, reduzindo abruptamente a velocidade de circulação. A confiança restaurada na moeda reabilitou sua função como reserva de valor, e a hiperinflação perdeu seu principal motor inercial.

O terceiro e mais estrutural pilar da estabilização foi a reconstrução do equilíbrio fiscal. A hiperinflação alemã, como já discutido, tinha raízes

---

[8] Traduzido do original em inglês: "In the face of this storm the Reichsbank stood firm and unshaken as a rock. For weeks and even months there was no departure by so much as a centimetre from the line of credit restriction which we had laid down, until the desired success was attained." (Schacht, 1927, p157)

fundamentalmente fiscais, dada a deficiência na arrecadação e no controle do orçamento, que eram compensados pela expansão monetária.

Para garantir o equilíbrio orçamentário, o governo promoveu uma série de cortes de gastos, e foram também introduzidos impostos extraordinários, direcionados ao capital e à renda dos estratos mais favorecidos, com o objetivo de redistribuir o ônus da estabilização e recuperar parte da capacidade fiscal do Estado. A separação institucional entre o Tesouro e o Rentenbank foi mantida de forma estrita, evitando qualquer possibilidade de retorno ao financiamento inflacionário.

Esse conjunto de medidas corresponde ao tripé identificado por Simonsen e Cysne como condição mínima para estabilizações bem-sucedidas: interrupção da emissão, ajuste fiscal crível e criação de uma âncora nominal confiável. A Alemanha de 1923 realizou essas três tarefas em sequência rápida e coerente, em um esforço de reconstrução institucional apoiado pela credibilidade da equipe técnica e pela adesão espontânea da população a uma nova narrativa monetária. As expectativas dos agentes foram novamente ancoradas, sem o uso de ouro. (Simonsen; Cysne, 2007)

Essas transformações, no entanto, não encerraram imediatamente a crise. A economia alemã continuava fragilizada, e os primeiros meses da estabilização foram marcados por tensões nos mercados cambiais e dificuldades políticas. Em particular, o mercado livre de câmbio ainda apresentava volatilidade, o que exigiu intervenções diretas por parte de Schacht. Entre novembro e dezembro de 1923, o Reichsbank chegou a adotar taxas de juros diárias de até 10% ao dia, com médias de 3% ao dia, justamente para coibir ataques especulativos e evitar uma nova rodada de desvalorização. (Simonsen; Cysne, 2007, p. 599)

Ainda assim, a credibilidade conquistada pela nova moeda gerou um rápido efeito de coordenação. Já em meados de dezembro de 1923, a taxa de câmbio no mercado livre convergiu para a taxa oficial de 4,2 Rentenmarks por dólar, indicando que a confiança havia sido restaurada e de que o regime de expectativas havia sido alterado. A estabilização da taxa de câmbio se consolidou finalmente como âncora nominal da economia, conforme planejado,

permitindo a retomada de contratos de longo prazo e o início da recuperação da atividade industrial.

O sucesso da reforma monetária também provocou um efeito fiscal positivo, com o expressivo aumento na arrecadação real. A velocidade-renda da moeda diminuiu, e a demanda por saldos monetários reais aumentou drasticamente, fenômeno identificado por Bresciani-Turroni como uma reversão da “fuga da moeda” e foi essencial para o restabelecimento do equilíbrio macroeconômico. Esse conjunto de fatores criou as condições para a substituição do Rentenmark pelo Reichsmark, formalmente introduzido apenas em agosto de 1924, como veremos na seção seguinte.

4.2.3 O fim da hiperinflação

A introdução do Rentenmark interrompeu a espiral hiperinflacionária que se consolidava na Alemanha desde o final da Primeira Guerra Mundial. No entanto, apesar da imediata restauração da confiança e da estabilização nominal dos preços, a nova moeda não foi concebida para ser permanente. A ausência de conversibilidade em ouro, seu caráter legal provisório e a limitação institucional de sua emissão tornavam o Rentenmark um instrumento transitório. Sua função era romper com o regime hiperinflacionário e criar as condições políticas e econômicas para a consolidação de uma nova estrutura monetária estável e duradoura. Esse processo culminaria, em meados de 1924, na introdução formal do Reichsmark e na reorganização do sistema bancário central.

A reforma do Reichsbank foi peça central na institucionalização da estabilidade. Após anos operando como instrumento do Tesouro, emitindo moeda em escala crescente para financiar déficits fiscais e passivos de guerra, o banco central foi reestruturado com um novo estatuto, assegurando-lhe maior autonomia e restringindo sua atuação ao controle monetário estrito. O novo marco legal vedava o financiamento direto ao governo e condicionava a emissão de moeda à manutenção da estabilidade de preços. Em agosto de 1924, o Reichsmark foi introduzido como nova moeda oficial, substituindo tanto o

Rentenmark quanto o Papiermark. A taxa de conversão adotada manteve a âncora simbólica já existente de 1 dólar igual a 4,2 Reichsmarks, replicando a paridade do Rentenmark e restaurando o valor de referência do antigo marco-ouro. Com isso, completava-se a transição de uma moeda emergencial para uma moeda nacional plena, com respaldo institucional e aceitação jurídica.

Do ponto de vista macroeconômico, a estabilização não implicou uma reversão abrupta da atividade. Houve, evidentemente, um período de contração fiscal e monetária, reflexo do corte de emissões, da elevação dos juros e da austeridade orçamentária. No entanto, a restauração da previsibilidade permitiu a retomada de investimentos, o restabelecimento de relações comerciais internas e externas e a reorganização do sistema produtivo. O efeito deflacionário foi limitado e temporário, especialmente em comparação com estabilizações posteriores baseadas em choques abruptos de demanda. (Bresciani-Turroni, 2001)

O último componente da consolidação do novo regime foi de natureza internacional. Com esforços liderados por Hjalmar Schacht, o Plano Dawes, aprovado em 1924 com apoio das potências ocidentais, redefiniu o cronograma de pagamentos das reparações de guerra e facilitou a entrada de capitais estrangeiros na Alemanha. Ao reduzir a pressão externa sobre o orçamento e o balanço de pagamentos, o plano aumentou a margem de manobra do governo e reforçou a credibilidade do novo regime monetário. O afluxo de capitais, em sua maioria americanos, viabilizou o financiamento de investimentos, a estabilização do câmbio e a recomposição parcial das reservas. Embora o Plano Dawes não tenha sido a causa da estabilização e não tenha logrado o êxito esperado por Schacht, a renegociação das reparações foram importantes para sustentar a estabilidade no médio prazo. (Schacht, 1999)

> "Mas a necessidade de crédito da indústria só podia ser satisfeita de forma imperfeita pelo capital disponível na Alemanha. Após a aceitação final do Plano Dawes, grandes créditos estrangeiros foram concedidos às empresas alemãs." (Bresciani-Turroni, 2001, p. 385).[9]

---

[9] Traduzido do original em inglês: “But industry's need for credit could be satisfied only imperfectly by the available capital in Germany. After the final acceptance of the Dawes Plan large foreign credits were granted to German business.” (Bresciani-Turroni, 2001, p. 385)

Ao final de 1924, era possível considerar a hiperinflação alemã superada institucionalmente. O país voltava a operar com uma moeda funcional, um banco central com autonomia técnica e um orçamento público razoavelmente equilibrado, apesar da continuidade de muitas ineficiências estatais e do pagamento de reparações. A experiência alemã foi um exemplo para estabilizações monetárias posteriores, não apenas pela eficácia, mas pela velocidade em que a estrutura monetária atingiu níveis aceitáveis de normalidade. E, seus resultados, atingidos através de um conjunto coerente de ações técnicas, fiscais e simbólicas que criaram um ponto de coordenação de expectativas e romperam com a desordem anterior.

4.3 O Plano Real (1994)

O prolongado ciclo inflacionário brasileiro, atravessado por sucessivas tentativas de estabilização fracassadas, revelou que o problema não se limitava a choques conjunturais, mas se encontrava enraizado na própria estrutura institucional da economia. O descrédito acumulado pela população diante de medidas transitórias evidenciava que qualquer proposta de estabilização exigiria, antes de tudo, um diagnóstico sólido, capaz de identificar a natureza específica do regime inflacionário brasileiro.

Foi nesse contexto que amadureceu a formulação do Plano Real, resultado do acúmulo de experiências e do aprendizado diante dos sucessivos fracassos de estabilização. A compreensão de que a inflação brasileira se caracterizava por sua natureza inercial, enraizada em expectativas cristalizadas e em um sistema fiscal permanentemente desequilibrado, tornou-se o ponto de partida para uma análise mais precisa do fenômeno. O diagnóstico deixou de ser uma etapa meramente preliminar e assumiu papel central, pois dele dependia a possibilidade de construir a credibilidade necessária para qualquer programa de estabilização.

4.3.1 Diagnóstico

O diagnóstico formulado pela equipe responsável pelo Plano Real representou uma inflexão teórica e metodológica em relação às tentativas de estabilização anteriores. Conforme já avaliado na seção sobre a hiperinflação brasileira, nos planos heterodoxos, como o Cruzado (1986), o Collor (1990) e os breves ensaios do Plano Bresser (1987) e Verão (1989), o diagnóstico do problema inflacionário vinha de um entendimento predominantemente monetário ou administrativista da inflação, que viam o fundamento da inflação inercial puramente na indexação. Aliado a isso, era mitigada, muitas vezes, a relevância dos efeitos inflacionários do déficit público. A nova proposta, liderada por Fernando Henrique Cardoso, Edmar Bacha, André Lara Resende, Gustavo Franco e Pérsio Arida ancorava-se numa leitura estrutural e institucional do regime inflacionário brasileiro que revisou fatores outrora ignorados.

Esse novo diagnóstico concentrava-se em três frentes: (i) a natureza do desequilíbrio fiscal, (ii) o comportamento da política monetária e (iii) a relação entre preços e contratos. Em primeiro lugar, os economistas do Plano Real observaram que o problema fiscal brasileiro era estrutural, e não conjuntural. Não se tratava apenas de déficits nominais elevados, mas da forma como o setor público se financiava e interagia com o sistema financeiro. O Tesouro Nacional dependia fortemente da emissão de títulos indexados à inflação ou à taxa de câmbio, o que incorporava automaticamente expectativas inflacionárias aos encargos da dívida pública. Esse mecanismo tornava o ajuste fiscal ainda mais difícil, pois cada aumento da inflação nominal elevava a correção dos papéis emitidos, aumentando o déficit e exigindo novos financiamentos. Como observado por Pastore (2021, p. 209), esse modelo criava um “imposto inflacionário” de grandes proporções, dificultando a consolidação fiscal e aprofundando a rigidez do sistema.

A segunda dimensão crítica era o comportamento da política monetária, que funcionava de maneira passiva diante da dinâmica inflacionária. O Banco Central não dispunha de autonomia formal nem operacional e, na prática, subordinava sua atuação a objetivos fiscais, cambiais ou políticos. Isso resultava em uma política monetária incapaz de reagir com efetividade à aceleração dos

preços. Em um ambiente de indexação e expectativas adaptativas, a tentativa de controle por agregados monetários era ineficaz, dado que a demanda por moeda era instável e altamente sensível à desconfiança.

O terceiro eixo do diagnóstico envolvia o reconhecimento da rigidez contratual como componente estrutural da inflação brasileira. A generalização da indexação tornava os contratos insensíveis à política econômica. Os reajustes automáticos de preços e salários com base em índices passados criavam um sistema fechado, no qual a inflação passada se projetava automaticamente no futuro. Esse mecanismo impedia a dissipação dos choques e perpetuava um regime de inércia. Os formuladores do Real compreenderam que, sem enfrentar essa estrutura, qualquer tentativa de estabilização estaria condenada ao fracasso. O congelamento de preços, como no Plano Cruzado, apenas adiou o problema, sem desmontar sua base institucional.

O desafio, portanto, era construir uma transição crível entre o regime de indexação e um novo regime de estabilidade de preços, rompendo o circuito da inflação inercial sem desorganizar a economia. Esse conjunto de observações levou à principal inovação do diagnóstico do Plano Real: para além da necessidade de quebra da indexação, havia a necessidade de criar uma âncora nominal explícita, que substituísse a tentativa recorrente de controle por meio de congelamentos. Como apontado por Pastore em "*Erros do Passado, Soluções Para o Futuro*":

> "os autores do Plano Real […] tomaram a decisão de criar não apenas uma âncora nominal, mas sim duas — a cambial e a monetária" (Pastore, 2021, p. 83)

Dessa forma, evitando a fragmentação de objetivos e reconhecendo a fragilidade institucional do arranjo monetário na situação em que se encontrava. A mudança de regime implicava reposicionar a política monetária como centro da estratégia de estabilização, abandonando a passividade que caracterizara os planos anteriores. A inflação não era vista apenas como fenômeno monetário, mas como expressão de um arranjo institucional disfuncional, cuja superação exigia coerência entre política fiscal, política monetária e sistema contratual.

Na próxima seção, será tratada a forma com a qual esse diagnóstico se materializou na criação da Unidade Real de Valor (URV), concebida como uma

ponte institucional entre o sistema indexado e um novo regime de preços estáveis, coordenando as expectativas e reconstituindo a confiança monetária sem recorrer a choques ou congelamentos abruptos.

4.3.2 A Magia da URV

Diferentemente dos congelamentos abruptos ou das medidas de choque adotadas nos planos anteriores, a Unidade Real de Valor (URV), principal inovação técnica e institucional do Plano Real, introduziu uma mudança de regime por dentro do próprio sistema de indexação. Em vez de atacar frontalmente a estrutura contratual, o plano introduziu uma nova unidade de conta, inicialmente apenas escritural, que passou a servir como referência para a formação de preços, salários e tributos. Na prática, foi criada uma dualidade monetária funcional, onde o cruzeiro real manteve sua função como moeda de pagamento, enquanto a URV se estabeleceu como uma unidade de conta. Essa separação estratégica permitiu que os valores fossem expressos em um padrão de referência estável, rompendo a ligação com a memória inflacionária e a desconfiança acumulada no passado.

Como detalhado pelos próprios formuladores do plano, a URV era uma moeda virtual, que não circulava fisicamente, mas organizava os preços da economia de forma não inflacionária. A ideia central era que, em um ambiente de alta inflação, os agentes econômicos ajustavam seus preços e contratos com base na inflação passada, gerando uma grave "inércia inflacionária", que se autoperpetuava. A URV visava quebrar esse ciclo ao fornecer uma referência estável, desvinculada da desvalorização diária da moeda.

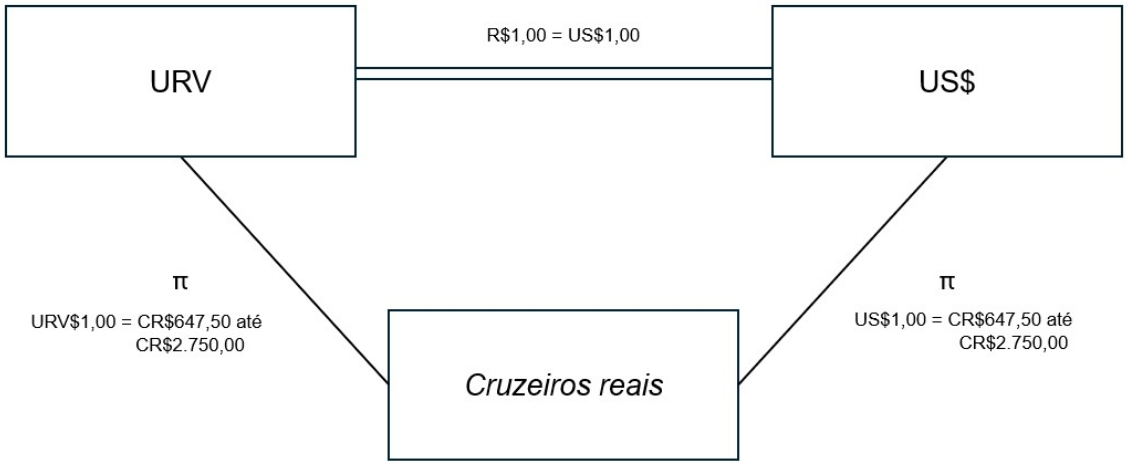
A URV foi implantada a partir de 1º de março de 1994, após um período preparatório que envolveu um ajuste fiscal preliminar, especialmente por meio do Fundo Social de Emergência (FSE), e intensa articulação política. Durante três meses, entre março e junho de 1994, os preços foram progressivamente convertidos para URV. A cotação da URV era corrigida diariamente com base na

inflação acumulada, medida por índices de preços (IGP-M, IPCA-E e IPC-Fipe). O valor inicial da URV, em 1º de março de 1994, era de CR$ 647,50 (Cruzeiros Reais). A URV permitiu manter os contratos indexados e preservar os preços relativos, mas retirando deles a função monetária, o que foi o elemento inovador do plano.

A conversão dos contratos para URV foi um processo meticuloso. Os salários, por exemplo, foram convertidos pela média dos valores reais obtidos nos quatro meses anteriores, e não pelo valor de pico, como se fazia nos reajustes passados. Essa metodologia visava garantir uma "neutralidade distributiva", evitando que a desindexação resultasse em ganhos ou perdas reais significativas para qualquer categoria e, consequentemente, em novas pressões inflacionárias. Para as demais obrigações contratuais, ficou estabelecido que, em 1º de julho de 1994, todas deveriam estar expressas na nova unidade de conta. O voluntarismo na adesão à “urvização” dos contratos reforçava a ideia de que o Plano Real respeitava os mecanismos de mercado, evitando Tablitas e outras formas de intervenção do passado.

A permanência da URV como unidade de conta, sem função circulante, por cerca de quatro meses, pode ser explicada metaforicamente como uma aplicação da Lei de Gresham. Ao manter a “moeda boa” (a URV) fora da circulação monetária, evitava-se sua expulsão pela “moeda ruim” (o cruzeiro real), que ainda era utilizada nos pagamentos. A lei operava, aqui, no plano da unidade de conta, era que a URV, por ser mais estável, passou a ser preferida como referência de valor, em detrimento do cruzeiro real, cuja função foi restrita à liquidação nominal. Essa separação deliberada permitia que a URV, por seus próprios méritos, conquistasse gradualmente a posição dominante como referência de valor na economia. A estratégia não apenas impediu conflitos operacionais ou problemas logísticos de conversão imediata, como também facilitou a transição das expectativas inflacionárias, com os agentes econômicos formando preços e contratos na nova unidade estável, enquanto a antiga moeda continuava sendo usada apenas para transações. O resultado foi uma coordenação suave e eficaz da desindexação, sustentada por incentivos e não por coerção administrativa. (Franco, 2017)

Diagrama 2: Relação entre a URV, o Dólar e o Cruzeiro Real



Fonte: Franco, 2017. p.579.

O Diagrama 2 reflete a dinâmica de transição monetária do Plano Real. A URV, em paridade com o Dólar, servia como uma âncora nominal estável, enquanto o Cruzeiro Real, sujeito à inflação (π) (esta, capturada pelos reajustes, de forma que não se transferia à URV), era a moeda de curso legal para transações. A URV atuava como uma unidade de conta que permitia a correção diária do Cruzeiro Real, balizando as expectativas e a formação de preços em um ambiente de alta volatilidade. A seta que conecta "Cruzeiros Reais" à URV e ao Dólar representa a cotação diária do Cruzeiro Real em relação à URV e, indiretamente, ao Dólar, com a intervenção do Banco Central no mercado de câmbio para sinalizar os pontos de valor e a eventual venda de dólares, como parte da estratégia de estabilização. A desvalorização contínua do Cruzeiro Real em relação à URV era uma forma de internalizar a inflação passada e preparar a economia para a nova moeda. (Franco, 2017).

A lógica da URV foi a de substituir o padrão inflacionário herdado, sedimentado em anos de indexação, desconfiança e choques, por uma nova arquitetura de preços que pudesse operar com taxas de inflação compatíveis com uma economia monetária moderna. A experiência brasileira com a URV se diferenciou de outras tentativas de estabilização, como a húngara em 1945-46, que, ao introduzir uma moeda indexada, resultou na maior hiperinflação da história. O Brasil, ao contrário, com a criação de uma moeda “virtual”, evitou a fuga da "moeda velha" para a "nova" e, com isso, a possível contaminação inflacionária.

Em 1º de julho de 1994, a URV foi convertida na nova moeda nacional, o Real. O valor de conversão foi de CR$ 2.750,00 (Cruzeiros Reais) para R$ 1,00 (Real). Essa transição marcou o fim da função monetária do Cruzeiro Real e o início de um novo regime, com o Real assumindo as funções de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. O sucesso do Plano Real, em grande parte, foi atribuído à capacidade da URV de criar uma referência de preços sem desorganizar a estrutura contratual da economia. A transição foi concluída sem choques, sem congelamentos e com um grau de previsibilidade inédito na história das estabilizações brasileiras.

4.3.3 A Estabilização da Moeda Brasileira

A introdução do real em julho de 1994 consolidou a nova unidade monetária brasileira, mas não encerrou o processo de estabilização. Romper com a inflação inercial por meio da URV foi apenas o primeiro passo. A preservação da estabilidade exigiu a montagem de um novo arranjo institucional, capaz de sustentar a moeda em um ambiente ainda marcado por fragilidades fiscais, incerteza cambial e baixa credibilidade acumulada. O desafio, a partir daquele ponto, passou a ser dar consistência operacional ao novo regime, integrando política fiscal, monetária e cambial em um sistema coerente de expectativas.

A arquitetura inicial de estabilização apoiava-se em uma paridade administrada com o dólar, por meio de um sistema de bandas cambiais. Essa configuração visava assegurar previsibilidade nominal em um contexto de fragilidade das ancoragens internas de confiança. O Banco Central operava dentro de margens predefinidas, atuando diretamente no mercado cambial para preservar a cotação da moeda. Essa estratégia, embora funcional em um primeiro momento, apresentava fragilidades estruturais. A valorização do real reduzia pressões inflacionárias de curto prazo, mas comprometia a competitividade externa e aprofundava o desequilíbrio nas contas correntes. A liberalização financeira dos anos anteriores amplificava os efeitos dessas

distorções, ao facilitar a mobilidade de capitais e tornar o sistema vulnerável a choques externos.

O agravamento das tensões no balanço de pagamentos, intensificadas por eventos como a crise asiática (1997) e a moratória russa (1998), impôs limites operacionais ao regime de bandas. Em janeiro de 1999, após ataques especulativos prolongados e significativa perda de reservas internacionais, o Banco Central abandonou a política de paridade e instituiu o regime de câmbio flutuante. Essa decisão implicou o fim de um dos pilares da estabilização inicial e exigiu uma reconfiguração dos instrumentos de política monetária.

Nesse novo contexto, a política de juros assumiu papel central na ancoragem das expectativas inflacionárias. Em junho de 1999, o governo estabeleceu formalmente o regime de metas de inflação, atribuindo ao Banco Central a responsabilidade operacional de manter a variação dos preços dentro de intervalos predefinidos pelo Conselho Monetário Nacional. A política monetária passou a ser conduzida com base em metas explícitas, projeções técnicas e instrumentos transparentes de comunicação com o mercado. A taxa básica de juros tornou-se o principal mecanismo de ajuste diante de desvios de inflação esperada em relação à meta estabelecida.

A transição ao novo regime monetário foi acompanhada por uma reorganização da política fiscal. A adoção de metas de superávit primário, complementada pela promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000, procurou mitigar a dominância fiscal sobre a política monetária e reforçar a credibilidade do Estado como garantidor da estabilidade. A sustentabilidade da dívida pública tornou-se critério operacional para a definição dos parâmetros fiscais, e os instrumentos de financiamento inflacionário do déficit foram progressivamente desativados.

Esse arranjo institucional consolidou o que passou a ser conhecido como tripé macroeconômico brasileiro: (i) metas de inflação, (ii) câmbio flutuante e (iii) responsabilidade fiscal. A política de metas de inflação organizava o horizonte intertemporal das decisões econômicas e fornecia parâmetros explícitos para a ação do Banco Central. O câmbio flutuante, por sua vez, funcionava como mecanismo de absorção de choques externos, desonerando a política monetária da tarefa de manter artificialmente a paridade cambial. A disciplina fiscal, por fim,

operava como base de sustentação do regime, ao limitar a necessidade de financiamento monetário do déficit e preservar a autonomia operacional da autoridade monetária.

A eficácia desse arranjo decorreu da coerência técnica entre seus componentes. A política monetária, ao operar com metas críveis e mecanismos de resposta previsíveis, ganhou capacidade de ancorar expectativas mesmo em períodos de volatilidade. A política fiscal, ao reduzir o risco de dominância, reforçava a viabilidade da estabilização sem recorrer a instrumentos de compressão forçada da demanda. O câmbio flutuante, ao evitar pressões excessivas sobre as reservas internacionais, conferia maior autonomia ao ajuste interno. Com isso, o real passou a ser não apenas um novo signo monetário, mas o núcleo de um regime macroeconômico dotado de instrumentos compatíveis com a estabilidade de preços, a solvência fiscal e a resiliência externa.

4.4 Fundamentos das Estabilizações: lições da história econômica

As estabilizações monetárias bem-sucedidas na história econômica, especialmente aquelas que puseram fim a regimes de hiperinflação ou de alta inflação persistente, representaram rupturas institucionais e de expectativas. A principal lição de experiências como a alemã no pós-Primeira Guerra Mundial reside na compreensão de que a inflação, em estágios avançados, é um fenômeno de natureza monetária que mina o papel fundamental da moeda como unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. A falência da moeda, ou "a morte do dinheiro" como expressa Adam Fergusson, é o fator principal que diferencia uma inflação comum de uma hiperinflação, pela crise geral de confiança na capacidade do Estado de fornecer um papel moeda e de manter a validade de suas propriedades. (Bresciani-Turroni, 1989)

A teoria quantitativa da moeda, descrita por MV=PY (sendo *M* o estoque de moeda, *V* a velocidade de circulação, *P* o nível de preços e *Y* o produto real), oferece uma estrutura analítica importante para entender a escalada inflacionária, mas as estabilizações demonstram que o problema é mais complexo que a simples gestão dos agregados monetários. Em regimes de alta inflação, a velocidade de circulação (V) torna-se endógena e explosiva, reagindo à perda de confiança na moeda. Os agentes econômicos, antecipando a desvalorização futura, se desfazem da moeda o mais rápido possível, acelerando o ciclo inflacionário.

As estabilizações monetárias eficazes, como a do marco alemão em 1923 e o Plano Real em 1994, foram erguidas sobre um tripé de fundamentos que se tornaram lições perenes para a política econômica. O primeiro, a interrupção da dominância fiscal. O encerramento do financiamento do déficit público pela autoridade monetária é uma condição necessária, mas não suficiente. A estabilização só se mostrou possível quando a autoridade monetária recuperou sua autonomia e credibilidade, ancorando as expectativas. Na Alemanha, isso foi alcançado com a criação do Rentenmark, uma nova moeda cuja emissão era restrita e separada do Reichsbank. No Brasil, o Plano Real rompeu com essa dominância ao introduzir a URV, que estabilizou as expectativas antes de a política fiscal ser completamente ajustada, mas o sucesso de longo prazo dependeu da posterior disciplina fiscal e da criação da Lei de Responsabilidade Fiscal, que assegurou o financiamento não-inflacionário do setor público.

O segundo fator, a reconstrução da credibilidade através de uma âncora nominal. No caos inflacionário, os preços perdem seu valor informativo, e a economia opera sem um padrão de valor confiável. A introdução de uma nova moeda, mesmo sem lastro em ouro, mas com emissão rigidamente controlada e uma paridade simbólica, como no caso do Rentenmark (que tinha sua emissão limitada a hipotecas sobre ativos reais), funciona como um novo ponto focal para a formação das expectativas. O caso brasileiro é ainda mais sofisticado, pois a URV (Unidade Real de Valor) agiu como uma âncora nominal virtual, permitindo a desindexação dos choques de preços passados antes da moeda real ser formalmente introduzida. Como aponta Gustavo Franco, a URV era uma "moeda de valor estável" que coexistiu com a moeda de pagamento inflacionária (o Cruzeiro Real), demonstrando que a âncora nominal pode ser tanto uma nova

moeda quanto uma unidade de conta temporária, desde que seja capaz de coordenar as expectativas de maneira eficaz. (Franco, 2017; Pastore, 2021)

Por fim, o terceiro fator, foi a coordenação das expectativas através do reavivamento da confiança na moeda. O sucesso de uma estabilização depende da capacidade das autoridades em convencer o público de que a mudança de regime é séria e permanente. Isso requer não apenas medidas técnicas, mas um forte compromisso político e uma ruptura simbólica com o passado. As memórias de Hjalmar Schacht e os relatos dos formuladores do Plano Real concordam que a credibilidade da liderança política e técnica foi tão importante quanto a mecânica da reforma. Schacht, por exemplo, destaca em suas memórias que o Banco Central se manteve "firme e inabalável como uma rocha" na linha de restrição de crédito (Schacht, 1927, p. 157), um sinal inequívoco de que a política de financiamento inflacionário havia terminado. No caso brasileiro, a transição da URV para o Real foi conduzida com disciplina operacional e austeridade cambial que se manteve por anos seguintes. O Banco Central sustentou a paridade com o dólar por meio de intervenções coordenadas e evitou medidas artificiais de curto prazo, o que reforçou a percepção de compromisso, juntamente com a capacidade de gerar essa adesão social, fatores críticos para a consolidação da estabilidade.

A história econômica, por conseguinte, nos ensina que a inflação é uma doença institucional que corrói os alicerces do sistema de preços e da confiança na capacidade de gestão do Estado. As estabilizações bem-sucedidas são aquelas que não se limitam a combater os sintomas (como os preços), mas que atacam a causa-raiz (o desequilíbrio fiscal) e restauram a credibilidade da moeda como uma instituição fundamental para a organização econômica e social. Ambas as experiências demonstram, como já descrito, que a estabilização é fundamentalmente um problema de credibilidade e coordenação de expectativas. A formulação de um diagnóstico fundamentado em evidências e dados históricos é o primeiro passo para superar o problema. A primazia da causa fiscal e monetária precisou ser reconhecida para que Hjalmar Schacht na Alemanha e a equipe do Plano Real no Brasil pudessem conceber estratégias eficazes. Embora distintas em sua mecânica (Rentenmark vs. URV), a criação de âncoras nominais e a reorganização das instituições monetárias

compartilhavam o objetivo de restaurar a confiança na moeda e reconstruir o sistema de preços.

Além disso, um ponto de conexão fundamental entre esses casos é a forma como a estabilização foi feita rapidamente, aliando uma ruptura institucional à tomada de medidas econômicas que, apesar de gerarem efeitos negativos no curto prazo, resultaram em uma retomada acelerada da atividade. Tanto na Alemanha de 1923 quanto no Brasil de 1994, a interrupção da hiperinflação foi abrupta. Por mais que houvesse impactos inevitáveis no curto prazo, como uma breve recessão e um aumento do desemprego decorrentes do repentino arrefecimento da atividade econômica, esses efeitos não foram tão destrutivos quanto a continuidade do regime inflacionário. A restauração da confiança e da previsibilidade permitiu que a economia iniciasse uma rápida retomada, com a reorganização dos mercados e o ressurgimento do investimento. O custo social de uma estabilização rápida mostrou-se, portanto, significativamente menor que o custo de uma hiperinflação prolongada, que destruía o tecido social e a capacidade produtiva de forma muito mais profunda.

5 Considerações Finais

O desenvolvimento dessa iniciação científica, que buscou analisar os fenômenos inflacionários da Alemanha (1918-1923) e do Brasil (1980-94), investigando suas causas, semelhanças e divergências na formação e nos processos de estabilização, demonstrou que a principal semelhança entre as crises reside em um diagnóstico equivocado que permitiu a monetização do déficit público, em um ciclo que se retroalimentava. Na Alemanha, a crença de que a inflação era um fenômeno cambial, e não monetário, legitimou a emissão de moeda para financiar gastos e reparações de guerra. No Brasil, a falha em reconhecer a influência do problema fiscal e no entendimento da composição dos fatores que criaram a inflação inercial, resultou em diversos planos de estabilização ineficazes. Em ambos os casos, a estabilização só foi possível após uma mudança de paradigma teórico e de compromisso político, e a falência da moeda como uma instituição econômica, caracterizada pela perda de suas funções básicas, foi o sintoma mais agudo dessa patologia.

O problema da corrosão do poder de compra dos agentes econômicos pela inflação continua sendo motivo de discussão pública e trabalho árduo pelas autoridades monetárias. Os avanços dessa área de estudo da ciência econômica têm fornecido instrumentos cada vez mais eficientes para a análise e diagnósticos, nas diferentes formas e intensidades que a doença inflacionária se apresenta. Mas, além do que pode ser tratado como ciência ou ordem matemática, é preciso considerar os choques causados pela instabilidade social e política que afetam a economia. Tais pressões, ao influenciarem as decisões sobre o controle da inflação, demonstram a natureza inerente de que a política monetária, que lida com o problema da inflação, é, em sua essência, um exercício de escolhas e concessões. Em última análise, revela-se que, nas palavras de Pérsio Arida, “A política monetária é, antes de tudo, política”.

Referências

BRESCIANI-TURRONI, Constantino. **Economia da Inflação**: O Fenômeno da Hiperinflação Alemã dos Anos 20. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1989. 232p.

BRESCIANI-TURRONI, Constantino. **The economics of inflation**: a study of currency depreciation in post-war Germany, 1914–1923. Translated by Millicent E. Sayers. Northampton, MA: Augustus M. Kelley Publishers, 2001. 464 p.

DEUTSCHES REICHSAMT. **Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland 1914 bis 1923. Berlin**: Verlag von Reimar Hobbing, 1925. p. 54.

FERGUSON, Adam. **When Money Dies**. New York: PublicAffairs, 2010. 269p.

FRANCO, Gustavo Henrique Barroso. **A moeda e a lei**: uma história monetária brasileira, 1933–2013. 2. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 2018. 848 p.

FRANCO, Gustavo Henrique Barroso. **O Plano Real e Outros Ensaios**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995. 358p.

GIAMBIAGI, Fabio; VILLELA, André; CASTRO, Lavinia Barros de; HERMANN, Jennifer. **Economia Brasileira Contemporânea**: 1945-2010. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. 271p.

KEYNES, John Maynard. **The Economic Consequences of The Peace**. Hamilton: McMaster University, 2002. 142 p.

LENZ, Sylvia. A hiperinflação alemã: uma releitura**. Revista Brasileira de História Econômica**, São Paulo, v. 9, n. 1, p. 11–28, 2010.

MILLER, David Hunter. **The Occupation of the Ruhr**. New Haven: The Yale Law Journal Company, Inc., 1924. 14p.

PASTORE, Affonso Celso. **Erros do Passado, Soluções Para o Futuro**: a Herança das Políticas Econômicas Brasileiras do Século XX. 1. ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2021. 336 p.

SANTOS, Mário Ferreira dos. **Curso de Economia Moderna** (Aula 1). 2023. Disponível em: https://archive.org/details/mario-ferreira-dos-santos-

cursos/M%C3%A1rio+Ferreira+dos+Santos/M%C3%A1rio+Ferreira+dos+Santos+-+Economia+Moderna/M%C3%A1rio+Ferreira+dos+Santos_+Economia+Moderna%2C+Aula+01.mp4. Acesso em: 6 ago. 2025.

SCHACHT, Hjalmar. **Setenta e Seis Anos de Minha Vida***: autobiografia*. São Paulo: Editora 34, 1999. 640 p.

SCHACHT, Hjalmar. **The Stabilization of the Mark**. London: George Allen & Unwin Ltd., 1927. 237p.

SIMONSEN, Mario Henrique. **Poupança e crescimento econômico**: o caso brasileiro. Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas, 1991.

SIMONSEN, Mario Henrique. **Textos escolhidos de Mário Henrique Simonsen**. Carlos Eduardo Sampaio Sardenberg; Sérgio Ribeiro da Costa Werlang; Verena Alberti (orgs.). Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002. 456 p.

SIMONSEN, Mario Henrique; CYSNE, Rubens Penha. **Macroeconomia**. São Paulo: Atlas, 2009. 731p.