

Franco, Gustavo H. B.

**Working Paper**

## O plano cruzado: diagnóstico, performance e perspectivas a 15 de novembro

Texto para discussão, No. 144

**Provided in Cooperation with:**

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

*Suggested Citation:* Franco, Gustavo H. B. (1986) : O plano cruzado: diagnóstico, performance e perspectivas a 15 de novembro, Texto para discussão, No. 144, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/186391>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC/RJ

Novembro 1986

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 144

O PLANO CRUZADO:  
DIAGNÓSTICO, PERFORMANCE E PERSPECTIVAS  
A 15 DE NOVEMBRO

GUSTAVO H.B. FRANCO

## 1-Introdução

Nas duas últimas décadas o esforço de pesquisa sobre processos inflacionários e políticas de estabilização na América Latina foi talvez tão extraordinário quanto a própria experiência histórica. As taxas de inflação nunca foram tão consistentemente altas e generalizadas nem mesmo considerando os padrões latino-americanos. Por outro lado os debates que cercaram as sucessivas frustrações coletadas em programas de estabilização "convencionais" ou "ortodoxos" parecia reeditar as discussões dos anos 1950-1960 em torno da ineficácia da estratégia de estabilização geralmente associada ao FMI. Essas motivações forneceram um estímulo bastante poderoso para o estudo de estratégias alternativas de estabilização. Esforços de início individuais circunscritos a contextos específicos foram ganhando projeção e generalidade nos últimos anos até que afinal terminaram por encontrar suas primeiras expressões práticas nos planos de estabilização implementados recentemente na Argentina, Peru e Brasil. Ao estudioso desses experimentos deve ser muito claro que as novas ideias que lhes servem de base estão longe de estarem devidamente amadurecidas : houve, na verdade, muito pouco tempo para planejamento e previsão, de modo que a administração dos programas tem contado com uma grande dose de improvisação. Mas de um modo ou de outro, um esforço de racionalização desses experimentos pode revelar **ex-post** uma lógica econômica não explícita ou não inteiramente clara aos executores dos programas. Por outro lado, a experiência tem enriquecido extraordinariamente as concepções originais : como em muitos outros casos de inovação em economia as ideias ora antecedem ora sucedem a sua própria aplicação.

É claro que a performance desses programas terá influência decisiva sobre o impacto das novas ideias : o sucesso do experimento especialmente se combinado a uma racionalização apropriada dos mecanismos econômicos envolvidos pode ter um efeito muito importante e muito duradouro sobre o nosso modo de pensar a problemática inflação/estabilização<sup>1</sup>. Este trabalho oferece um relato conciso da adoção e da performance do plano de estabilização aplicado no Brasil a partir de fevereiro de 1986 - o Plano Cruzado<sup>2</sup>. O propósito explícito é o de trazer a experiência brasileira a um público mais amplo, e nesse sentido, contribuir para esforços comparativos ou de generalização.

A inflação dos anos oitenta na América Latina está muito claramente associada aos desequilíbrios externos observadas a partir de 1973. Nesse sentido, observa-se uma sobreposição do problema de ajustamento externo ao problema de combate a inflação. A relação entre estes dois problemas e a natureza da solução brasileira para a problemática do ajustamento é discutida na seção 2. O ponto importante a ser destacado com relação ao esforço brasileiro de ajustamento é que ele tem início em 1974 através de um ambicioso programa de grandes investimentos . Nesse sentido procura-se argumentar que o aparente sucesso das políticas implementadas a partir de 1982 tem suas raízes nesses grandes programas e não propriamente em sua ênfase sobre os instrumentos convencionais de ajustamento, a saber desvalorizações cambiais e recessão.

---

<sup>1</sup> Talvez exatamente como no passado ocorreu com a CEPAL e as nossas atitudes com relação à industrialização e a divisão internacional do trabalho.

<sup>2</sup> A análise se restringe ao período anterior às eleições de 15 de novembro, após o que, segundo se sabe há algum tempo, serão implementadas correções drásticas nos rumos do plano. Nessas condições nossa proposta foi tão somente a de destilar as lições do experimento até o dia 15, lições estas que podem ser revistas em função do que nos será brindado após as eleições.

A seção 3 examina brevemente as circunstâncias políticas que ensejaram a opção brasileira pelo chamado "choque heterodoxo", e em seguida, nas seções 4 e 5, examinamos as premissas básicas que norteram a confecção do plano. A seção 4 sugere que a estabilização dependia basicamente de se eliminar a "memória" ou a "componente inercial" da inflação, o que por sua vez era associado a mecanismos de indexação e a problemas de coordenação decisória. Nesse sentido, o plano cruzado era concebido essencialmente como um amplo programa de desindexação simultâneo a um congelamento de preços. Na seção 5 resumimos brevemente o debate em torno do problema do tamanho do deficit fiscal no Brasil e sua importância para a geração da inflação e para o sucesso da estabilização. As duas seções seguintes ocupam-se da performance do plano propriamente dito. A seção 6 trata do processo de desindexação e da implementação do congelamento nos primeiros meses e a seção seguinte dos problemas que o plano passa a enfrentar a partir do segundo semestre de 1986 quando a economia se mostra excessivamente aquecida. A última seção oferece uma perspectiva de maior prazo para o plano e para a economia brasileira nos próximos anos.

## 2- O ajustamento externo :

Ajustamento e estabilização são geralmente tratados em conjunto, sendo que muito frequentemente dentro de um contexto onde se assume que ambos podem ser solucionados através do mesmo remédio, qual seja, políticas restritivas pelo lado da demanda. É claro que isto nem sempre é o caso, mas assim mesmo, os dois problemas são identificados porque se

entende que a origem da inflação seria o desequilíbrio externo, de modo que seria difícil pensar em estabilização sem ajustamento, ou que este seria, em alguma medida, uma condição necessária para aquela. O inverso, no entanto, não se verifica: a estabilização não é um ingrediente estritamente necessário para o ajustamento das contas externas. No caso brasileiro observa-se claramente que o ajustamento externo foi solucionado sem que disso resultasse em avanço algum no tocante a estabilização, muito ao contrário: de 1982 a 1984, quando o déficit em conta corrente passou de US\$16.4 bilhões, representando aproximadamente 5.7% do PIB para virtualmente zero (US\$44 milhões), a taxa de inflação passou de 99.7% para 223.8%. Ajustamento pode ser uma pré-condição, mas não só não é suficiente como, ao longo do processo, pode determinar um sensível agravamento do problema inflacionário.

Entender a natureza específica do ajustamento externo levado a efeito no Brasil é importante para que avalie corretamente os graus de liberdade hoje existentes no tocante ao problema da estabilização. O caráter do ajustamento brasileiro foi basicamente determinado a partir da estratégia de enfrentamento da "crise do petróleo" definida pelo segundo Plano Nacional de Desenvolvimento divulgado em 1974 pelo recém empossado governo do general Ernesto Geisel<sup>3</sup>. O segundo PND sintetizava preocupações com o problema externo e com o avanço do processo de industrialização: nesse sentido propunha um ambicioso programa de grandes projetos de investimento destinado a aprofundar o processo de substituição de

---

<sup>3</sup> O que se segue baseia-se em A. B. Castro e F. E. Pires de Souza "A Economia Brasileira em Marcha Forçada" Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1985 e J. C. Batista "Brazil's Second National Development Plan and its Growth-cum-Debt Strategy" Instituto de Economia Industrial - UFRJ Texto para Discussão nº 93 maio de 1986 .

importações em setores considerados "atrasados"<sup>4</sup>, como bens de capital e insumos básicos, assim como no tocante a energia e transportes<sup>5</sup>. Tratava-se, portanto, de combinar um passo adiante no processo de industrialização do país com as modificações na estrutura produtiva consideradas necessárias em função do desequilíbrio externo. A estratégia vinha de encontro às soluções convencionais para problemas de ajustamento pois preconizava basicamente altos níveis de investimento direcionados para a substituição de importações, além de trazer aumentos bastante significativos na participação do estado na formação bruta de capital fixo (de cerca de 30% no começo da década de 1970 para 65.5% em 1979) e de ter implicações fiscais claramente expansionistas. Havia decerto uma racionalidade econômica subjacente, pois afinal as realocações de recursos internos que constituem a essência do processo de ajustamento são produzidas por investimento e não por austeridade. Mas isto sequer era considerado pelos autores do plano : as origens da estratégia podem mais seguramente ser associadas à megalomania militar<sup>6</sup>.

Retórica aparte, os programas foram cumpridos e seus resultados, principalmente se avaliados em bases setoriais, foram extraordinários . A Tabela 1 mostra a evolução do processo de substituição de importações em alguns insumos básicos bem como para bens de capital. Note-se que reduções bastante significativas nos coeficientes de importação já podiam ser observadas em 1978 e em 1981, antes, portanto, das políticas de

---

<sup>4</sup> O mais correto seria dizer atrasados com relação a setores como os de bens de consumo durável, que haviam, por assim dizer, liderado o processo de industrialização em suas etapas anteriores.

<sup>5</sup> Dentre os quais podemos destacar setores como cimento, metais não ferrosos, siderurgia, papel e celulose, e alternativas energéticas, incluindo hidroelétricidade, utilização de álcool carburante na frota automotiva e prospecção de petróleo .

<sup>6</sup> Veja-se A. B. Castro e F. E. Pires de Souza "A Economia..." op.cit. pp.44-46 e sua discussão sobre C. Lessa "A Estratégia de Desenvolvimento 1974-1976.Sonho e Fracasso" Tese apresentada a UFRJ, 1978.

ajustamento mais convencionais, desvalorizações e recessão, determinadas pelo colapso mexicano em 1982. O impacto deste processo em termos dos gastos totais com importações é claramente perceptível : tomando 1974 como ano base, as importações em termos de dólares constantes caíram 15.4% até 1978, aumentaram 27.9% em 1979/80 em função dos preços do petróleo, e partir daí caíram 31.4% até 1982 e daí até 1985 caíram mais 34.6%. Para o período todo, isto é, de 1974 para 1985, as importações em termos de dólares constantes caíram 46.1%. Em termos de volume importava-se em 1982 apenas 10.5% a mais do que em 1974 e em 1985 8.9% a menos. As economias com importações parecem ainda mais vultosas a partir de 1982 , o que, sem dúvida, não pode ser desligado da desvalorização observada na taxa de câmbio real e da recessão. Contudo, tem sido observado que uma parte muito significativa das substituições de importações definidas pelo segundo PND estava relacionada com projetos de investimento cuja maturação viria a coincidir com os primeiros anos da década de 1980. Existem cálculos para os ganhos de divisas associados a estes projetos cujos resultados são extraordinários : tomando 1979-80 como anos base, estimam-se ganhos da ordem de US\$2.7 bilhões para 1981 e US\$3.7 bilhões, US\$4.8 bilhões e US\$7.4 bilhões para os tres anos que se seguem<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Veja-se A. B. Castro e F. E. Pires de Souza "A Economia..." op.cit. p.88. A metodologia utilizada nestes cálculos é semelhante àquela normalmente adotada na literatura empírica sobre substituição de importações (veja-se H. B. Chenery "Patterns of Industrial Growth" American Economic Review 50(3) setembro de 1960 e S. A. Morley e G. W. Smith "On Measurement of Import Substitution 1970" American Economic Review 60(3) setembro de 1970. Tomam-se os setores que foram beneficiados pelos principais projetos de investimento do segundo PND, e considera-se que todo o aumento de produção observado a partir de 1979-80 (quando houve plena capacidade) foi obtido via capacidade produtiva criada por estes projetos. Assim sendo, sem estes projetos, todo este acréscimo de produção teria de ser importado. A diferença entre estas importações "virtuais" e as efetivamente observadas define os ganhos de divisas a nível setorial. Considerando os setores Petróleo, Metais não ferrosos, Produtos químicos, Fertilizantes, Papel e celulose e Produtos siderúrgicos chega-se aos totais relacionados.

Tabela 1  
Coeficientes de importação e exportação para  
diversos ramos industriais, 1974-1983

	coeficientes de importação				coeficientes de exportação			
	1974	1978	1981	1983	1974	1978	1981	1983
Aço	39.1	5.7	6.0	1.0	2.2	5.4	13.9	37.8
ferroligas	7.5	1.2	2.0	0.2	20.1	36.5	45.6	60.4
refratários	25.3	4.8	14.9	5.1	8.4	10.1	17.6	17.1
alumínio	50.4	26.3	12.0	2.3	1.6	2.0	8.2	40.0
cobre	72.2	80.0	79.2	40.4	2.5	11.8	27.2	15.9
zinco	64.2	49.7	21.7	3.3	0.0	0.1	10.6	1.9
silício	94.2	0.5	0.0	0.0	46.1	31.9	71.2	70.3
soda cáustica	53.1	6.5	1.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
fertilizantes <sup>(1)</sup>	60.4	44.1	30.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
petroquímicos <sup>(2)</sup>	41.0	22.0	6.0	2.0	1.9	4.9	14.6	12.2
resinas								
termoplásticas	35.2	22.0	2.0	1.0	2.0	2.0	17.0	30.0
fibras sintéticas	21.6	10.2	5.0	1.1	1.3	2.2	12.3	9.6
papel	20.4	9.8	7.8	n.d.	1.7	4.0	10.6	n.d.
celulose	16.6	4.4	1.0	n.d.	11.8	14.8	31.1	n.d.
bens de capital <sup>(3)</sup>	39.8	37.9	37.1 <sup>(4)</sup>	n.d.	3.0	8.9	15.9	n.d.
bens de capital <sup>(5)</sup>	27.0	20.5	24.9 <sup>(4)</sup>	n.d.	7.0	14.3	23.1	n.d.

NOTAS : (1) Média para nitrogenados e fosfatados. (2) Somente intermediários. (3) Por encomenda. (4) 1980. (5) Em série.

FONTE : J. C. Batista "Brazil's Second ..." op. cit. passim.

A Tabela 1 também revela aumentos bastante significativos nos coeficientes de exportação exatamente nos mesmos setores onde a substituição de importações se observa. Isso representava uma inovação na medida que a substituição de importações não mais trazia o viés anti-exportador que tivera no passado<sup>8</sup>. Na verdade, análises mais recentes do

<sup>8</sup> Ao longo dos anos cinquenta e sessenta, a tão sistematicamente observada sobrevalorização da taxa de câmbio podia ser associada, por um lado, à dificuldade com que contemplavam desvalorizações dentro do sistema de Bretton Woods e também, ao também temor quanto às consequências inflacionárias de ajustes cambiais. Na segunda metade dos anos setenta não só o sistema de taxas fixas prescrito em Bretton Woods já havia sido sepultado (na América Latina em particular a adoção de regimes cambiais mais flexíveis, dentre os quais o chamado crawling peg é o exemplo mais proeminente, é bastante anterior) como também a prioridade associada à inflação vis a vis o desequilíbrio externo e a interrupção do crescimento havia se reduzido. Nessas condições, o processo de substituição de importações foi levado adiante sem sobrevalorização cambial. Veja-se A. B. Castro e F. E. Pires de Souza "A Economia..." op.cit. pp.70-72.

sucesso das exportações brasileiras tendem a considerá-lo em grande medida uma "consequência 'natural' do amadurecimento do processo de crescimento industrial"<sup>9</sup>. As exportações viriam a ter, na verdade, um papel muito importante dentro da dinâmica de ajustamento no caso brasileiro : em 1973-74 as exportações representavam 7.4% do PIB e em 1984-85 atingiram 11.5%. A contribuição das importações é da mesma ordem de magnitude, tendo estas caído de 9.8% para 5.7% do PIB no mesmo período.

O aspecto mais importante do processo de ajustamento é que ele foi feito através da industrialização e ao longo de um período de uma década : o extraordinário "sucesso" das políticas de ajustamento adotadas a partir de setembro de 1982 não pode ser desligado deste fato. O programa de ajustamento proposto logo em seguida à crise mexicana pareceu, na época, excessivamente "otimista"<sup>10</sup>, mas para a surpresa de muitos suas metas foram cumpridas até com facilidade : de 1982 para 1984 o deficit em conta corrente foi efetivamente reduzido de 5.7% do PIB para zero. Essa performance tem sido associada, em grande medida, a desvalorizações cambiais e principalmente a uma recessão sem qualquer precedente na história do país, mas é preciso não enaltecer indevidamente as virtudes desses instrumentos de ajustamento<sup>11</sup>, afinal, o esforço requerido teria de

<sup>9</sup> S. Teitel e F. E. Thoumi "Da Substituição de Importações às Exportações : as experiências argentina e brasileira no campo das exportações de manufaturados" Pesquisa e Planejamento Econômico 16(1) abril de 1986 p.163.

<sup>10</sup> Veja-se L. A. Correa do Lago "A Programação do Setor Externo em 1983 : uma breve análise crítica" em P. Arida(org.) "Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural : O Brasil diante da crise" Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1982 .

<sup>11</sup> O esforço de ajustamento brasileiro em 1982-84 é, de certa forma, banalizado, por um dos gestores da economia nesse período, o ex-presidente do Banco Central Carlos G. Langoni, na medida que ele argumenta que "o ajustamento externo seria ... uma adaptação compulsória da economia à disponibilidade efetiva de recursos definida pela nova percepção de risco por parte dos bancos. Nesse sentido, falar em sucesso no ajustamento externo é tautologia. Ex-post, o deficit em conta corrente será somente aquele montante que pode ser financiado. Nessas condições a balança comercial é um resíduo...". C. G. Langoni "A Crise do Desenvolvimento : uma estratégia para o futuro" José Olympio, Rio de Janeiro, 1985 p. 123.

ser muito diferente não tivesse o país dedicado os oito anos anteriores aos projetos de investimento definidos no segundo PND<sup>12</sup>. Além disso, cumpre observar que com a recuperação da economia observada a partir do início de 1984 não se observa nenhuma reversão na tendência de queda das importações senão a partir do segundo semestre de 1986<sup>13</sup>. Em resumo, o país dá início a seu esforço de ajustamento no limiar da crise mexicana de posse de um parque industrial amadurecido e razoavelmente livre de "pontos de estrangulamento", em flagrante contraste não só com suas próprias condições uma década antes mas também com relação a alguns de seus vizinhos, que tiveram seus parques industriais dilapidados por experimentos conservadores de "liberalização".

### 3- Antecedentes :

Em meados de 1984, antes mesmo da vitória da oposição nas eleições presidenciais em novembro, isto é, antes do fim do regime militar, já se observava um afastamento, talvez de início apenas aparente ou estratégico, das políticas contracionistas que o país vinha adotando desde 1982. O novo

<sup>12</sup> É interessante observar que a nível econométrico a evidência não favorece a hipótese de que os instrumentos convencionais - taxa de câmbio e recessão - tiveram papel destacado na performance do saldo comercial/conta corrente nesses anos. Utilizando dados trimestrais para 1978-1986 (dados retirados do Banco Central e CACEX para a balança comercial e taxas de câmbio reais e de E. Modiano/F. L. Lopes "Determinantes Internos e Externos do Nível de Atividades no Brasil" Departamento de Economia, PUC-RJ, Textos para Discussão n° 90 para o PIB trimestral) estimamos uma equação de regressão das variações do saldo da balança comercial sobre as variações das taxas de câmbio reais efetivas e do PIB. Os resultados obtidos são muito diferentes dos esperados :

$$\text{Saldo comercial} = 70.9 + 26.1 \cdot \text{PIB} + 26.9 \cdot \text{Taxa de câmbio} \quad R^2=0.372 \quad DW=1.65$$

(3.78)                      (1.68)

Somente o PIB é significativa, mas com sinal trocado. A taxa de câmbio real traz o sinal correto mas não é significativa. O nível de explicação é muito baixo, sugerindo que existem variáveis relevantes omitidas.

<sup>13</sup> Considerando apenas o período janeiro-junho, as importações atingiram US\$ 6.61 bilhões em 1984, US\$6.11 bilhões em 1985 e US\$6.09 bilhões em 1986. Considerando o período janeiro-setembro os totais foram US\$10.32 bilhões para 1984, US\$9.23 bilhões para 1985 e US\$9.38 bilhões para 1986.

presidente, Tancredo Neves, herdaria assim uma economia em franca recuperação, e como sugerimos na seção anterior, uma situação cambial razoavelmente confortável. A inflação, contudo, aparecia como o mais sério desafio a ser enfrentado pela política econômica do novo governo. A experiência de ajustamento/estabilização sob a égide do FMI tinha sido frustrante para ambos os lados : havia uma desilusão mais ou menos generalizada dentro do país com relação à eficácia de políticas de recessão como estratégia anti-inflacionária, e por outro lado, o próprio FMI via sua credibilidade sensivelmente arranhada em função das numerosas e cerimoniais assinaturas de cartas de intenção contendo metas irrealistas para as taxas de inflação, que nem de perto puderam ser cumpridas.

O novo presidente, Tancredo Neves, centralizou em si um amplo leque de aspirações reformistas, dentre as quais decerto figurava um programa sério de combate à inflação. Contudo, com a morte do presidente às vésperas de sua posse, a nação verificou subitamente que pouco sabia sobre a natureza do programa do novo governo, suas prioridades quanto à política econômica e mesmo sobre suas reais intenções reformadoras. Mais que isso, o presidente deixara formado um ministério que refletia um delicadíssimo equilíbrio político que se dizia inadministrável senão pelo seu próprio criador. A convivência com essas indefinições foi bastante penosa para o vice presidente da república José Sarney. Afinal, Sarney fora nada menos que o presidente do partido do governo, e seu nome encontrava toda sorte de resistências dentro do PMDB, outrora partido de oposição. Nessas condições, o novo presidente encontrou legitimidade no compromisso de executar os desígnios de Tancredo Neves, embora não fosse nada fácil identificá-los através do ministério.

Do ponto de vista da política econômica, a composição do ministério representava um enigma. A outrora superpoderosa Secretaria de Planejamento (SEPLAN) havia sido dada a São Paulo, estado politicamente mais poderoso, e ao redor do novo titular, João Sayad, aglutinaram-se vários economistas ligados ao PMDB e de perfil menos ortodoxo. Contudo, havia diversas indicações no sentido de que caberia papel preponderante na nova política econômica ao novo ministro da fazenda Francisco Dornelles, que era sobrinho de Tancredo Neves e estivera muito próximo às articulações que deram origem ao próprio ministério. A ele caberiam a presidência do Conselho Monetário Nacional, órgão máximo da política econômica, e a indicação do presidente do Banco Central. Dornelles, advogado tributarista com ampla experiência na gerência da Secretaria da Receita Federal, cedo mostraria um perfil essencialmente conservador, marcado por uma comunhão confessa com as ideias do ex-ministro Mario Henrique Simonsen. Dornelles chamaria para o Banco Central a Antônio Carlos Lemgruber, o mais notável dentre os economistas monetaristas ligados à Fundação Getúlio Vargas que não tinham tido ligação alguma com a chamada "Velha República".

A tensa convivência entre esses dois grupos teve um efeito paralisante sobre a política econômica, com isso gerando inquietações em função da frágil posição de Sarney e das altas expectativas geradas em torno das ações do novo governo. Na órbita da SEPLAN multiplicavam-se estudos sobre alternativas não ortodoxas de estabilização enquanto que no Ministério da Fazenda/Banco Central preparava-se um novo acordo com o FMI e um novo experimento com políticas monetárias e fiscais contracionistas. Mas na verdade, nem um nem outro registraria avanços, o governo não parecia disposto a aceitar os sacrifícios implícitos em um plano ortodoxo e tampouco os riscos envolvidos em um experimento heterodoxo. Com a

demissão de Dornelles e Lemgruber em agosto, o governo parece optar por manter a inflação estável no patamar de então, em torno de 220% ao ano, aparentemente considerado aceitável. Mas essa "estratégia" logo viria a ser atropelada pelos fatos: os preços aumentariam 14.9% e 13.2% nos dois últimos meses do ano e em janeiro de 1986 um novo recorde seria estabelecido com a inflação mensal atingindo 17.8%. A inflação parecia estar caminhando para um novo patamar que poderia estar inclusive próximo de 500%, e isto parecia configurar um nível "insuportável". O governo Sarney viu-se finalmente compelido a tomar medidas drásticas, que seriam anunciadas logo em seguida em 28 de fevereiro.

#### 4- Diagnósticos e soluções heterodoxas:

A Nova República viria a encontrar um bom número de ideias novas acerca da natureza da inflação brasileira e até mesmo algumas propostas de estabilização bastante inovadoras<sup>14</sup>. Não cabe aqui resenhar a evolução dessas ideias mas discutir mais especificamente as premissas que nortearam a confecção do plano de estabilização. A primeira, e talvez a mais importante dessas premissas tenha sido a de que o caráter notadamente

---

<sup>14</sup> Merecem especial destaque o trabalho de Francisco Lopes, Eduardo Modiano, André Lara Rezende e Pêrsio Arida. Veja-se F. Lopes "O Choque Heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária" Campus, Rio de Janeiro, 1986; P. Arida e A. Lara-Resende "Inertial Inflation and Monetary Reform: Brazil" em J. Williamson (ed.) "Inflation and Indexation: Argentina, Brazil and Israel" Institute for International Economics, Washington, 1985; E. Modiano "Da Inflação ao Cruzado: a política econômica no primeiro ano da nova república" Campus, Rio de Janeiro, 1986; L. A. Correa do Lago, M. H. Costa, P. N. Batista Jr. e T. B. B. Ryff "O Combate à Inflação no Brasil: uma política alternativa" Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1984 e J. M. Rego (org.) "Inflação Inercial. Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado" Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1986.

autoregressivo da inflação brasileira estaria relacionado a um processo de "realimentação inflacionária" determinado pelos largamente disseminados mecanismos formais de indexação. Diversos estudos empíricos haviam estabelecido alguns fatos estilizados muito claros : observou-se, em primeiro lugar, que a "componente de realimentação", ou a "componente inercial", era de longe a principal causa da inflação, pelo menos do ponto de vista estatístico : uma inflação da ordem de 100% tendia a gerar acima de 85% de inflação no próximo período puramente pela via "inercial"<sup>15</sup>. E além disso, tinha sido também mostrado que a influência sobre a inflação de variações no chamado "hiato do produto", embora significantes, eram muito pequenas. Aceitava-se portanto, a existência de uma "curva de Phillips" para o Brasil mas observava-se que o impacto deflacionista de contrações de demanda era semelhante ao observado em países desenvolvidos : um "hiato do produto" da ordem de 15% produzia uma redução da inflação da ordem de 4% ou 6% ao ano<sup>16</sup>. Desse forma, concluiu-se facilmente que movimentos "ao longo" da "Curva de Phillips" seriam inteiramente irrelevantes no contexto de inflações altas em geral e no Brasil em particular, o que aliás era plenamente confirmado pela frustrada experiência de estabilização sob a égide do FMI.

A conclusão que emergia naturalmente dessas premissas era a de que um programa de estabilização bem sucedido deveria atacar diretamente o problema da reprodução inercial da inflação. Nesse sentido, já que se associava a inércia aos mecanismos formais de indexação a questão que

---

<sup>15</sup> Veja-se por exemplo A. Lara-Rezende e F. C. Lopes "Sobre as Causas da Recente Aceleração Inflacionária" Pesquisa e Planejamento Econômico 11(3) dezembro de 1981; F. Lopes "Inflação e Nível de Atividade : um estudo econométrico" Pesquisa e Planejamento Econômico 12(3) dezembro de 1982; E. M. Modiano "Salários, Preços e Câmbio : os multiplicadores dos choques numa economia indexada" Pesquisa e Planejamento Econômico 15(1) abril de 1985 e R. Penha Cysne "A Relação de Phillips no Brasil : 1964-66 x 1980-84" Revista Brasileira de Economia 39(4) outubro/dezembro de 1985.

<sup>16</sup> Veja-se por exemplo R. Penha Cysne "A Relação de..." op. cit. p. 419.

imediatamente se colocou foi a de como interromper coordenadamente o processo de indexação dos vários preços da economia sem necessariamente provocar alterações significativas nos preços relativos/fatias distributivas. O problema nada tinha de simples principalmente em função do método de indexação salarial utilizado no Brasil. A partir de meados de 1979, os contratos salariais estabeleciam pagamentos nominais reajustados a cada seis meses por ocasião do dissídio coletivo do respectivo sindicato. Dessa forma, com uma inflação da ordem de 220% ao ano, o salário real de um trabalhador era reduzido em aproximadamente metade de seu valor no momento do reajuste anterior durante a vigência do contrato. A interrupção do processo era bastante dificultada pelo fato de que não havia sincronização alguma entre os diversos dissídios das diversas categorias. Nessas condições, ao estabelecer algum "dia D" para a eliminação da indexação o governo pegaria trabalhadores com dissídios recém firmados com salários reais no "pico", e ao mesmo tempo, outros com contratos com 4 ou 5 meses de idade e salários reais bem abaixo de seu valor real médio. O modo de solucionar o problema era criar, no momento do estabelecimento da desindexação, uma sistemática de conversão de todos os salários para seus valores reais médios assim minimizando redistribuições de renda real dentro das várias categorias de trabalhadores ou contra estes enquanto grupo. A tarefa não era simples e este assunto parece ter ocupado a maior parte das energias dos formuladores do plano.

Olhando retrospectivamente talvez tenha sido superestimada a importância da indexação formal para o processo de reprodução inercial da inflação. Na verdade, todas as altas inflações conhecidas, aí incluindo também as hiperinflações, mostram um forte padrão autoregressivo, e também revelam o fenômeno da resistência da inflação a contrações de

demanda agregada. Mas em apenas uns poucos casos se observa a presença de indexação formal tal como no Brasil, de modo que parecem haver outros fatores envolvidos na determinação da inércia quando a indexação é "informal". Há, por exemplo a incrivelmente disseminada noção de que o processo de "realimentação inflacionária" é governado pelas expectativas de inflação. Nessas condições a inércia seria formada a partir de alguma "rigidez" de expectativas criada, por exemplo, por contratos salariais com "indexação pré-fixada" ou alguma teimosia ou desinformação sistemática dos agentes econômicos. A ideia de que esse problema poderia ser superado em um contexto de expectativas racionais em economias com um só agente (ou agente "representativo") por uma "mudança de regime" tem tido pouca penetração no contexto do debate brasileiro<sup>17</sup>. Em verdade, racionalidade por si só nada resolve, pois a racionalidade coletiva pouco tem que ver com a individual<sup>18</sup> : tal como o desemprego, a inflação é uma irracionalidade coletiva que se deriva do comportamento racional e coerente dos agentes econômicos. Esta característica dos processos inflacionários tem sido frequentemente aludida no caso brasileiro, especialmente através de uma metáfora originalmente associada a Tobin e abraçada por Edmar Bacha<sup>19</sup>. A ideia básica é de um jogo de futebol onde a plateia se encontra de

---

<sup>17</sup> O próprio Thomas Sargent visitou o país em fins de 1985 chegando mesmo a publicar uma "Carta Aberta ao Ministro da Fazenda" simultaneamente em jornais brasileiros e no Wall Street Journal. "An Open Letter to the Brazilian Finance Minister" Wall Street Journal 30 de janeiro de 1986. A repercussão dentro do país tanto da visita quanto da carta foi bastante reduzida.

<sup>18</sup> Exceto no mundo de Robinson Crusoe onde as duas são iguais por construção.

<sup>19</sup> O texto original é James Tobin "Diagnosing Inflation : a taxonomy" em M. J. Flandres e A. Razin(eds.) "Development in an Inflationary World" Academic Press, New York, 1981, o abraço aparece em diversos escritos e entrevistas de Edmar Bacha, por exemplo em E. Bacha "A Inércia e o Conflito : o Plano Cruzado e seus desafios" Departamento de Economia-PUC-RJ, Textos para Discussão nº 131, julho de 1986.

pé<sup>20</sup>, e todos sabem que seria melhor assistir ao jogo sentados, no entanto aquele que toma a iniciativa de sentar-se deixa de ver o jogo. Seria necessário que um "coordenador geral", talvez o juiz da partida apitando para a plateia na imagem de Bacha, ordenasse a todos que se sentassem ao mesmo tempo. Do contrário este "equilíbrio não cooperativo" tenderia a perpetuar-se inalterado.

A estabilização deve ser entendida, portanto, como um problema de decisão coletiva. Em especial no tocante ao componente inercial da inflação, o problema é basicamente de coordenação decisória entre os vários agentes responsáveis pela fixação de preços e salários na economia. Na hipótese, por exemplo, do governo apelar para o espírito público (e para a racionalidade) dos agentes econômicos e convidá-los a "se sentar" coordenadamente em um determinado "dia D", até poderia haver muitas adesões mas é de se esperar que todo aquele que perceba que o seu esforço visto isoladamente tem efeito desprezível sobre o resultado coletivo se sinta tentado a abster-se de contribuir. Na verdade, dado que estes agentes não podem ser "excluídos" dos benefícios do esforço coletivo (nesse sentido estabilidade de preços é um bem público) abstendo-se de contribuir eles tem os benefícios sem os sacrifícios. Este é na verdade um velho problema em economia, normalmente estudado em finanças públicas : o problema do "franco atirador" (*free-rider*)<sup>21</sup>. Isso significa basicamente que, sempre que o governo patrocinar

---

<sup>20</sup> Presumivelmente porque por algum motivo o primeiro da fila levantou-se (em virtude de um "choque" ou obstáculo, ou simplesmente porque tentava ver melhor) e com isso todos que estavam atrás também se levantaram assim estabelecendo um equilíbrio onde os mais baixos tinham sua visão grandemente dificultada.

<sup>21</sup> Em geral o problema se coloca em termos de como o estado deve financiar uma iniciativa de interesse público (por exemplo, uma ponte) que beneficia a alguns agentes mais que outros. Se cada agente tiver que declarar o grau de "utilidade" que deriva da iniciativa e tiver de pagar em proporção a isto, o comportamento natural de cada indivíduo será o de declarar que não afluere benefício. Como este "franco-atirador" não poderá ser proibido de utilizar a ponte, ele terá todo o estímulo a mentir que não a quer.

alguma iniciativa de estabilização, uma "mudança de regime" no sentido de Thomas Sargent<sup>22</sup>, haverá um estímulo natural para o "pessimismo". Isto é, cada agente individualmente se sentirá tentado a não revisar suas expectativas (ou revisá-las mas não incorporá-las no processo de fixação de preços) pois o seu "pessimismo" se traduzirá em ganhos de preços relativos.

Mesmo que o governo consiga, por exemplo, forjar um acordo com diversos agentes na forma de algum "pacto social", sempre haverá problemas com aqueles fora da coalizão, pois estes se sentirão estimulados a não contribuir para o esforço. Desse modo, poderão auferir ganhos, temporários que sejam, ao preservar sua "mentalidade inflacionária" e continuar a reajustar seus preços de acordo com as expectativas "antigas". Assim sendo, pactos sociais encontram dificuldades bastante concretas enquanto instrumento de coordenação decisória no âmbito de políticas de estabilização. É claro que pactos bastante abrangentes (dado que a unanimidade é praticamente inviável) podem funcionar de forma bastante razoável. No caso, por exemplo dos países escandinavos (e de alguns outros países europeus ditos mais "corporativistas") a experiência com pactos sociais nos anos oitenta tem sido bem sucedida principalmente em função do fato de que a alta sindicalização e federalização sindical e patronal permite acordos tripartite muito abrangentes, e essas condições não existem em outros países<sup>23</sup>.

Assim como o problema do franco atirador é geralmente resolvido através da imposição de algum esquema *ad-hoc* de financiamento, o problema da estabilização pode ser solucionado através de um "mecanismo impositivo

---

<sup>22</sup> Veja-se T. Sargent "The Ends of Four Big Inflation" em R. Hall(ed.) "Inflation" NBER, Cambridge, 1982.

<sup>23</sup> Para uma discussão bastante estimulante desses pontos veja-se Colin Crouch "Conditions for Trade Union Restraint" em L. N. Lindberg e C.S. Maier(eds.) "The Politics of Inflation and Economic Stagnation" Brookings Institution, Washington, 1985.

de coordenação<sup>24</sup>, um "pacto" de adesão compulsória: um congelamento de preços. Dessa forma, o congelamento se torna o instrumento de coordenação que permite aos agentes eliminar a "memória" da inflação, isto é, o seu componente inercial. Se é realmente verdadeiro que a inflação brasileira é puramente inercial então o congelamento **cum** desindexação simultânea efetivamente traria a inflação para próximo de zero. É bastante revelador que disso muito poucos discordam: o próprio ex-ministro Simonsen diria logo após ao anúncio do Plano Cruzado que "todas as experiências bem sucedidas de combate a grandes inflações sempre envolveram alguma política de rendas, seja em termos de fixação da taxa de câmbio seja em termos de controles de salários e preços"<sup>25</sup>. A grande questão envolvia saber se a inflação era somente inercial ou se congelamento **cum** desindexação seria suficiente para garantir o sucesso do plano. Por um lado, havia consenso de que o setor externo não representava obstáculo algum, como aliás foi sugerido na seção 2, e que nada deveria ser feito, pelo menos de início, na área cambial. Mas por outro havia uma sensível discordância quanto às origens fiscais da inflação brasileira e quanto as medidas fiscais que deveriam acompanhar o Plano Cruzado. Este é o assunto da próxima seção.

## 5-O problema do deficit fiscal :

A ideia de que a inflação brasileira era (é) impulsionada por um gigantesco deficit fiscal sempre esteve presente em muitos economistas, embora seja curioso observar que antes de 1982 não existiam sequer

---

<sup>24</sup> E. Bacha "A Inércia..." op. cit. p.1.

<sup>25</sup> M. H. Simonsen "O Futuro do Cruzado" Conjuntura Econômica 40(4) abril de 1986 p.11, o grifo é nosso.

estimativas para o tamanho do deficit público na Brasil<sup>26</sup>. As primeiras estimativas surgiram no decorrer das negociações do Brasil com o FMI ao longo de 1983, as quais levantaram algumas questões metodológicas interessantes. Os técnicos de ambos os lados concordaram que não era conveniente considerar o conceito de deficit "nominal", (o "public sector borrowing requirement" normalmente utilizado pelo FMI) mas uma medida mais "fina" e apropriada para um contexto de inflação alta correspondendo à variação do passivo (ou do endividamento) real do governo junto ao público<sup>27</sup>. Nessas condições, a correção monetária da dívida pública interna em circulação não deveria fazer parte do deficit, pois afinal representava um desembolso que apenas repunha o valor dos títulos públicos em circulação e existia apenas porque a inflação existia<sup>28</sup>. Em função disso, estimativas para o deficit público "real" foram produzidas e os números resultantes surpreenderam a muitos. Para os anos 1983-1985, por exemplo, uma estimativa aponta deficits nominais como proporção do PIB no valor de 19.9%, 21.8% e 35.0% e os deficits "ajustados" da ordem de 3.0%, 1.6% e

---

<sup>26</sup> Ao longo dos anos o regime autoritário estabelecido em 1964 jamais procurou consolidar ou dar transparência às contas do setor público. Havia um orçamento fiscal que somente incluía uma parte reduzida das receitas e despesas e que é geralmente reproduzido nas estatísticas internacionais como o deficit público do Brasil. Essas números não incluem os resultados das empresas estatais nem tampouco as despesas com a dívida pública e os programas de preços mínimos e subsídios que fazem parte do chamado orçamento monetário sob a responsabilidade do Banco Central. Ao final do governo Figueiredo começou a haver mais transparência quanto às contas do governo, mas somente a partir da necessidade de assinar acordos com o FMI que o governo produziu informações que permitiram a diversos analistas estimar o deficit público.

<sup>27</sup> Veja-se por exemplo W. H. Buiter "Measurement of the Public Deficit and its Implications for Policy Evaluation and Design" International Monetary Fund Staff Papers 30(2) Agosto de 1983.

<sup>28</sup> Note-se que se estoque de títulos públicos não sofre alteração em determinado período, e a taxa de juros acima da correção monetária (isto é, a remuneração real) que incide sobre esses títulos é igual a zero e o PIB não cresce, os pagamentos sob a rubrica correção monetária como proporção do PIB serão iguais ao valor do estoque de títulos públicos em circulação como proporção do PIB.

3.3%<sup>29</sup>. Um documento oficial recente trouxe números para 1985 e 1986 onde se incluíam alguns novos ajustes : os valores reportados são da ordem de 5.2% do e 4.2% do PIB para 1985 e 1986 respectivamente<sup>30</sup>.

Em função desses números, que ademais eram amplamente aceitos como apropriados para medir o deficit público, muitos questionaram a ideia de que a inflação brasileira era determinada por um imenso deficit fiscal. Mostrava-se, por exemplo, que os valores para os deficits brasileiros estavam muito próximos dos valores observados para os países desenvolvidos, o que pode ser observado na Tabela 2<sup>31</sup>.

Tabela 2  
Deficit público "ajustado"  
(% do PIB)

	1983	1984	1985
Estados Unidos	3.4	2.4	3.0
Japão	3.1	2.2	1.2
Alemanha	1.9	1.4	0.7
França	2.1	1.9	2.5
Grã-Bretanha	1.7	1.6	0.6
Itália	3.4	5.5	6.0
Canadá	5.1	4.3	5.3
Brasil	3.0	1.6	3.3

FONTES: Necessidades de financiamento do setor público, conceito operacional, isto é, com ajuste para correção monetária da dívida pública. Para países desenvolvidos estimativas com base em dados para dívida pública e taxas de inflação de E. Modiano "Mitos..." op. cit. p. 20. Para o Brasil números oficiais atualizados de SEPLAN "A Questão..." op. cit. p. 10.

<sup>29</sup> Veja-se E. Modiano "Mitos e Fatos sobre o Setor Público Brasileiro" Departamento de Economia PUC-RJ Texto para Discussão n° 134 agosto de 1986 pp. 19-20. Veja-se também D. D. Carneiro "Passivo do Governo e Déficit Público : a experiência da economia brasileira no período de 1970/84" Departamento de Economia PUC-RJ Texto para Discussão n° 125 fevereiro de 1986.

<sup>30</sup> SEPLAN "A Questão do Déficit Público" (o "livro branco") 1986 pp. 5-10. Conforme explica o documento esses números para 1985 e 1986 diferem dos números mencionados acima, que foram obtidos de acordo com o chamado "conceito operacional" principalmente em função da inclusão de alguns encargos cambiais anteriormente omitidos.

<sup>31</sup> Veja-se F. Lopes "O Choque..." op. cit. p. 164 e SEPLAN "A Questão..." op. cit. p. 7.

Se o problema não era o tamanho do deficit brasileiro em si, cabia indagar sobre possibilidades de financiamento não inflacionário. Nesse sentido convém observar 1985 em detalhe. Ao final do ano o total da dívida pública interna e externa no Brasil atingia 48.1% do PIB<sup>32</sup> e o estoque de dívida mobiliária interna em poder do público atingia cerca de 19% do PIB. Para financiar um deficit da ordem de 5.2% do PIB unicamente via aumento do endividamento, e considerando um crescimento do PIB de 7%, a dívida total teria de crescer aproximadamente 11% reais, e no caso de financiamento exclusivamente doméstico, a dívida mobiliária interna deveria crescer cerca de 29% reais. Ao longo de 1985 a dívida interna cresceu cerca de 23% reais sendo que o valor do acréscimo representou cerca de 3.6% do PIB, e a diferença foi coberta pelo chamado "imposto inflacionário" : o valor real do acréscimo à base monetária observado em 1985 foi aproximadamente igual a 2.4% do PIB<sup>33</sup>. A preços estáveis, um deficit dessa magnitude implicaria em um sensível aumento da proporção dívida interna/PIB : com a base crescendo 7% (de acordo com o PIB), o governo coletaria cerca de 0.5% do PIB como "imposto inflacionário", e para financiar o resíduo teria de aumentar a dívida interna em 31%, elevando a razão dívida/PIB para 23%. É claro que isso não poderia continuar indefinidamente<sup>34</sup>, mas é importante observar que se deficits dessa magnitude são, em alguma medida incompatíveis com preços estáveis, isso não implica necessariamente que o deficit é a causa da inflação : na verdade é bem possível que o deficit apareça como uma consequência do processo

<sup>32</sup> Veja-se E. Modiano "Mitos e ..." op. cit. p. 13.

<sup>33</sup> Os valores referentes a dívida interna consideram os totais reportados como dívida pública fora do Banco Central, o que não é exatamente igual à dívida pública fora do setor público. Assim esses números podem estar seriamente superestimados, especialmente o valor do acréscimo na dívida para 1985. Note-se que a soma dos acréscimos na base e na dívida é 6.0% do PIB, 0.8% a mais que o valor do deficit.

<sup>34</sup> Nesse caso específico pode-se mostrar que a relação dívida interna/PIB convergiria para 79%.

inflacionário. Note-se que ao "acomodar" uma determinada taxa de inflação, que se assume gerada, por exemplo, por um choque externo, o governo coleta "Imposto Inflacionário" sem que isso seja seu propósito. Se a receita tributária não se reduz na mesma magnitude o governo vê subitamente aumentados os recursos disponíveis para financiamento de deficit, ao que uma resposta perfeitamente lógica é um aumento do próprio deficit. Dessa forma, é perfeitamente plausível admitir que um deficit tal como o brasileiro possa ser gerado, em alguma medida, pela inflação e não o contrário. Assim, o veredito sobre 1985, que nos trouxe um deficit grande e uma inflação grande, envolve o clássico problema do ovo e da galinha<sup>35</sup>.

É importante observar, portanto, que o deficit público deve ser menor se os preços são estáveis, mas que isso não significa que o mesmo se observe quando a inflação é de 300%. A equipe responsável pelo plano revelou alguma preocupação com o problema ao tomar ao final de 1985 algumas medidas fiscais e monetárias consideradas "preparatórias" : o governo patrocinou uma pequena reforma fiscal e através do fim da chamada "conta-movimento", cortou os laços entre o Banco do Brasil, o grande banco comercial oficial, e o Banco Central. Com isso o governo promovia uma pequena redução no deficit para 1986 (que se faria sentir mais fortemente

---

<sup>35</sup> A discussão sobre o deficit muito facilmente incorporava (e incorpora) argumentos menos técnicos relativos às ineficiências geradas pela alta participação do estado na economia, os exageros do "estado empresário" e a presença de corrupção dentre outros. Não que esses temas não sejam relevantes : a sociedade deve estar atenta aos desperdícios de recursos patrocinados pelo setor público, seja sob a forma de empresas deficitárias ou sob a forma de gastos com armas atômicas. O que não é claro é se essas "distorções" constituem de fato uma causa para a inflação. A nível de senso comum, a associação dessas "distorções" com a inflação é muito frequente: casos de corrupção e ineficiências do setor público são descritos com detalhes mórbidos ao mesmo tempo que se reafirma o absurdo de conviver com inflações de 200%. A corrupção e a ineficiência do governo são "males" e a inflação também, nada mais natural do que associá-los de forma causal : debelar a inflação deveria portanto começar pelo combate à corrupção e pela redução do tamanho do setor público. Do ponto de vista estritamente lógico, no entanto, a ligação causal era absurda e a decorrência era igualmente absurda. Seria o mesmo que dizer que o combate à inflação deveria começar pelo combate ao tráfico de entorpecentes ou a prostituição.

em 1987) e ganhava alguns graus de liberdade no tocante à política monetária.

Essas medidas pareciam indicar que o governo não acreditava em causas fiscais para a inflação senão talvez marginalmente. Dado que não havia mais pressão cambial a essa altura, o ano de 1985 parecia nos mostrar uma inflação cujas "causas fundamentais" não estavam em operação. Assim, floresceu o diagnóstico de que a inflação brasileira era governada pelo seu próprio passado, ou pelo processo de reprodução inercial. A consequência lógica desse diagnóstico era a de que um programa de estabilização efetivo deveria se ocupar tão-somente da questão da inércia, e assim o Plano Cruzado se tornaria basicamente um plano centrado em desindexação **com** congelamento.

## 6-O Plano Cruzado

Em 28 de fevereiro o governo anunciou um plano de estabilização que não contemplava medidas cambiais ou fiscais, nada determinava acerca da política monetária e consistia basicamente em um extenso programa de desindexação e em um congelamento de preços que, no entanto, preservava a livre negociação para a fixação de salários. O plano introduzia uma nova moeda, o que, na verdade, não teria significado algum não fosse o fato de que a taxa de câmbio entre a nova e a velha moeda seria utilizada como o instrumento básico do processo de desindexação financeira. Todas as obrigações financeiras pendentes continuavam a ser denominadas na velha moeda e esta era desvalorizada dia a dia com relação à nova através de uma "tablita" de conversão. Dessa maneira, evitavam-se transferências de renda entre credores e devedores que seriam, de outra forma, bastante grandes

especialmente para o caso de papéis com rendimentos pré-fixados em termos nominais<sup>36</sup>. Assim sendo, o sentido da criação da nova moeda, afora fatores psicológicos de relevância discutível, era unicamente o de prover um veículo para a desindexação financeira<sup>37</sup>.

O sistema de conversão salarial para valores reais médios, embora incluindo um abono *ad-hoc* da ordem de 8% na última hora, gerou apreensões generalizadas nos primeiros dias. A ideia de que o governo estava promovendo um confisco salarial foi bombásticamente apregoada por alguns líderes de oposição, mas logo se observou que o plano havia produzido o efeito oposto, isto é, uma significativa redistribuição de renda a favor dos assalariados. Estima-se que de fevereiro para março os salários reais na economia tenham sido aumentados em cerca de 10%<sup>38</sup>. De resto os salários foram desindexados mas preservou-se uma escala móvel que seria acionada toda vez que a inflação ultrapassasse 20% acumulados a partir de fevereiro de 1986.

Foi de certo modo surpreendente que dentro de uma estrutura de preços congelados as margens de lucro tenham absorvido sem nenhuma tensão aparente esse aumento de salário real, que inclusive ampliou-se nos meses seguintes. A explicação parece associada à relação positiva entre

<sup>36</sup> Na verdade a "lablita" brasileira, assim como a peruana e a argentina, não prevenia transferências de renda completamente pois a "expectativa de inflação" consagrada na "lablita" não era necessariamente a mesma que ocorria nas obrigações financeiras em circulação.

<sup>37</sup> O termo "reforma monetária" deu origem a diversas confusões. Alguma falta de percepção quanto ao problema da desindexação financeira combinada com problemas de interpretação ou mesmo falta de informação sobre o real teor dos programas de estabilização que deram fim às hiperinflações, deu origem a um número significativo de comparações esdrúxulas entre as reformas monetárias "clássicas" e o que vinha ocorrendo no Brasil, e também na Argentina e Peru. Alguns notáveis exemplos podem ser encontrados em algumas das avaliações contidas no painel "As ideias por trás da nova moeda" em Conjuntura Econômica 40(4) abril de 1986. Veja-se também, P. Berholz "Advanced Inflation in Latin America and Currency Reform: economic and political problems" Centre Européen de Difusion Scientifique, Paris, 1985 e R. Dornbush "Comments, Brazil" em J. Williamson (ed.) "Inflation and..." op. cit.

<sup>38</sup> De acordo com os índices da FIESP reportados em Conjuntura Econômica.

**mark-ups** e inflação sugerida por Roberto Frenkel<sup>39</sup>: dado que as margens de lucro desejadas são proporcionais às incertezas quanto aos preços dos insumos e custos financeiros (ou em função das necessidades de capital de giro), as quais, por sua vez crescem com o nível da inflação, a súbita desinflação teria reduzido as margens desejadas com isso aberto um significativo espaço para maiores salários reais.

De um modo ou de outro a desindexação financeira e salarial procedeu de forma surpreendentemente suave<sup>40</sup>, o que logo deslocou a ênfase do programa quase que exclusivamente no sentido da administração do congelamento de preços. O congelamento de preços despertou de início preocupações quanto às possibilidades de controle principalmente a nível do comércio varejista<sup>41</sup>. Contudo, dado que uma denúncia de remarcação de preços, que podia partir de qualquer consumidor, podia significar penalidades bastante severas contra qualquer estabelecimento comercial o país se transformou literalmente em um exército de fiscais e as remarcações de preço praticamente desapareceram depois de algumas semanas. Houve problemas de escassez para alguns produtos, mas em grande medida o fenômeno se devia à repactuação das margens de lucro entre varejistas e fornecedores. Em poucas semanas esses problemas foram sendo

---

<sup>39</sup> R. Frenkel "Decisiones de Precio en Alta Inflación" *Desarrollo Económico* 19(75) dezembro de 1979 .

<sup>40</sup> Rigorosamente falando o sistema financeiro passa por algumas dificuldades, mas sem dúvida, estas se deviam menos à desindexação que as adaptações necessárias ao funcionamento dessas instituições em um mundo de inflação reduzida.

<sup>41</sup> No tocante a preços industriais e alguns preços agrícolas o país contava com um certo capital acumulado em experiências anteriores com controle de preços. Muitos preços industriais importantes, cimento, por exemplo, já eram objeto de controle antes do plano através do CIP (Conselho Interministerial de Preços).

superados e se observou que haviam apenas uns poucos casos de preços realmente "errados" que o governo procurou tratar caso a caso<sup>42</sup>.

O comportamento dos índices de inflação durante os primeiros meses do plano pode ser visto na Tabela 3.

Tabela 3  
Índices de inflação  
(Índice geral de preços, IGP-FGV, taxas mensais)

	Março	Abril	Maior	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro
Gerai	-0.87	-0.58	0.32	0.53	0.63	1.33	1.10	1.39
IPA	-1.03	-1.46	0.09	0.37	0.58	1.27	0.67	1.16
agricultura	0.03	-0.17	0.71	0.70	1.24	2.52		3.62
industria	-1.27	-1.79	-0.07	0.30	0.23	0.88		0.16
Custo de vida	-0.33	1.10	0.79	0.62	0.58	0.88	0.95	1.01
alimentação	-2.56	0.55	0.37	0.88	0.56	0.75	1.37	1.44
vestuário	-0.09	2.08	4.34	0.92	0.28	0.49		2.53
habitação	1.02	3.17	0.82	0.74	1.28	1.33		1.11
assist.saúde	0.15	1.96	1.73	0.19	0.22	0.36		0.47
Construção civil	-1.05	-0.33	0.24	1.19	1.08	2.69	3.97	3.75
mão de obra	0	0	0.78	2.86	1.99	5.14	7.02	5.64

FONTE: Conjuntura Econômica, Gazeta Mercantil, vários números.

O comportamento dos índices é bastante diferenciado. Os preços por atacado, principalmente os industriais incluem grande quantidade de preços que sempre foram controlados e para estes o congelamento é efetivamente respeitado. O mesmo se passa com material de construção, se bem que o índice é incapaz de capturar a prática de preços fora da tabela, o que se observa com mais frequência no segundo semestre. Para os índices de custo de vida, há diversos itens que não estão sujeitos a controle, estes são principalmente vestuário, habitação e serviços pessoais. O problema aí é basicamente diferenciação de produto : em questão de dias um produto de preço congelado é retirado de linha e substituído por outro semelhante

<sup>42</sup> A essa altura o caso mais importante foi o do leite, que terminou sendo resolvido através de um subsídio ad-hoc concedido aos produtores.

("maquiado", na gíria corrente) com preços mais favoráveis. Esses setores de fato registraram aumentos de preço bastante superiores à média revelando um comportamento "franco-atirador" tal como descrito na seção 3. Dado que eles não fazem parte do "pacto" que o congelamento representa, e o peso desses setores no índice de inflação é reduzido, a tendência foi a de conseguir ganhos de preços relativos. Este fenômeno também é observado na Argentina e no Peru<sup>43</sup>. Em todo caso o fenômeno parece desaparecer com alguns meses, e apesar de alguns indícios claros e preocupantes de que a economia estava superaquecida, o plano parecia ter superado todos os obstáculos iniciais. O "choque heterodoxo" parecia funcionar.

## 7-Os primeiros problemas :

Percebeu-se muito rapidamente após o anúncio do plano que a transferência de renda a favor dos assalariados dera origem a um extraordinário **boom** de consumo que claramente caracterizava um quadro de superaquecimento da demanda. A política monetária era frouxa e o déficit público não tinha sido calibrado para um contexto de preços estáveis : o desaparecimento do chamado "imposto inflacionário", que para o ano de 1985 tinha sido da ordem de 2.4% do PIB, não tinha sido compensado pela introdução de outros impostos. Os números para o crescimento da economia se mostravam impressionantes : o crescimento industrial nos 12 meses terminados em julho havia sido da ordem de 11%, sendo que o segmento de bens de capital havia crescido 16% e o de bens duráveis 31%. Ao mesmo tempo observam-se aumentos generalizados nos níveis de utilização de

<sup>43</sup> Veja-se A. Espejo "La Experiencia Heterodoxa en el Peru" mimeo, PUC-RJ, abril de 1986 e R. Frenkel e J. M. Fanelli "Del Ajuste Coálico al Plan Austral : las políticas de estabilización recientes en la Argentina" CEDES, Buenos Aires, julho de 1986.

capacidade, com alguns setores (notadamente insumos industriais e bens intermediários) efetivamente alcançando a plena capacidade antes do fim do primeiro semestre<sup>44</sup>. É preciso observar que esse quadro em si não seria preocupante, pelo menos no tocante à inflação, senão pelo fato de que a economia permanecia com preços congelados. Em condições normais, as consequências inflacionárias do aquecimento da economia seriam determinadas ao longo de uma curva Phillips, que aliás havia sido trazida para "próximo do chão". Pelo que se conhece sobre curvas de Phillips no Brasil, podia-se conjecturar com certa segurança que o aquecimento da demanda em si de modo algum traria a inflação a níveis sequer próximos aos de fevereiro.

Em julho, embora com algum desconforto, o governo toma medidas no sentido de conter a demanda agregada: criam-se "depósitos compulsórios" sobre compras de automóveis, combustíveis e viagens ao exterior<sup>45</sup>, e simultaneamente o Banco Central dá início a um movimento ascendente nas taxas de juros, elevando-as de 25% ao final de junho para 65% em outubro<sup>46</sup>. Essas medidas se mostram pouco efetivas no sentido de conter a demanda<sup>47</sup> e com isso se avolumam as pressões sobre o congelamento. Evidências se

---

<sup>44</sup> Em junho o índice médio de utilização de capacidade alcançou 82%, sendo os ramos têxteis, metais não ferrosos, celulose, papel, fumo, mobiliário, calçados, embalagens, sabões registravam índices de utilização acima de 90%. 80.ª Sondagem Conjuntural, Conjuntura Econômica, agosto de 1986. A 81.ª Sondagem realizada em fins de setembro registrava índices médios de utilização de capacidade da ordem de 86%, sendo as evidências quanto a escassez de matérias primas se mostram impressionantes. Gazeta Mercantil, 14 de novembro, p. 3.

<sup>45</sup> Os recursos captados através desses depósitos deveriam constituir um fundo - o Fundo Nacional de Desenvolvimento - que utilizaria seus recursos na compra de ações de empresas estatais. Aos titulares dos depósitos compulsórios seriam dadas cotas desse fundo que somente poderiam ser negociadas após três anos.

<sup>46</sup> Tomando por base taxas concedidas para grandes compras de certificados de depósitos bancários de primeira linha.

<sup>47</sup> Já começam a haver conjecturas que a explosão consumista não seria meramente transitória mas a expressão do verdadeiro padrão de demanda (ou a verdadeira propensão a consumir) que vinha sendo distorcido por uma excessiva concentração de renda nas mãos das camadas mais ricas

multiplicam da prática de ágios nos mais diversos segmentos industriais, notadamente para matérias primas e insumos industriais, e alguns problemas mais sérios de abastecimento começam a se fazer sentir, destacadamente com relação à carne. Começam a haver dúvidas quanto à precisão de índices de preço que somente consideram os preços da tabela oficial. Alguns dos mais notáveis detratores do plano falam em taxas de inflação "verdadeiras" da ordem de 6% ou 7% ao mês<sup>48</sup>. Isso parece se confirmar através da evolução do índice de preço para mão de obra na construção civil mostrado na Tabela 3, pois este é um preço não congelado e fortemente influenciado pelo nível de demanda. Porém, este é um caso especial onde fatores específicos ao setor explicam este comportamento<sup>49</sup>, a maioria analistas de fato considera que os índices existentes subestimam as "verdadeiras" taxas de inflação, mas a ordem de magnitude desses erros não seria tão grande<sup>50</sup>.

De um modo ou de outro, o problema não parece ser o superaquecimento da economia em si mas superaquecimento com congelamento. É claro que diante disso há um **trade-off** entre deflagrar o

<sup>48</sup> Roberto Campos em "Informe JB" (Jornal do Brasil de 8/11/1986) e Antônio C. Porto Gonçalves em entrevista à TV Educativa em 6/11/1986 (Programa "1986").

<sup>49</sup> Como a construção civil se encontrava particularmente deprimida em fevereiro por ocasião do plano, os trabalhadores do setor não se desfrutaram dos ganhos que o resto da força de trabalho auferiu em função da conversão salarial pelas médias. A "equiparação" salarial da categoria, para usar a expressão utilizada pelos sindicatos e empresas do setor, ocorreu apenas após a reativação do setor com alguns meses de vida do plano. Note-se que os salários no setor cresceram 15.23% acima dos índices de inflação, o que é mais ou menos equivalente ao que ocorreu em outros setores. Grande parte disso, como observamos anteriormente, foi acomodado por menores margens de lucro.

<sup>50</sup> Note-se, em primeiro lugar, que em muitas instâncias a prática de ágios termina aparecendo nos índices porque ela é mascarada sob forma de despesas de embalagem ou transporte, e nessas condições os índices comuns não são imprecisos. Em segundo lugar, algumas das instituições que produzem índices, principalmente a FIPE-SP (Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas da Universidade de São Paulo) tem sido especialmente atenta, no cálculo dos índices de custo de vida em São Paulo, para a prática de ágios. Em outubro, quando a FIPE passou a observar ágios, o índice para o custo de vida em São Paulo cresceu 3.08%. É claro que aí há alguma superestimação uma vez que os preços com ágio de outubro foram comparados com os preços sem ágio para setembro. Com isso o índice sugere uma inflação "talente" ou "verdadeira" entre 2% e 3%.

descongelamento (e aceitar uma inflação mais alta) e promover medidas restritivas pelo lado da demanda. Descongelar seria certamente a melhor opção se o governo estivesse seguro de como fazê-lo, o que aliás, não se observa. Teme-se que uma liberação não administrada dos preços produza um repique inflacionário que faria disparar a escala móvel, com isso reindexando a economia nesse novo patamar inflacionário. Assim, essa inflação "corretiva", que de outra forma seria apenas momentânea, seria novamente perpetuada pela indexação salarial. Nesse sentido há duas alternativas básicas : a prevalecer a escala móvel a inflação "corretiva" deve ser distribuída ao longo de um período mais longo de modo a evitar o disparo do "gatilho" salarial<sup>51</sup>. Caso o governo consiga negociar a remoção da escala móvel, o que poderia ocorrer na hipótese de uma revisão da legislação trabalhista especialmente no tocante a greves, é mais provável que os realinhamentos de preço se concentrem em um período mais curto , sendo que o governo cuidaria de evitar sua "propagação".

Além disso, o descongelamento deve ser baseado em regras explícitas de conduta, e nessa questão, a tendência do governo parece ser a de permitir aumentos de preços somente para os setores onde se observam problemas de abastecimento. Isso que tem se revelado problemático pois cria incentivos à simulação de problemas<sup>52</sup> : melhor seria talvez liberar preços de acordo com critérios de "bom comportamento". Em função disso há consenso de que o descongelamento deve ser feito com uma grande dose de administração. Esta, por sua vez, traz alguns riscos, pois este avanço da ação reguladora do

---

<sup>51</sup> Nessa circunstância o governo muito provavelmente promoveria alguma mudança no índice de preço utilizado para fins da escala móvel (o "indexador") de modo a "expurgar" a inflação corretiva total ou parcialmente. Na prática isso equivale a elevar o teto da escala móvel para além dos 20% atuais.

<sup>52</sup> Alguns exemplos já podiam ser observados em outubro nos setores de farinhas e de pneumáticos.

estado pode não ser reversível. A história raramente mostra "recuos" depois de tais avanços<sup>53</sup>.

## 8-Perspectivas :

No dia 15 de novembro de 1986 o país realiza eleições para todos os governos estaduais e também para a assembleia encarregada de redigir a nova constituição. A eleição é oportuna para o governo do ponto de vista do calendário político pois captura o forte sentimento de apoio popular ao Plano Cruzado. A estrondosa vitória do governo, que a essa altura parece irreversível, não pode ser desligada do sucesso do plano de estabilização. Contudo, do ponto de vista da política econômica, a eleição está próxima de um desastre. Após as medidas de contenção em agosto, que de resto não foram efetivas, a política econômica mergulhou em um enervante imobilismo confessadamente determinado pelas eleições. Dessa forma a situação econômica deteriorou-se consideravelmente não só em função das já presentes tendências ao superaquecimento mas também em virtude da certeza de que medidas drásticas (a deflagração do descongelamento, um grande pacote fiscal ou uma maxidesvalorização do cruzado) serão anunciadas logo após as eleições. Esta grande descontinuidade logo à frente teve como consequência levar a economia em um estado de grande incerteza. As retenções especulativas de mercadorias vêm se multiplicando, a preferência pela liquidez vem sobindo drasticamente e todas as decisões estratégicas estão adiadas até o anúncio das novas medidas.

---

<sup>53</sup> Uma "supervisão" permanente sobre os preços poderia até se justificar em função do fato de que o congelamento cria um precedente muito sério : toda vez que a inflação se acelerar cresce a probabilidade de um novo congelamento, o que pode detonar aumentos competitivos de margens de lucro que afinal produziriam uma aceleração da inflação. A perspectiva de um congelamento introduz assim uma nova volatilidade nos preços, assim como a possibilidade de "self-fulfilling prophecies" no tocante à inflação.

É importante observar que são muitas as possibilidades no tocante às novas medidas principalmente porque há muito mais em jogo do que uma "correção de rumos" do programa de estabilização. Um resultado extraordinário do programa de estabilização foi o de alargar os horizontes do debate econômico e reintroduzir questões de médio e longo prazo há tempos em segundo plano. Nesse sentido, as novas medidas não só deverão trazer um "desfecho" para o programa de estabilização mas deverão definir, ou ao menos esboçar, opções para os próximos anos quanto a padrões de crescimento, investimento e poupança, o papel do setor público e o relacionamento do país com o exterior. O restante dessa seção examina as alternativas que se abrem com relação a essas questões.

**O financiamento do setor público** . O ano de 1986 foi muito peculiar nessa matéria em função do processo de "remonetização" da economia. Este processo consistiu basicamente no ajuste determinado pela brusca queda da inflação nos saldos monetários reais dos agentes econômicos. As estimativas empíricas para a demanda por moeda nos sugerem que o público estaria disposto a aumentar consideravelmente a retenção de moeda ( $M_1$ ) com a queda da inflação, de modo que com a súbita desinflação o governo poderia expandir a oferta de moeda de modo a atender à maior demanda sem que isso tivesse qualquer impacto inflacionário<sup>54</sup>. Com isso, ao longo do processo, o governo coletaria uma receita excepcional sob a forma de **seigniorage** que, bem entendido, seria "once and for all". A ordem de magnitude dessa receita pode ser estimada da seguinte forma : considera-se que a razão  $M_1/PIB$  era da ordem de 6.0% em fevereiro de 1986 quando a inflação parecia avançar além de 400% ao ano . Se considerarmos que o

---

<sup>54</sup> Exemplos interessantes desse fenômeno podem , por exemplo, ser observados por ocasião do fim das hiperinflações. Veja-se T. Sargent "The Ends of..." op. cit. .

processo de remonetização será completado no final de 1986, ou seja que a economia chegará a 31 de dezembro com uma razão  $M_1/\text{PIB}$  correspondente a uma inflação da ordem de 20%, o que deve ligeiramente inferior a 16%<sup>55</sup>, então os meios de pagamento ( $M_1$ ) deveriam crescer aproximadamente 275% até o fim do ano<sup>56</sup>. O Banco Central trabalha com uma meta de crescimento dos meios de pagamento para fevereiro-dezembro da ordem de 253%<sup>57</sup>, o que significa que o estoque da base monetária será acrescido de cerca de Cz\$ 130.3 bilhões, ou 3.7% do PIB, nesse período. Dado que o déficit público para 1986 está estimado em cerca de Cz\$ 146.2 bilhões ou 4.2% do PIB, observa-se que os ganhos de **seigniorage** decorrentes da remonetização financiam quase 90% do déficit público para 1986.

Com o esgotamento do processo de remonetização, o financiamento do setor público para o ano de 1987 deverá ser bastante diferente do que foi em 1986. Argumenta-se, por um lado, pela necessidade de recuperar a carga tributária das reduções que se observaram nos últimos anos (de 16.8% do PIB em 1973 para 8.7% em 1983<sup>58</sup>). Esse argumento também é levantado a partir da necessidade de se recuperar a capacidade de poupança do setor público<sup>59</sup>. Observa-se que a taxa de investimento, que hoje está próxima de 19%, deveria ser elevada ao patamar dos anos 1970 isto é 25% como corolário da retomada do crescimento em bases estáveis. Para 1970/80 o país contou

---

<sup>55</sup> No período 1968-1972, quando a inflação ficou entre 19% e 27%, a razão  $M_1/\text{PIB}$  se manteve muito próxima de 16%.

<sup>56</sup> Assumindo que o PIB cresce 7.0% em 1986.

<sup>57</sup> De acordo com a programação monetária do Banco Central para 1986 tal como publicada em outubro em Gazeta Mercantil, 31 de outubro de 1986.

<sup>58</sup> R. F. Werneck "Poupança Estatal, Dívida Externa e Crise Financeira do Setor Público" Departamento de Economia PUC-RJ Textos para Discussão n° 121 janeiro de 1986 p. 12. Veja-se também L. A. Correa do Lago et al "O Combate à ..." op. cit. pp.61-70.

<sup>59</sup> O argumento é desenvolvido em detalhe em R. F. Werneck "Retomada do Crescimento e Esforço de Poupança : limitações e possibilidades" Departamento de Economia PUC-RJ Textos para Discussão n° 133 julho de 1986 .

com fluxos de poupança externa da ordem de 3.4% do PIB e com um fluxo de poupança líquida do setor público da ordem de 4.4% do PIB. A partir de 1981 a poupança líquida do setor público passa a ser negativa e depois de 1982 a poupança externa se torna nula. Nessas condições, um aumento da taxa de investimento para a segunda metade da década de 1980 terá de ser sustentado por um considerável aumento da poupança líquida do setor privado e/ou a reconstituição da poupança pública, o que seria basicamente determinado por um aumento da carga tributária. Contudo, tem havido notáveis resistências a medidas nesse sentido<sup>60</sup>.

Espera-se um grande reforço no tocante ao financiamento do setor público em 1987 da parte do realinhamento das tarifas dos serviços públicos que deverá vir após as eleições. A defasagem existente entre as tarifas públicas e o custo dos serviços varia muito de setor para setor. Para o caso da energia elétrica, por exemplo, a defasagem média tem sido estimada entre 28% e 57.2% e para a área da Siderbrás (o complexo siderúrgico estatal) a defasagem estaria entre 22% e 53.7%. Com relação ao petróleo, contudo, observa-se a única exceção, o preço doméstico era cerca de 22% superior ao preço externo em setembro<sup>61</sup>. É difícil estimar o impacto financeiro desses "atrasos". Para o setor elétrico, por exemplo, estima-se que o prejuízo financeiro para 1986 alcance Cz\$24.2 bilhões para uma receita total de Cz\$64.2 bilhões<sup>62</sup>. Se considerarmos uma defasagem média da ordem de 10% para o restante das empresas estatais, cujo total de vendas

---

<sup>60</sup> O próprio Presidente da República se manifestaria de forma surpreendentemente direta a esse respeito em uma entrevista a 10 de novembro: "o que temos de fazer é criar mecanismos de poupança que sejam interessantes para o cidadão. Se ele chegar à conclusão de que terá vantagens poupando (...) certamente vai poupar. (...) Evidentemente, não podemos inventar nada de muito novo nessa área, mas de uma coisa eu estou convicto: aumento de impostos não é poupança." Veja, 10 de Novembro de 1986.

<sup>61</sup> "Setor Público" em Gazeta Mercantil, 10 de novembro de 1986, p. 5 e Jornal do Brasil, 12 de novembro de 1986, p. 23.

<sup>62</sup> "Setor Elétrico" em Gazeta Mercantil, 30 de outubro de 1986, p. 18.

deve atingir a cifra de Cz\$375 bilhões<sup>63</sup>, e somarmos esse prejuízo com o total para o setor elétrico chega-se um total de Cz\$61.7 bilhões ou 1.8% do PIB. Sem dúvida, a adaptação da política fiscal para um contexto de preços estáveis envolve a correção dessas tarifas.

**O relacionamento com o exterior**. É interessante observar que com o início do plano o governo fixou a taxa de câmbio com relação ao dólar mas eximiu-se de qualquer compromisso futuro nessa matéria. O tom pragmático das autoridades traía alguma familiaridade com experiências de pre-fixação do câmbio em outros países e revelava que em nenhuma circunstância o governo comprometeria o duramente conquistado superavit comercial em função de qualquer compromisso auto-imposto de sustentação do câmbio. Todavia, o recurso a desvalorizações, caso necessárias ao longo do plano, teria efeitos indesejáveis do ponto de vista da estabilização, de modo que evitá-las, mesmo a custa de alguma sobrevalorização, parecia prudente. Nesse sentido, a política brasileira de fixação do câmbio com relação ao dólar revelou-se muito oportuna: embora os preços domésticos tenham crescido mais rapidamente que os preços externos, a desvalorização do dólar com relação às outras moedas fortes resultou em que nenhum "atraso" cambial se desenvolveu. Ainda em outubro a taxa de câmbio real efetiva acusava uma desvalorização de cerca de 5% com relação ao nível de fevereiro.

Esse feliz conjunto de circunstâncias livrou o país de qualquer providência na área cambial nos primeiros meses do plano, mas a partir do segundo semestre as contas externas começam a se deteriorar em função de duas influências: em primeiro lugar, o superaquecimento da economia

---

<sup>63</sup> Considerando-se o total para as empresas estatais relacionado em SEPLAN "A Questão..." op. cit. p. 24 deduzida a receita para o setor elétrico.

parece motivar não só um extraordinário crescimento das importações mas também um arrefecimento do crescimento das exportações, principalmente para manufaturados<sup>64</sup>. Além disso, observa-se uma preocupante redução nos fluxos de investimento direto e um aumento das remessas de lucro : em 1985 os investimentos estrangeiros totalizaram US\$1.252 milhões e os lucros remetidos US\$1.059 milhões, enquanto que para o primeiro semestre de 1986. esses totais foram de US\$15 milhões e aproximadamente US\$500 milhões respectivamente<sup>65</sup>.

A verdadeira extensão desses problemas não era muito conhecida em meados de outubro quando o governo surpreende o país anunciando uma minidesvalorização do cruzado (1.8%) pouco antes da divulgação dos números para o superavit comercial de setembro, que mostravam uma sensível piora nas contas comerciais. A medida pode ter sido positiva no sentido de sinalizar que o governo estava atento à posição externa do país, mas o público se mostrou menos propenso a acreditar em **overkill** que na possibilidade de que a situação cambial estivesse pior do que se sabia. Especulações acerca de possíveis maxidesvalorizações ou quanto ao esgotamento das reservas criaram um certo nervosismo e aparentemente intensificaram o movimento de desinvestimento observado no primeiro semestre. Algumas novas medidas foram anunciadas no sentido de evitar a fuga de capitais<sup>66</sup>, mas o mercado só deve acalmar-se depois das novas medidas após as eleições.

---

<sup>64</sup> Em alguns casos, como por exemplo, com relação à carne, houve aumentos de importação e redução de exportações em função das dificuldades domésticas com o abastecimento ligadas ao congelamento de preços.

<sup>65</sup> Gazeta Mercantil, 23 de outubro de 1986 p. 22.

<sup>66</sup> O governo passou a aceitar de exportadores e multinacionais (já se aceitava para importadores) depósitos indexados com relação à taxa de câmbio, com isso querendo prevenir "atrasos" no fechamento de contratos de câmbio e especulação cambial mascarada sob forma de remessa de lucros e posterior entrada no país.

É importante observar que esses problemas são expressões de questões mais complexas que não são de natureza conjuntural. Com relação às contas comerciais deve-se notar que o país mantém um incrivelmente baixo coeficiente de importações (da ordem de 5.5% do PIB, sendo que 60% das importações são de petróleo) até o primeiro semestre de 1986. Até então, com a economia crescendo em torno de 7%, isso não parecia gerar qualquer problema<sup>67</sup>, mas após fevereiro alguma pressão sobre as importações se observa especialmente durante o segundo semestre com a aproximação da plena capacidade<sup>68</sup>. É importante observar que não tem havido, e certamente não haveria, maiores resistências quanto a um substancial crescimento do coeficiente de importações em muitos ramos industriais. A impressão de muitos observadores é a de que o fechamento comercial da economia brasileira se deve menos aos tradicionais argumentos e lobbies ligados às indústrias "nascentes", senão talvez pelos setores de maior densidade tecnológica, do que pelas restrições associadas aos pagamentos relativos à dívida externa. Assim sendo, seria muito desejável para a economia brasileira retornar aos coeficientes de importação "históricos" da ordem de 10%, e nesse sentido, a redefinição da pauta de importações após a complementação de mais uma etapa do processo de substituição de importações deve ser objeto de alguma reflexão. O novo perfil industrial do país talvez indique um processo de liberalização seletivo que privilegie o comércio intra-industrial e não a ganhos "ricardianos" de eficiência estática que sabidamente tem como corolário a desindustrialização. Nesse sentido caberia definir uma política industrial

<sup>67</sup> As projeções do BNDES nesse sentido mostram que um certo esforço adicional de investimento deveria ser empreendido, mas nada que não fosse perfeitamente razoável. Veja-se BNDES - "Novos Cenários para a Economia Brasileira : 1985-1990" BNDES-DEPLAN, outubro de 1985.

<sup>68</sup> Note-se, além disso, que projeções mais recentes situam o crescimento da economia para 1986 em torno de 10%.

bastante precisa, apontando setores a serem liberalizados, a serem desnacionalizados e em que grau, e setores a serem protegidos.

É claro que nada disso se coloca se o "teto" determinado pelos pagamentos relativos à dívida externa não é removido. Mas deve-se observar que esses problemas não são independentes. A renegociação da dívida externa, assim como o comportamento recente do investimento direto estrangeiro, devem ser considerados como partes de um processo de redefinição das relações financeiras do país com o exterior, o qual está ligado à reabertura comercial do país. A normalização dos fluxos de investimento direto e do acesso aos mercados financeiros internacionais passa por definições claras acerca das regras quanto aos setores acessíveis a investimento direto estrangeiro, as modalidades de conversão da dívida externa em capital de risco, o papel das multinacionais no domínio da geração de tecnologia nas áreas de ponta e quanto a legislação referente ao capital estrangeiro. Opções com relação a esses temas, e em função disso, algumas mudanças qualitativas no relacionamento do país com o exterior, serão, sem sombra de dúvida, temas a ocupar prioritariamente a atenção da nova assembleia constituinte.

79. Werneck, R.F. "Uma Análise do Financiamento e dos Investimentos das Empresas Estatais Federais no Brasil, 1980-83".
80. Bacha, E. e P. Malan, "Brazil's Debt: From the Miracle to the Fund".
81. Lara Resende, A. "A Moeda Indexada: Nem Mágica nem Panacéia".
82. Bacha, E. "O Fim da Inflação no Reino de Lisarb".
83. Abreu, M.P. "A Dívida Pública Externa do Brasil, 1824-1931".
84. Arida, P. "Economic Stabilization in Brazil".
85. Arida, P. e A. Lara Resende; "Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil".
86. Carneiro, D.D.; "O Conceito de Liquidez e o Comportamento de Alguns Indicadores para a Economia Brasileira".
87. Arida, P. "Macroeconomic Issues for Latin America".
88. Carneiro, D.D. "Growth Perspectives for Indebted Latin America: A Note on Major Issues".
89. Correa do Lago, L.A. "O Surgimento da Escravidão e a Transição para o Trabalho Livre no Brasil: Um Modelo Teórico Simples e uma Visão de Longo Prazo".
90. Lopes, F.L. e E. Modiano; "Determinantes Externos e Internos da Atividade Econômica no Brasil".
91. Werneck, R.L.F. "A Questão do Controle da Necessidade de Financiamento das Empresas Estatais e o Orçamento de Despesas Globais da SEST".
92. Fraga Neto, A. "German Reparations and the Brazilian Debt Crisis: A Comparative Study of International Lending and Adjustment".
93. Werneck, R.L.F. "Empresas Estatais, Controle de Preços e Contenção de Importações".
94. Modiano, E.M. "O Repasse Gradual: Da Inflação Passada aos Preços Futuros".
95. Fraga Neto, A. "Price Uncertainty and the Exchange-Rate Risk Premium".
96. Fraga Neto, A. "Indexation and Inflation in Brazil".
97. Bacha, E. "The Future Role of the International Monetary Fund in Latin America: Issues and Proposals".
98. Fraga Neto, A. e A. Lara-Resende; "Déficit, Dívida e Ajustamento: Uma Nota sobre o Caso Brasileiro".
99. Modiano, E.M. "A Inflação e a Moeda Indexada".
100. Bacha, E.L. e R.E. Feinberg; "The World Bank and Structural Adjustment in Latin America".
101. Camargo, J.M. "NRB Products Boom and Industrial Growth in Brazil: 1967-1980".

102. Bacha, E. "Banco Mundial: Um Memorando Brasileiro".
103. Camargo, J.M. "Política de Renda e Ajuste Macroeconômico".
104. Lopes, F.L. "Novo Austral na Argentina".
105. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Brazil's Foreign Borrowing from Multilateral and Governmental Agencies: An Overview of Past Experience and the Present Challenge".
106. Modiano, E.M. "Repasses Mensais: Uma Alternativa de Política Salarial".
107. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Latin American and Caribbean Countries in the World Trade System: Past Problems and Future Prospects".
108. Modiano, E.M. e F. Lopes; "Inflação: Análise do Impacto de Mudanças na Política Salarial".
109. Carneiro, D.D. "Long Run Adjustment, Debt Crisis and the Changing Role of Stabilization Policies in the Brazilian Recent Experience".
110. Bacha, E.L. "Preliminary Notes on the Economic Strategy of the New Brazilian Government".
111. Lopes, F.L. "A Medida da Inflação no Brasil".
112. Modiano, E.M. "O Choque Argentino e o Dilema Brasileiro".
113. Modiano, E.M. "A Escala Móvel e o Fio da Navalha".
114. Moraes, P.B., "Uma Nota sobre as Importações Brasileiras de Produtos Manufaturados".
115. Lopes, F.L., "O Problema do Descongelamento".
116. Amadeo, E.J., "Notes on Growth, Distribution and Capacity Utilization".
117. Modiano, E.M., "O Pacto Social: A Experiência de Israel".
118. Amadeo, E.J., "Changes in Output in Keynes's Treatise on Money".
119. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Condicionantes Externos ao Crescimento Brasileiro: Cenários para a Segunda Metade dos Anos 80".
120. Amadeo, E.J., "Changes in Capacity Utilization in "Fully Adjusted Situations".
121. Werneck, R.L.F. "Poupança Estatal, Dívida Externa e Crise Financeira do Setor Público".
122. Amadeo, E.J. "A Preliminary Essay on Ideology and Economics".
123. Amadeo, E.J. "The Post-Wicksellian Approach to the Theory of Employment and Price Determination".
124. Camargo, J.M. "Margem Bruta de Lucros, Fragilidade Financeira e Nível de Atividade".
125. Carneiro, D.D. "Passivo do Governo e Déficit Público: A experiência da economia brasileira no período de 1970/84".

126. Amadeo, E.J. "On Money Wages: Keynesian and Monetarist Critiques of Keynes's Closure of the Labor Market"
127. Abreu, M.P. "Política Social no Brasil: A Relevância dos Paradigmas Históricos e Comparativos".
128. Moraes, Pedro B. e Luis Serven. "Dollarization and Credibility: An Analysis of the Mexican Experience".
129. Lopes, Francisco. "Inflation and External Debt Problems in Latin America".
130. Abreu, M.P. e Fritsch, W. "Exogenous Determinants of Trade and Debt Patterns in Latin America".
131. Bacha, E.L. "A Inércia e o Conflito: O Plano Cruzado e Seus Desafios".
132. Dutt, A.K. "Growth, Distribution and Technological Change".
133. Werneck, R.L.F. "Retomada do Crescimento e Esforço de Poupança: Limitações e Possibilidades".
134. Modiano, E.M. "Mitos e Fatos sobre o Setor Público Brasileiro".
135. Moraes, P.B. "The Brazilian Stabilization Program of 1964: Price Guidelines cum Credit Restrictions".
136. Camargo, J.M. "Ajuste Estrutural e Distribuição da Renda".
137. Saldanha, F. "Fixprice Analysis of Labor-Managed Economies".
138. Carneiro, D. "Stabilization Policies and Adjustment: The Brazilian Economy in the Eighties".
139. Bacha, E.L. "Debt, Stabilization and Growth: Brazilian-Based Reflections".
140. Franco, G.H.B. "Testing Monetarist Models of Hyperinflation".
141. Franco, G.H.B. "Inertia, Coordination and Corporatism".
142. Amadeo, Edward. "Ensaio sobre a economia e Política de J.M. Keynes".
143. Amadeo, Edward. "Teoria e Método nos Primórdios da Macroeconomia (final): a Revolução Keynesiana e a Análise do Multiplicador".