

O Plano Cruzado: teoria e prática

The Cruzado Plan: theory and practice

MARIA SILVIA BASTOS MARQUES*

RESUMO: O objetivo deste artigo é revisar a experiência de estabilização implementada no Brasil em 1986. A primeira seção discute os fundamentos teóricos do chamado Plano Cruzado. Uma breve revisão do desempenho da economia brasileira é apresentada na seção a seguir, bem como os principais aspectos do programa de estabilização. A seção final analisa a implementação do Plano Cruzado, seus problemas e a gestão da política econômica durante 1986 e os primeiros meses de 1987.

PALAVRAS-CHAVE: Inflação, estabilização; Plano Cruzado.

ABSTRACT: The purpose of this paper is to review the stabilization experience implemented in Brazil in 1986. The first section discusses the theoretical foundations of the so-called Cruzado Plan. A brief review of the performance of the Brazilian economy is presented in the following section, as well as the main aspects of the stabilization program. The final section analyses the implementation of the Cruzado Plan, its problems and the management of economic policy during 1986, and the first months of 1987.

KEYWORDS: Inflation; stabilization; Cruzado Plan.

JEL Classification: E31; E52.

Este trabalho tem por objetivo uma retrospectiva da experiência de estabilização realizada no Brasil a partir de março de 1986, com base no chamado Plano Cruzado.

A primeira seção discute os aspectos principais das propostas heterodoxas de combate à inflação, desenvolvidas na segunda metade de 1984, e que contêm os fundamentos teóricos do Plano Cruzado.

A seção seguinte apresenta um breve retrospecto da evolução da economia brasileira no período imediatamente anterior ao anúncio do plano, comenta os pontos mais importantes do programa de estabilização e as primeiras inquietações a respeito de suas premissas e de sua execução.

A última seção analisa a implementação do Plano Cruzado, o comportamento

* Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. Rio de Janeiro/RJ, Brasil.

da economia ao longo do ano de 1986 e nos primeiros meses de 1987, assim como as principais medidas de ajuste do Plano Cruzado.

ASPECTOS TEÓRICOS

Em meados de 1984, programas de combate à inflação de caráter “heterodoxo” começaram a ser discutidos no meio acadêmico e na imprensa brasileira. Depois de três anos de forte recessão, em que o produto real da economia caiu cerca de 5% e a inflação se elevou em mais de 100 pontos de porcentagem, os instrumentos tradicionais de política monetária e fiscal pareciam ter caído em descrédito. De fato, diversos trabalhos corroboravam a tese do “pessimismo deflacionista” das políticas de contenção da demanda agregada¹ mostrando que, para taxas de inflação da magnitude da brasileira, a Curva de Phillips seria praticamente horizontal.

Havia, portanto, um ambiente propício à discussão de políticas anti-inflacionárias alternativas, que reduzissem substancialmente a taxa de inflação sem comprometer a incipiente recuperação da atividade econômica. O debate sobre desindexação, que já vinha ocorrendo há algum tempo, intensificou-se nesta ocasião. Economistas de diversas tendências defendiam, em maior ou menor grau e abrangência, a desindexação da economia como condição necessária (e, para alguns, suficiente) para a queda da inflação.

Entre as chamadas propostas heterodoxas de combate à inflação, duas receberam particular destaque: a de Lopes (ago. 84 e nov. 84) e a de Lara Resende (set. 84 e dez. 84). A primeira, batizada de choque heterodoxo, destacava o mecanismo de autossustentação da inflação brasileira² e propunha, como forma de desvincular a inflação presente e futura da inflação passada, um congelamento abrupto e total de preços e salários, acompanhado de políticas monetária e fiscal passivas.

De acordo com Lopes, o processo inflacionário seria formado por dois componentes: os choques, responsáveis por alterações na trajetória da inflação, e a tendência inflacionária. Na ausência de choques, a taxa de inflação seria igual à tendência inflacionária. Ao contrário da visão tradicional, segundo a qual a tendência seria formada pelas expectativas de inflação (de acordo com uma Curva de Phillips aceleracionista), Lopes explica a tendência com base na inércia inflacionária. O argumento chave é que, em economias com inflação crônica, os agentes econômicos tentam recompor os picos de rendimentos reais quando ocorrem os reajustes periódicos de preços. Este comportamento defensivo ocorreria independentemente do estado das expectativas. Se houvesse, por exemplo, expectativa de desaceleração da taxa de inflação, como o número de agentes é elevado e cada um deles dispõe de informação limitada sobre o possível comportamento dos demais,

¹ Lara Resende e Lopes (1981), Lopes (1982), Mediano (1983), Mediano (1985) e Cysne (1985).

² Para um breve retrospecto do desenvolvimento da teoria da inflação inercial ver Bresser-Pereira e Nakano (1986).

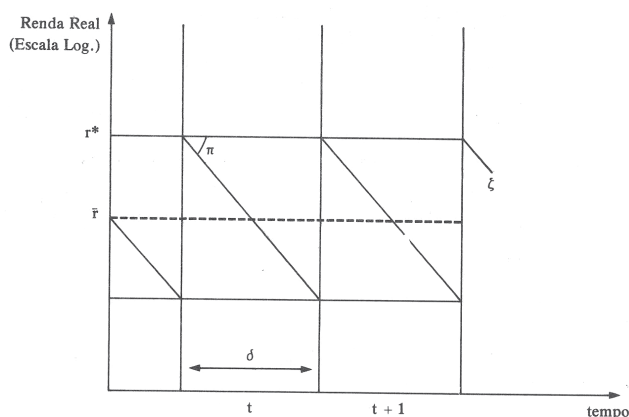
não haveria incentivo para reduzir unilateralmente o pico de renda real, na medida em que isto representaria perda de renda real média, caso não se confirmasse a queda da inflação. Consequentemente, a taxa de inflação corrente continuaria sendo determinada pela taxa passada.

Vale a pena ressaltar, entretanto, que esse raciocínio é válido apenas quando há expectativa de queda da inflação. Se a expectativa fosse de aumento da inflação, os agentes econômicos tenderiam a agir de forma não cooperativa, elevando seus picos de renda real e rompendo, assim, o movimento inercial da taxa de inflação. O comportamento desta seria, portanto, assimétrico. Predominantemente inercial quando houvesse expectativa de queda da inflação, o que dificultaria a execução de programas anti-inflacionários, e aceleracionista quando as expectativas fossem de elevação da taxa.

Lopes observa ainda que a ocorrência de inflação inercial independe da existência de mecanismos formais de indexação. Na verdade, como a intensidade da realimentação inflacionária depende da defasagem e do percentual de repasse da inflação passada, a existência de esquemas formais de indexação pode atuar impedindo a recomposição plena ou a elevação dos picos de renda real e/ou o aumento na periodicidade dos reajustes, em decorrência de expectativas ou de aceleração efetiva da inflação.

A proposta de choque heterodoxo baseia-se no pressuposto de que uma política anti-inflacionária eficaz deve agir diretamente sobre a tendência inflacionária, na medida em que choques deflacionários têm impacto reduzido sobre taxas de inflação elevadas e acarretam pesados custos reais. Além disso, a simples extinção dos mecanismos legais de indexação não afetaria o movimento inercial da taxa de inflação, pois os agentes econômicos continuariam comportando-se defensivamente e tentando recompor seus picos de renda real.

Figura 1



O padrão de recomposição periódica dos rendimentos reais pode ser visualizado na Figura 1, que descreve a trajetória da renda real de um agente econômico

entre períodos de reajuste. No início do período o agente recebe a renda real r^* que se deteriora ao longo do tempo de acordo com a taxa de inflação π . No fim do período a renda real é recomposta de modo a recuperar o pico de renda real prévio ($r^*_{t+1} = r^*_t$). Com periodicidade fixa de reajuste e taxa de inflação estável, a renda real média $\bar{r}$ será constante em todos os períodos. Genericamente, a renda real média de um agente econômico depende de três parâmetros: do pico de renda real, do intervalo entre reajustes (δ) e da taxa de inflação:

$$\bar{r}_t = r(r^*, \delta, \pi_t) \quad (1)$$

$$r'_{r^*} > 0; \quad r'_\delta < 0; \quad r'_\pi < 0$$

A versão inicial do choque heterodoxo tinha como pontos fundamentais, como já foi mencionado, um congelamento de preços e salários conjugado a políticas monetária e fiscal passivas.³ O horizonte do plano de estabilização era de dois anos, dividido em duas fases. Na primeira, cuja duração seria de cerca de seis meses, os preços públicos, administrados pelo governo e controláveis pelo CIP, seriam congelados. Na fase seguinte estes preços seriam controlados dentro de uma faixa de reajuste mensal de 1,5%.

Com relação à política salarial, previa-se a concessão de “abonos” salariais diferenciados para os trabalhadores que tivessem suas datas-base no mês em que fosse decretado o congelamento e nos dois meses seguintes. Este procedimento, entretanto, seria claramente inconsistente, na medida em que os trabalhadores que tivessem recebido reajustes nos dois meses anteriores ao congelamento teriam seus salários fixados acima do salário real médio que vigoraria na ausência de congelamento. Além das distorções geradas em termos de salários relativos, já que alguns trabalhadores teriam seus salários congelados pela média e outros acima da média, a estrutura global de salários resultante seria incompatível com a hipótese de estabilidade de preços, na medida em que o salário real médio da economia teria sido elevado.⁴ Adicionalmente, previa-se a concessão de aumentos de 0,5% a.m. durante os seis primeiros meses do programa, a título de “recomposição salarial”. Após esta fase seria instituída a livre negociação de salários.

As ideias de sincronização de reajustes e reforma monetária foram incorporadas posteriormente à proposta de choque heterodoxo. Reconhecendo os problemas que adviriam do congelamento de uma estrutura de rendimentos que sofria reajustes em momentos diferentes do tempo, e as dificuldades políticas para sincronizar esses reajustes sem aceleração inflacionária, Lopes combinou as ideias de reforma

³ Era prevista a utilização de subsídios para compensar distorções geradas pelo congelamento de preços e a recuperação do investimento público, sem a realização de cortes em outros setores.

⁴ A menos que o abono concedido aos trabalhadores fosse tal que reduzisse seus salários reais médios na mesma proporção do aumento obtido por aqueles que tiveram seus reajustes nos dois meses anteriores ao congelamento.

monetária e congelamento de preços. A mudança da unidade de conta, de cruzeiro para cruzado,⁵ facilitaria a tarefa de conversão dos valores vigentes em um dado momento em seus valores reais médios, pois significaria uma ruptura com o passado inflacionário representado pelo cruzeiro e uma aposta na estabilidade de preços na nova moeda. Os preços administrados seriam imediatamente convertidos em cruzados pelo seu valor real médio vigente nos últimos seis meses e congelados pelos quinze meses seguintes. Durante um período de transição em que as duas moedas circulariam na economia, os contratos de salários, aluguéis etc. poderiam ser livremente recontratados em termos da nova moeda. Após este período, seriam compulsoriamente convertidos em cruzados com base no valor real médio em cruzeiros nos últimos doze meses. Os preços, por sua vez, seriam rigidamente controlados, de modo a impedir a aceleração da inflação em cruzeiros no período de transição e o aumento dos preços em cruzados. A aposta na estabilidade dos preços em cruzados seria reforçada pelo estabelecimento de uma taxa de câmbio fixa entre o cruzado e o dólar, pelo prazo de um ano. Adicionalmente, seriam proibidas cláusulas de indexação em todos os contratos com prazo inferior a um ano.

O programa de combate à inflação proposto por Lara Resende (nov. 84) também tem como ponto de partida a constatação do caráter essencialmente inercial da inflação brasileira. Lara Resende discorda, entretanto, da utilização de controle ou de congelamento de preços, devido às distorções que se cristalizariam na estrutura de preços relativos e às conhecidas dificuldades operacionais para executar um programa desse tipo. Sua proposta de política anti-inflacionária baseia-se na observação de que, durante as hiperinflações, os agentes econômicos reduzem cada vez mais o prazo dos contratos, devido à necessidade de rever preços quase continuamente. Este procedimento permite que a inflação caia rapidamente com o anúncio de uma reforma monetária e de medidas de política econômica, já que não existe inércia no sistema econômico. A ideia, no caso brasileiro, seria anular a memória inflacionária do sistema, reproduzindo o padrão de comportamento próprio às hiperinflações. Isto seria feito pela introdução de uma moeda indexada diariamente de acordo com a variação pro rata/dia da ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional) no mês.

O plano de reforma monetária com introdução de uma moeda indexada (novo cruzeiro) apoia-se em três pressupostos básicos a respeito das condições vigentes da economia brasileira. O primeiro deles é que os fatores primários da inflação (o déficit operacional do setor público e a política monetária) estavam sob controle, não existindo pressões de demanda que pudessem acelerar a taxa de inflação. Supunha-se também que não existiam pressões pelo lado da oferta, pois os ajustes mais importantes de preços relativos (como desvalorização real do câmbio e eliminação de subsídios ao consumo e aos preços públicos) já haviam sido realizados, os salários não pressionavam os custos, a taxa de variação dos preços agrícolas era inferior à dos preços industriais, e o setor externo apresentava folga suficiente

⁵ A nova moeda foi denominada, inicialmente, “cruzeiro-ouro”.

para garantir as importações necessárias. Consequentemente chega-se ao terceiro pressuposto, o de que a inflação brasileira era predominantemente inercial. Ou seja, a taxa de inflação mantinha-se em patamares elevados não porque houvesse descontrole das políticas macroeconômicas ou choques desfavoráveis de oferta, mas porque a cadeia de realimentação atrelava a inflação presente à inflação passada.

A proposta de moeda indexada fundamenta-se nesse diagnóstico. Acreditava-se que, “se fosse possível suprimir a memória inflacionária, as atuais condições objetivas da economia brasileira manteriam os preços muito próximos da estabilidade”.⁶ Vale a pena observar, entretanto, que embora esta análise das condições da economia brasileira pudesse estar próxima da realidade quando da elaboração do programa, isto não se verificaria necessariamente no momento de sua execução. Nessa ocasião seria necessário reavaliar o comportamento das principais variáveis econômicas, de modo a determinar a validade das premissas. Caso fossem constatadas tensões de demanda ou de oferta, a reforma monetária tornar-se-ia apenas condição necessária, mas não suficiente, para a estabilidade dos preços. De acordo com os próprios autores, aquela “... precisaria ser precedida pela tomada de providências quanto aos fundamentos ...”⁷ (do processo inflacionário).

A taxa de conversão entre o cruzeiro e o novo cruzeiro (NC) seria estipulada com base no repasse diário ao NC da taxa de variação mensal da ORTN. A utilização da nova moeda seria facultativa e a troca de cruzeiros por NC seria garantida pelo Banco Central. Quando a maioria dos preços estivesse sendo cotada em NC, o índice geral de preços em cruzeiros deixaria de ser calculado, permanecendo apenas o acompanhamento do índice em NC. A partir deste momento, a taxa de desvalorização mensal do cruzeiro em relação ao NC seria fixada pelo Banco Central como equivalente à inflação média em cruzeiros verificada nos últimos seis meses. Dessa forma, seria mantido o incentivo à conversão do estoque remanescente de cruzeiros em novos cruzeiros.

Note-se que esse mesmo procedimento foi utilizado no Plano Austral, e mais tarde no Plano Cruzado, para expurgar as expectativas inflacionárias dos contratos com taxas de juros pré-fixadas. Caso contrário, se a inflação caísse a taxas próximas de zero, as taxas de juros nominais pré-fixadas transformar-se-iam em taxas de juros reais extraordinariamente elevadas, gerando acentuadas transferências de renda real de devedores para credores. Este problema, apontado por Lopes,⁸ não se verifica na proposta de moeda indexada. Como o cruzeiro se desvalorizaria diariamente em relação ao NC, bastaria convertê-lo à taxa do dia na data de vencimento do contrato.

Um requisito essencial para o sucesso do programa de reforma monetária é o da estabilidade da taxa de inflação em cruzeiros, que corresponderia a preços estáveis em NC. De acordo com os autores, “o nível de preços em NC é constante,

⁶ Lara Resende (set. 1984, p. 131).

⁷ Arida e Lara Resende (dez. 1984, p. 23).

⁸ Lopes (nov. 1984, p. 135).

por definição, durante a transição”.⁹ Entretanto, “é absolutamente necessário que a conversão (de salários e preços públicos) seja apenas permitida ao preço real médio vigente no período entre os reajustes ... Caso contrário, a incompatibilidade distributiva ... reintroduziria a pressão inflacionária”.¹⁰

O programa prevê que os preços administrados pelo governo seriam imediatamente fixados em NC com base nos preços reais médios em cruzeiros vigentes no último período de indexação. Os salários e aluguéis não seriam obrigatoriamente convertidos em NC. Entretanto, se os contratantes optassem pela conversão, esta seria realizada pelo valor real médio em cruzeiros dos últimos seis meses transformado em NC à taxa do dia. Quanto aos demais preços da economia, não havia qualquer regra estipulando sua conversão em NC.

A consistência do sistema com todos os preços cotados em NC e, portanto, a estabilidade de preços na nova moeda dependeria essencialmente da conversão dos valores pelas suas médias reais e não pelos picos. Parece difícil assegurar que isso aconteceria, na medida em que os salários e grande parte dos preços poderiam continuar sendo reajustados livremente em cruzeiros. Se, por exemplo, os trabalhadores pressionassem por aumentos de salários em cruzeiros a título de reposição salarial¹¹ e estes aumentos fossem repassados aos preços, a taxa de inflação em cruzeiros aumentaria e resultaria em elevação dos preços em novos cruzeiros.

Simonsen (nov. 84), Lopes (nov. 84) e Mediano e Carneiro (nov. 84) apontaram para os riscos de contaminação da nova moeda em decorrência da aceleração da inflação em cruzeiros. De acordo com Simonsen, para evitar tais riscos¹² seria necessário inverter as etapas da proposta de Lara Resende e, antes da reforma monetária, sincronizar os reajustes de salários e preços e estabilizar a taxa de inflação.

Em síntese, Simonsen sugeriu que em um período prévio de transição, que duraria pouco mais de seis meses, todos os salários, aluguéis e preços administrados fossem convertidos em ORTN pela média real dos últimos seis meses. Com a redução da periodicidade da indexação a economia estaria mais vulnerável a choques de oferta, o que exigiria cuidados adicionais: evitar aumentos de impostos indiretos, cortes de subsídios e desvalorizações reais de câmbio, manter os preços sob vigilância do CIP e SUNAB e controlar a expansão monetária em cruzeiros. Passada a fase de transição, em que presumivelmente a inflação teria encontrado seu novo patamar de equilíbrio, seria realizada a reforma monetária, tomando-se a precaução

⁹ Arida e Lara Resende (dez. 1984, p. 27).

¹⁰ Lara Resende (set. 1984, p. 134).

¹¹ Haveria, certamente, resistência por parte dos trabalhadores à conversão pelas médias, inclusive devido à observação de que muitos preços seriam convertidos pelos seus picos. Portanto, seria bastante provável a ocorrência de demandas desta natureza.

¹² Simonsen (p. 103) observa que dois outros fatores poderiam levar à aceleração da inflação em cruzeiros: expectativas inflacionárias aceleracionistas em cruzeiros devido às variações diárias da cotação da nova moeda e o descontrole da oferta monetária em cruzeiros na medida em que os depósitos à vista seriam indexados no momento da reforma monetária.

de proibir cláusulas de indexação em contratos de prazo inferior a cinco anos, à exceção das cadernetas de poupança, FGTS, PIS e PASEP.

A principal dificuldade da proposta de Simonsen parece ser a resistência política que haveria à conversão dos salários pelas médias. Além disso, a perspectiva de realização da reforma monetária poderia desencadear um movimento especulativo intenso dos preços não controláveis, como serviços pessoais, distorcendo os preços relativos e impedindo que a taxa de inflação se estabilizasse no período de transição.

Como é possível perceber, a proposta da moeda indexada envolve riscos não negligenciáveis de ocorrência de inflação no novo padrão monetário. As providências que poderiam ser tomadas a esse respeito anulariam as vantagens desta proposta em relação à do choque heterodoxo: “não ser compulsória, não depender de controles administrativos e manter funcionando o mercado”.¹³

Um último aspecto a mencionar refere-se ao papel das políticas monetária e fiscal no âmbito da reforma monetária. De acordo com as premissas do programa estas políticas estariam sob controle. No período pós-reforma, o déficit nominal (ou necessidade de financiamento do setor público) calculado em NC seria equivalente ao déficit operacional do setor público. Àquela altura estimava-se que, ao final de 1984, as contas do setor público apresentariam superávit operacional de cerca de 0,3% do PIB,¹⁴ o que representaria a eliminação tanto do déficit operacional quanto do déficit nominal em NC. Ainda assim, diversos fatores, como o fato de que o déficit operacional referia-se apenas ao setor público não financeiro (o que significa que eventuais déficits de caixa das autoridades monetárias, BNH etc., não eram contabilizados), a inclusão apenas das despesas relacionadas no Orçamento do Tesouro, em um contexto onde as despesas fiscais estavam espalhadas por múltiplos orçamentos (Monetário, das Estatais e do Tesouro) etc., indicavam que a questão das contas do governo merecia análise mais criteriosa.¹⁵

A política monetária pós-reforma deveria ser balizada pela condicionante de que, uma vez que a taxa de inflação caísse para níveis próximos de zero, haveria forte aumento da demanda de moeda decorrente da redução do custo de oportunidade de reter moeda vis à vis dos demais ativos financeiros. Se, por um lado, criava-se uma fonte de financiamento para os gastos do governo a juros reais zero, por outro, cumpria determinar a taxa adequada de expansão da oferta de moeda em um ambiente de estabilidade de preços, de modo a não reativar as expectativas inflacionárias ou causar deflação e elevação excessiva da taxa de juros real.

Estes são os aspectos mais importantes das propostas de choque heterodoxo e de moeda indexada. Os pontos comuns aos dois planos anti-inflacionários são:

¹³ Lara Resende (set. 1984, p. 134) e Arida e Lara Resende (p. 32).

¹⁴ Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa Econômico – Ajustamento Interno e Externo*, nov. 1984, p. 13. Após inúmeras revisões, a estimativa atual para o ano de 1984 é de um déficit operacional de 2,7% do PIB (idem, fev. 1987, p. 33).

¹⁵ Ver a respeito Batista Jr. (abr.-jun 1985).

o diagnóstico de que a inflação brasileira é predominantemente inercial, o objetivo de reduzir a inflação sem recessão, a realização de reforma monetária, a necessidade de converter salários e preços para a nova moeda pelas suas médias reais e não pelos picos e a aposta em taxas de inflação na nova moeda próximas de zero. Os controles de preços, fundamentais na proposta de choque heterodoxo, não são endossados por Arida e Lara Resende.

Outro elemento comum, decorrente da hipótese de que a natureza da inflação é essencialmente inercial, é a tendência a negligenciar, em maior ou menor grau, a importância das condições de demanda. Nenhuma das duas propostas inclui, explicitamente, recomendações de austeridade monetária e fiscal. Bastaria romper o mecanismo de realimentação inflacionária para que os preços rapidamente se estabilizassem.

AS MEDIDAS DO PLANO CRUZADO

No dia 14.6.1985, sem aviso ou negociação prévios, o governo argentino anunciou o Plano Austral, assim denominado em decorrência da mudança da unidade de conta de peso para austral. Seu objetivo era debelar um processo já configurado de hiperinflação, por meio da combinação de políticas de renda com medidas de contenção monetária e fiscal.¹⁶ Apenas quinze dias depois, em 1.º de julho, o governo de Israel adotou um programa de estabilização com características semelhantes (congelamento de preços e salários, desvalorização cambial, medidas fiscais, etc.), utilizando um decreto de emergência.¹⁷ Finalmente, seguindo as experiências argentina e israelense, em 28.2.1986 o presidente Sarney anunciou o plano de estabilização brasileiro, formalizado no Decreto-lei n.º 2.283. Ao contrário dos planos argentino e israelense, o chamado Plano Cruzado não previa medidas nas áreas monetária e fiscal, apoiando-se exclusivamente em políticas de renda.¹⁸

Antes de discutir o programa de estabilização seria útil fazer um breve retrospecto da situação da economia brasileira no período que antecede o Plano Cruzado. Com relação à taxa de inflação, as perspectivas do novo governo, empossado em março de 1985, não eram promissoras. Estabilizada em um patamar de cerca de 200% a.a. desde 1983, apesar da forte queda do produto real verificada entre 1981 e 1983, a inflação vinha apresentando sinais de significativa elevação desde

¹⁶ Ver Lopes (1986) e Modiano (abr-jun, 1986).

¹⁷ Uma análise do embasamento teórico e dos principais elementos do programa israelense pode ser encontrada em Bruno (nov. 1985).

¹⁸ Para uma discussão da utilização de políticas de renda em programas de estabilização da inflação e uma análise das experiências argentina, israelense e brasileira até meados de 1986, ver Dornbusch e Simonsen (1986). Para uma revisão da experiência brasileira com políticas de estabilização desde o 2.º choque do petróleo, ver Carneiro (1986). Cysne (1985) compara as experiências de estabilização dos períodos 1964-1966 e 1980-1984.

outubro de 1984. Para tentar conter a aceleração da inflação, já no dia 18 de março as autoridades econômicas decretariam o reenquadramento de todos os produtos e serviços que haviam sido liberados do controle do CIP no ano anterior, e o congelamento de preços administrados e de tarifas públicas. No início de abril o controle de preços foi estendido ao varejo, com o tabelamento de 41 produtos “essenciais”. Alterou-se também a fórmula de cálculo das correções monetárias e cambial, que passaram a corresponder não mais à taxa de inflação do mês imediatamente anterior (medida pelo IGP-DI), mas à média geométrica das taxas de inflação dos três meses precedentes.

Em abril a inflação caiu substancialmente, em decorrência do controle de preços, tendo permanecido no mesmo nível nos meses de maio e junho (Tabela 1).

Tabela 1: Índices de Preços
(Variações Percentuais)

Período	IGP-DI		INPC		IPCA	
	No mês	Em 12 meses	No mês	Em 12 meses	No mês	Em 12 meses
1985 – Jan.	12,6	232,1	11,8	216,0	11,8	221,3
Fev.	10,2	225,9	10,9	219,5	10,9	225,3
Mar.	12,7	234,1	9,9	219,8	10,2	228,9
Abr.	7,2	228,8	8,6	217,1	8,2	224,9
Mai.	7,8	225,6	7,2	212,7	7,2	219,4
Jun.	7,8	221,4	8,3	208,1	8,5	214,8
Jul.	8,9	217,3	10,1	210,8	10,3	216,4
Ago.	14,0	227,0	11,6	219,5	12,0	224,3
Set.	9,1	222,9	10,1	216,6	11,1	222,4
Out.	9,0	212,8	10,3	215,9	10,6	223,0
Nov.	15,0	227,2	14,2	227,0	14,0	233,0
Dez.	13,2	235,1	15,8	239,1	15,1	242,2
1986 – Jan.	17,8	250,4	15,0	248,7	14,4	250,2
Fev.	15,0	265,8	12,5	253,5	12,7	256,1

Fontes: Fundação Getúlio Vargas, Conjuntura Econômica, fev. 1985, fev. e dez. 1986; Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Indicadores IBGE, ago. 1986.

Entretanto, o controle rígido de preços já se tornava insustentável. A fórmula de cálculo das correções monetária e cambial, embora pudesse auxiliar a contenção da inflação em um contexto de aceleração inflacionária, agia de maneira perversa na presença de taxas de inflação declinantes, na medida em que os custos financeiros das empresas e do próprio governo cresciam acima das taxas de inflação. Em junho foram autorizados aumentos para a energia elétrica, aço e diversos outros preços sujeitos a controle (Tabela 2).

A preocupação com a saúde financeira das empresas estatais, prejudicada pelo congelamento de preços e tarifas, e com o comportamento global das contas pú-

TABELA 2
PRINCIPAIS PRODUTOS E SERVIÇOS COM PREÇOS ADMINISTRADOS
(variações percentuais)

Período	Trigo	Energia elétrica	Telecomunicações	Gasolina	Óleo diesel	Alcool	Produtos siderúrgicos	Correios e telégrafos	IGP-DI
1985 - Jan.	—	—	41,5	—	—	—	—	—	12,6
Fev.	20,0	31,7	—	26,9	27,0	27,0	40,9	—	10,2
Mar.	25,0	12,0	—	—	—	—	—	83,3	12,7
Abr.	—	—	—	—	—	—	—	—	7,2
Mai.	—	—	—	—	—	—	—	—	7,8
Jun.	—	22,8	—	—	—	—	15,8	—	7,8
Jul.	—	8,5	39,0	13,8	13,8	13,5	8,5	20,0	8,9
Ago.	—	32,5	—	4,5	4,6	4,4	18,0	48,0	14,0
Set.	25,0	9,5	37,9	10,9	10,5	11,3	9,8	—	9,1
Out.	—	20,0	—	9,4	9,0	9,1	15,5	—	9,0
Nov.	34,0	14,0	—	14,1	11,5	14,3	14,0	—	15,0
Dez.	—	12,0	—	18,2	12,8	18,1	12,5	—	13,2
Acumulado	151,3	306,7	171,2	146,9	130,2	146,7	239,5	225,6	235,1
1986 - Jan.	—	—	27,2	—	—	—	9,0	—	17,8
Fev.	—	8,0	—	13,0	13,1	13,1	—	—	15,0

Fontes: Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa Econômico — Ajustamento Interno e Externo*, nov. 1986; Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica*, jan. 1987.

blicas, levou o governo, em julho, a autorizar novas recomposições parciais de preços administrados e tarifas públicas (Tabela 2) e ao anúncio de um conjunto de medidas fiscais destinado a reduzir o déficit público. As providências foram no sentido de antecipar o recolhimento de impostos e contribuições previdenciárias, elevar alíquotas de impostos sobre operações financeiras, cortar gastos das empresas estatais e reduzir os subsídios ao açúcar e ao álcool.¹⁹

Com a descompressão dos preços, ainda que parcial, a taxa de inflação voltou a aumentar em julho (Tabela 1). Em fins de agosto, a apuração de novas taxas recorde de inflação,²⁰ e o conflito cada vez mais acentuado entre os compromissos do presidente com o crescimento econômico e recomposição de salários reais e a estratégia conservadora do Ministério da Fazenda, levaram à substituição da equipe da Fazenda e a uma nova orientação da política econômica.

A fórmula da correção monetária foi alterada mais uma vez, e a partir de outubro a taxa de variação das ORTN tornou-se equivalente à taxa de variação do IGP-DI.²¹ Esta modificação, conjugada ao aumento nas taxas de expansão dos agregados monetários e à redução no estoque de títulos públicos federais, permitiu que as taxas de juros caíssem significativamente.²² Os preços administrados mais importantes passaram a ser reajustados mensalmente, embora em percentuais inferiores aos necessários para recompor a perda gerada pelo congelamento dos primeiros meses do ano. O objetivo era administrar os aumentos de preços de modo a não pressionar as taxas de inflação, que se mantiveram entre 9 e 10% em setembro e outubro.

A partir de setembro começou a tornar-se claro que estava ocorrendo forte aumento da demanda, explicado por diversos fatores. Entre eles, a percepção da existência de inflação reprimida pelo congelamento de preços, o desequilíbrio temporário entre inflação e correção monetária,²³ a reposição de perdas salariais passadas e a prática cada vez mais generalizada de reajustes trimestrais de salários.²⁴

¹⁹ Para uma análise detalhada das medidas fiscais ver Marques (ago. 1985).

²⁰ A inflação de agosto foi fortemente influenciada pelo comportamento dos preços de alimentos, que cresceram 19% no atacado (IPA-DI, gêneros alimentícios) e 17% no varejo (IPC-RJ, alimentação).

²¹ A fórmula de cálculo da correção monetária (CM) era $(1 + CM_t) = \sqrt{(1 + IGP_{t-2})} \cdot \sqrt{(1 + IGP_{t-3})} \cdot \dots \cdot (1 + IGP_{t-4})$, onde IGP representa a variação percentual mensal do índice geral de preços. Desta forma, a correção monetária do mês de setembro foi determinada pelas taxas de inflação dos meses de maio, junho e julho. Com isto, o governo conseguiu evitar a incorporação da taxa de inflação de agosto no cálculo da correção monetária.

²² Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa Econômico – Ajustamento Interno e Externo*, nov. 1986, p. 52.

²³ Nos meses de julho e agosto houve queda real acumulada de 10,5% no saldo dos depósitos de poupança (deflacionada pelo IPCA). Banco Central do Brasil, *Boletim Mensal*, out. 1986, p. 76 e Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), *Indicadores IBGE*, ago. 1986, p. 15.

²⁴ A propósito da concessão de reajustes trimestrais, Modiano (dez. 1985 e 1986) desenvolveu fórmulas alternativas de política salarial, que permitiriam reduzir a periodicidade dos reajustes com menor impacto sobre a taxa de inflação do que os reajustes trimestrais.

Entre janeiro e setembro, por exemplo, a folha de pagamento industrial cresceu 15,2% em termos reais,²⁵ enquanto as vendas no varejo aumentaram 16%.²⁶ Por outro lado, à produção industrial expandiu-se 7,3% liderada pela produção de bens de consumo durável e de bens de capital, que cresceram 10,7% e 11,3%, respectivamente, no período mencionado.²⁷

Em fins de outubro os preços agrícolas voltaram a crescer aceleradamente, refletindo-se na inflação de novembro. Tentando novamente eliminar uma taxa do sistema de realimentação inflacionária, o governo mudou o índice oficial de inflação do IGP-DI, calculado pela Fundação Getúlio Vargas, para o IPCA (índice de preços ao consumidor ampliado), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. No cálculo do IPCA não são computados os preços no atacado, e o peso dos gêneros alimentícios é significativamente menor do que no INPC (índice nacional de preços ao consumidor), na medida em que o primeiro considera famílias com rendimentos entre 1 e 30 salários-mínimos e o segundo apenas famílias com rendimentos máximos de cinco salários-mínimos. Isto significa que o impacto de um choque agrícola sobre o IPCA é mais tardio e menos intenso comparativamente ao IGP-DI e ao INPC. Além de ser utilizado para o cálculo das correções monetária e cambial, o novo índice também substituiu o INPC como indexador da política salarial.²⁸

Entretanto, os preços agrícolas continuaram aumentando, devido ao choque de oferta causado pela seca que prejudicou fortemente as colheitas, refletindo-se tanto nos índices por atacado quanto ao consumidor. Em dezembro e janeiro o IPCA cresceu 15,1 % e 14,4%, respectivamente, enquanto o IPA-DI, gêneros alimentícios, aumentou 12,7% em dezembro e 26,2% em janeiro.

No início de 1986, a expectativa era de forte aceleração da inflação, em consequência do repasse para toda a economia de taxas elevadas de inflação, através dos mecanismos de indexação. A redução quase generalizada na periodicidade dos reajustes salariais, de seis para três meses, reforçava essa expectativa. Cogitava-se cada vez mais da adoção de um programa heterodoxo de combate à inflação, na medida em que pareciam esgotadas as possibilidades de contê-la por meio dos instrumentos convencionais.

Efetivamente, no dia 28.2.1986 o presidente Sarney anunciou à nação o Plano Cruzado, colocando um termo, ainda que temporário, às divergências e críticas à política econômica dos partidos que compunham a Aliança Democrática, e à preocupação com a possibilidade de ocorrência de uma hiperinflação.

As condições da economia brasileira eram consideradas adequadas à adoção

²⁵ FIBGE, *op: cit.*, dez. 1985, p. 38.

²⁶ Em relação a igual período do ano anterior. Ministério da Indústria e do Comércio, *Conselho de Desenvolvimento Comercial*.

²⁷ FIBGE, *op. cit.*, dez. 1985, pp. 42-43.

²⁸ A partir de jan. 1986.

de um plano deste tipo.²⁹ O setor externo havia apresentado resultados extremamente satisfatório durante o ano de 1985, que se esperava tivessem continuidade ao longo de 1986, julgava-se que as contas públicas estavam próximas do equilíbrio como resultado de um novo conjunto de medidas fiscais promulgado em fins de novembro de 1985, a produção industrial crescia a taxas elevadas e os agregados monetários pareciam estar sob razoável controle.

O Plano Cruzado foi anunciado em clima de grande euforia e mobilização popular, tendo todos os cidadãos sido convocados pelo presidente a atuar como fiscais dos preços e do abastecimento. As principais medidas estabelecidas no Decreto-lei n.º 2.283 de 28.2.1986 foram:³⁰

1) mudança na unidade de conta de cruzeiro para cruzado, com paridade de mil cruzeiros por cruzado;

2) conversão para cruzados dos depósitos à vista e de poupança, das contas do FGTS, do PIS/PASEP e de todas as obrigações vencidas e exigíveis;

3) apuração da taxa de inflação em cruzados pelo índice de preços ao consumidor (IPC) calculado pelo IBGE;

4) conversão em cruzados dos salários e demais remunerações pela média real dos últimos seis meses, acrescida de abono de 8% (16,1 % no caso do salário-mínimo). Restabelecimento dos reajustes anuais na data-base de cada categoria, sendo o reajuste do salário-mínimo antecipado para 1.3.1987;³¹

5) reajuste automático dos salários, sempre que a taxa de inflação acumulada ultrapassar 20% a partir da data de vigência do decreto-lei, ou da primeira negociação salarial;

6) proibição das cláusulas de correção monetária para contratos de prazo inferior a um ano (exceto para cadernetas de poupança, que voltaram a ser reajustadas trimestralmente, saldos do FGTS, PIS e PASEP). Os contratos de prazo superior a um ano podem ter cláusulas de reajuste vinculadas à OTN (antiga ORTN, que teve seu valor fixado em Cz\$ 106,40 até 1.3.1987);

7) conversão em cruzados dos contratos com taxas de juros pré-fixadas, na data do vencimento, com base em tabela que passou a desvalorizar o cruzeiro à taxa diária de 0,45% (correspondente à “expectativa inflacionária” de 14,4% a.m.):

8) conversão dos aluguéis e prestações do Sistema Financeiro da Habitação pelo valor real médio dos últimos 12 meses;

9) preços congelados nos níveis vigentes em 27.2.86.

O primeiro aspecto que sobressai deste conjunto de medidas é a aceitação

²⁹ Ver, por exemplo, declarações do então secretário-geral da SEPLAN, Andrea Calabi, a *O Globo*, 1.3.1986, p. 23.

³⁰ Uma discussão dos fundamentos teóricos e das dificuldades práticas enfrentadas pelo Plano Cruzado é feita em Modiano (1987).

³¹ Na segunda versão do Decreto-lei n.º 2.283, publicada em 10.3.1986 (Decreto-lei n.º 2.284), foi estabelecido reajuste salarial automático de 60% da taxa de variação do IPC na data-base, podendo ser negociados os restantes 40%.

implícita, em fevereiro de 1986, das premissas relativas à economia brasileira formuladas por Arida e Lara Resende no 2.º semestre de 1984. A ausência de diretrizes para as políticas monetária e fiscal corroborava a tese de que não existiam pressões de demanda na economia. Por outro lado, foram cancelados aumentos de preços já anunciados,³² a taxa de câmbio Cz\$/US\$ foi fixada com base no valor vigente em 27.2.1986,³³ e não houve retirada de subsídios ao consumo. Não foram realizados, portanto, quaisquer ajustes de preços relativos. Finalmente, a expectativa das autoridades econômicas de que a taxa de inflação cairia para zero apoiava-se na crença de que a inflação brasileira era, naquele momento, puramente inercial.

Não houve obediência à prescrição de conversão dos valores pelas suas médias reais. No caso dos salários, a concessão do abono de 8% para os salários em geral e de 16,1 % para o salário mínimo teve o propósito de amenizar as perdas nominais de salários sofridas por alguns trabalhadores devido à fórmula de conversão pelas médias, garantindo a adesão da classe ao plano.³⁴ Os preços e tarifas públicas, apesar de declarações de autoridades econômicas de que seriam convertidos pelos seus valores reais médios,³⁵ foram transformados em cruzados e congelados pelos valores vigentes em 27.2.1986. A negociação dos preços interindustriais foi deixada a cargo de fornecedores e compradores.

A desindexação da economia não foi plena, tendo permanecido indexadas as contas de caderneta de poupança, PIS/PASEP e FGTS, e sendo permitidas cláusulas de indexação vinculadas à OTN para contratos de prazo superior a um ano. Entretanto, a modificação mais importante refere-se à política salarial. Além de serem restabelecidos os reajustes anuais, foi instituído o mecanismo da escala móvel para correção dos salários, antiga reivindicação do PMDB. Foi substituída, portanto, a indexação salarial com periodicidade fixa pela indexação com periodicidade endógena. Ou seja, quanto maior a taxa de inflação, menor a extensão do intervalo de reajuste. Logo, na hipótese de ocorrência de choques de oferta desfavoráveis, o sistema torna-se instável, tendendo à hiperinflação.³⁶

O Plano Cruzado iniciava-se, assim, com algumas dúvidas e indagações. A primeira delas relacionava-se à estrutura de preços e salários que havia sido estabelecida. Muitos preços foram convertidos em cruzados acima e outros abaixo do seu valor real médio. As tarifas públicas e os preços administrados não foram

³² Somente a energia elétrica foi aumentada em 20% para o setor industrial, tendo sido cancelados os reajustes já programados para os derivados de petróleo, automóveis e leite.

³³ Como a taxa de câmbio vinha sendo desvalorizada diariamente desde mar, 1985, o valor médio é aproximado pelo valor de pico.

³⁴ Uma análise dos diversos motivos econômicos que foram sugeridos para explicar a concessão do abono pode ser encontrada em Modiano (1987, pp. 22-24).

³⁵ Ver, por exemplo, declaração do Prof. Edmar Bacha, então presidente do IBGE, a *O Globo*, 3.3.1986, p. 17.

³⁶ Estas observações a respeito da escala móvel já haviam sido feitas por Arida e Lara Resende (dez. 1985, p. 20). Para uma análise detalhada das implicações da escala móvel ver Modiano (1987, pp. 25-31).

corrigidos, apesar da defasagem acumulada em anos anteriores. Além disso, o plano foi deflagrado em um momento de aceleração da taxa de inflação, o que significa que um dos pressupostos básicos para o sucesso do plano, o de que a taxa de inflação era essencialmente inercial, não se verificava. Por conseguinte, apenas por pura sorte ter-se-ia obtido uma estrutura de preços relativos próxima da de equilíbrio. As tensões de preços que porventura surgissem seriam particularmente preocupantes devido à presença da escala móvel de salários. Ainda no que tange aos salários, seria possível conciliar a meta de inflação zero com os abonos concedidos, após um ano de forte crescimento dos salários reais.³⁷

Outra questão era a de como proceder ao descongelamento dos preços. A adoção do congelamento de preços tinha por objetivo eliminar a memória inflacionária, pelo convívio da sociedade com preços estáveis. Na verdade, o congelamento de preços permitiu coordenar as expectativas dos agentes econômicos, reduzindo o custo de transição de um sistema com taxas elevadas de inflação para outro com preços estáveis.³⁸ A intenção inicial, de acordo com declarações das autoridades econômicas, era flexibilizar os preços gradativamente, promovendo simultaneamente aumentos nos preços defasados e reduções naqueles que estivessem acima de seus valores de equilíbrio.

Finalmente, outros dois aspectos importantes diziam respeito à condução das políticas monetária e fiscal. Não foi estabelecida qualquer meta para a expansão dos agregados monetários, embora a velocidade e a intensidade da remonetização fossem elementos fundamentais para determinar a trajetória da atividade econômica e das expectativas inflacionárias. Por outro lado, não havia percepção clara do impacto líquido do Plano Cruzado sobre as finanças públicas, o que dificultava a gestão das contas do governo. A possíveis ganhos, como a eliminação da perda inflacionária verificada entre o fato gerador do imposto e seu recolhimento, contrapunha-se a perda de receita do “imposto inflacionário”, a redução da receita derivada de operações financeiras, devido ao esperado encolhimento do sistema financeiro, o aumento das despesas de pessoal devido ao abono salarial, o congelamento de tarifas públicas abaixo de seu valor real médio etc.

OS RESULTADOS DO PLANO DE ESTABILIZAÇÃO

Nesta seção será analisado o desempenho da economia até dezembro de 1986, quando as taxas de inflação retornaram aos níveis do período pré-Cruzado. A

³⁷ De acordo com dados do Ministério do Trabalho, a massa salarial no país cresceu 18,96% em 1985, em decorrência de 13,41% de ganho real de salários e de aumento de 4,89% no nível de emprego (*Gazeta Mercantil*, 22.5.1986, pp. 1 e 10).

³⁸ Simonsen (1986, p. 6) analisa a utilização de políticas de renda sob o enfoque da teoria dos jogos com informação imperfeita. De acordo com o autor “... a função central das políticas de renda não é constranger o processo decisório individual, mas sim evidenciar externalidades em um jogo com informação imperfeita, dizendo a cada agente como os outros jogarão”.

análise dividir-se-á em três períodos. O primeiro vai da decretação do Plano Cruzado até o mês de julho, quando foi anunciado um conjunto de providências destinado a conter o consumo e aumentar a arrecadação do governo. O segundo período abrange os meses de agosto a dezembro, destacando-se as medidas de ajuste do Plano Cruzado anunciadas em 21 de novembro. Um exame da situação da economia em março de 1987 e das perspectivas para o futuro próximo conclui o estudo.

Março-julho

O comportamento das taxas de inflação durante os primeiros cinco meses do Plano Cruzado foi extremamente favorável. Embora os índices não tenham registrado variação zero, meta que o governo insistia em anunciar, apresentaram taxas de variação bastante reduzidas. O índice oficial, o IPC calculado de acordo com a metodologia do IPCA, registrou pequena deflação em março,³⁹ assim como a maioria dos demais índices. Este resultado deveu-se a uma mudança no método de cálculo dos índices, válida apenas para o mês de março, que consistiu em calcular as variações de preços neste mês em relação a um vetor de preços do dia 28 de fevereiro. Em termos acumulados, a taxa de variação do IPCA entre março e julho foi de 5,2%, enquanto a do INPC foi de 2,1% e a do IGP-DI 1% (Tabela 3). Embora a taxa de variação acumulada pelo índice oficial tivesse sido superior à dos demais índices, representava patamares de inflação extremamente reduzidos quando comparados aos verificados antes do plano de estabilização. Se a taxa de inflação mensal permanecesse no mesmo nível da média registrada entre março e julho, a taxa acumulada em 12 meses a partir de 28 de fevereiro situar-se-ia em torno de 13%, o que implica que a escala móvel de salários não seria ativada no primeiro ano de vigência do Plano Cruzado.

Quando o plano foi anunciado, as taxas de variação em 12 meses da base monetária e meios de pagamento eram da ordem de 270% e 320%, respectivamente.⁴⁰ Nos cinco meses seguintes a oferta de moeda expandiu-se em ritmo acelerado. Entre março e julho o saldo da base monetária cresceu cerca de 144%, enquanto o saldo dos meios de pagamento aumentou 181%. As taxas de variação em 12 meses passaram para o patamar de 470% e 600%, respectivamente (Tabela 4).

Conforme mencionado anteriormente, esperava-se forte aumento da demanda de moeda. Entretanto, existiam indicações de que a velocidade do processo de monetização era excessiva. Uma delas era o fato de o total dos haveres financeiros, que

³⁹ Posteriormente o IBGE recalculou as séries do IPCA e do INPC, com o objetivo de compatibilizar as séries anteriores a mar. 1986 (quando a coleta era feita entre o dia 15 do mês anterior e o dia 15 do mês de referência) com as séries iniciadas naquele mês (a coleta passou a ser realizada entre os dias 1 e 30 de cada mês). Na nova série, ambos os índices apresentam taxas de variação positiva em mar. 1986. Ver FIBGE, *op. cit.*, ago. 1986, pp. 13-15.

⁴⁰ Banco Central do Brasil, *Informativo Mensal*, jan. 1987, p. 1.

TABELA 3

ÍNDICES DE PREÇOS¹
(variações percentuais)

Período	IPCA			INPC			IGP-DI		
	No mês	No ano	Em 12 meses	No mês	No ano	Em 12 meses	No mês	No ano	Em 12 meses
1986 - Mar.	-0,1	32,8	214,6	-1,3	32,8	211,2	-1,0	42,9	242,5
Abr.	0,8	33,9	191,5	0,4	33,4	185,4	-0,6	42,1	217,5
Mai.	1,4	35,7	176,8	1,1	34,8	170,4	0,3	42,5	195,6
Jun.	1,3	37,5	160,4	1,0	36,1	153,2	0,5	43,3	175,5
Jul.	1,7	39,8	142,3	0,9	37,3	134,9	0,6	44,2	154,6
Ago.	3,6	44,9	123,9	1,1	38,8	111,6	1,3	46,1	126,3
Set.	1,7	47,4	103,4	1,2	40,5	93,4	1,1	47,7	109,6
Out.	1,9	50,2	89,1	1,4	42,5	80,1	1,4	49,8	94,9
Nov.	5,5	58,3	79,5	3,3	47,2	67,2	2,5	53,4	73,7
Dez.	11,7	76,8	76,8	7,3	57,9	57,9	7,6	65,0	65,0

Fontes: Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, *Indicadores IBGE*, vários n.ºs; Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica*, jan. 1987.

¹ Todos os índices incluem o empréstimo compulsório sobre álcool, gasolina e automóveis, a partir de julho.

TABELA 4
AGREGADOS MONETÁRIOS
(média dos saldos diários — Cz\$ milhões)

Período	Base monetária			Meios de pagamento		
	Saldos	Variações percentuais		Saldos	Variações percentuais	
		No mês	Em 12 meses		No mês	Em 12 meses
1986 - Mar.	58.997	13,5	306,1	186.724	64,0	536,9
Abr.	80.889	37,1	414,9	227.149	21,6	599,3
Mai.	100.012	23,6	486,4	265.855	17,0	658,1
Jun.	114.675	14,7	505,8	298.662	12,3	648,1
Jul.	126.648	10,4	468,3	320.390	7,3	597,5
Ago.	137.694	8,7	482,7	336.754	5,1	549,3
Set. (P)	152.379	10,7	453,0	358.638	6,5	492,1
Out. (P)	154.476	1,4	419,7	374.842	4,5	473,7
Nov. (P)	159.954	3,5	384,4	388.726	3,7	427,0
Dez. (P)	171.529	7,2	291,1	427.440	10,0	320,6

Fonte: Banco Central do Brasil, *Informativo Mensal*, jan. 1987.
(P) Dado preliminar

TABELA 5
TAXAS DE JUROS NOMINAIS E REAIS*
(taxas mensais)

Período	Taxas nominais		Taxas reais	
	Overnight	CDB	Overnight	CDB
1986 - Jan.	16,74	18,04	0,44	1,56
Fev.	13,88	16,12	-0,42	1,54
Mar.	1,27	1,51	1,38	1,62
Abr.	1,28	1,57	0,50	0,78
Mai	1,23	1,76	-0,17	0,36
Jun.	1,27	1,78	0,00	0,50
Jul.	1,95	2,15	0,75	1,04
Ago.	2,57	2,71	0,88	1,01
Set.	2,94	3,04	1,20	1,30
Out.	1,96	3,31	0,06	1,38
Nov.	2,37	4,96	-0,89	1,62
Dez.	5,47	9,49	-1,68	2,07

Fonte: Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa Econômico — Ajustamento Interno e Externo*, fev. 1987.

* Deflator = IPC.

TABELA 6

PRINCIPAIS PRODUTOS E SERVIÇOS COM PREÇOS ADMINISTRADOS
(índices de variações reais¹)

Período	Trigo	Energia elétrica	Telecomunicações	Gasolina	Óleo diesel	Alcool	Produtos siderúrgicos	Correios e telégrafos
1983	100	100	100	100	100	100	100	100
1984	132	96	88	119	123	131	102	82
1985	99	117	71	87	84	96	103	80
Out. 86	66	101 ²	60	66	64	73	75	53
Dez. 86	60	96	74	96	58	106	68	87

Fontes: Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa Econômico — Ajustamento Interno e Externo*, fev. 1987; Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica*, jan. 1987.

¹ Deflacionados pelo IGP-DI.

² O reajuste de 20% concedido em mar. 1986 foi somente para o setor industrial, o que acarreta superestimativa do índice real para o ano de 1986.

englobam haveres monetários e não monetários, estar crescendo a taxas significativas.⁴¹ Como ao aumento na demanda de moeda deveria corresponder redução mais ou menos equivalente na demanda de ativos não-monetários, que exerciam anteriormente a função de moeda, esperar-se-ia que o saldo global dos ativos financeiros permanecesse relativamente estável. A situação de liquidez folgada refletia-se nas taxas de juros, que se reduziram acentuadamente entre abril e junho (Tabela 5).

Com relação às contas públicas, os dados indicavam que o déficit operacional do setor público em 1985 havia sido significativamente superior ao estimado para o ano de 1984.⁴² Este resultado contradizia o pressuposto de que o déficit do governo estaria próximo de zero quando do anúncio do Plano Cruzado. Adicionalmente, a política fiscal estava voltada para o objetivo de manter o congelamento de preços, o que levou o governo a instituir subsídios de 30% para os produtores de leite, com estimativa de gastos de Cr\$ 1,5 bilhão entre junho e dezembro de 1986, para tentar solucionar um problema setorial de abastecimento.

Os indícios de que a demanda continuava muito aquecida, em grande medida pelo aumento do consumo, estavam cada vez mais nítidos. As vendas no varejo aumentaram 23,6% em termos reais entre janeiro e julho de 1986, em comparação a igual período do ano anterior; o ágio no mercado paralelo de dólares em relação ao mercado oficial, depois de reduzir-se em março, cresceu ininterruptamente (de 26,4% em março para 59,4% em julho);⁴³ as ações e imóveis valorizaram-se de modo acentuado, assim como aumentaram fortemente os preços de mercadorias nos mercados futuros. A demanda era alimentada pela intenção explícita do governo de manter a qualquer custo o congelamento de preços, apesar das distorções cada vez mais patentes e que repercutiam no abasrecimento,⁴⁴ pelo ganho de salário real resultante da redução do desconto do imposto de renda na fonte a partir de janeiro de 1986 e dos abonos concedidos pelo Plano Cruzado, pelos saques na poupança⁴⁵ e pela condução das políticas monetária e fiscal. A situação parecia, pois, propícia ao surgimento de uma inflação “ortodoxa”, provocada por pressões de demanda.

⁴¹ A taxa de variação dos haveres financeiros, acumulada entre março e julho, foi de 22%, o que representa crescimento real (deflacionado pelo IPCA) de 16% no período. Banco Central do Brasil, *Boletim Mensal*, out. 1986, p. 78.

⁴² O déficit operacional do setor público foi inicialmente estimado em 1,6% do PIB em 1984 e 3,2% do PIB em 1985. Posteriormente estas estimativas foram revistas obtendo-se déficit de 2,7% do PIB em 1984 e 4,3% do PIB em 1985. Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa Econômico – Ajustamento Interno e Externo*, fev. 1986, p. 55, e fev. 1987, p. 33. Os dados incluem os encargos externos líquidos do Banco Central e recursos de empresas estatais no exterior.

⁴³ Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional/IBRE/FGV, “Banco de Dados Nacionais e Internacionais”, fev. 1987, p. 29, mimeo.

⁴⁴ Para uma análise das crises de abastecimento do leite e da carne ver Centro de Conjuntura do IE/UNICAMP (dez. 1986).

⁴⁵ Entre março e julho as cadernetas de poupança apresentaram queda real em seus saldos da ordem de 10%.

Em abril, alguns setores do governo já se declaravam preocupados com o superaquecimento da economia e previam a necessidade de medidas para conter o crescimento da demanda.⁴⁶ Entretanto, apenas no final do mês foi tomada a primeira medida de restrição ao consumo, que consistiu na redução do crédito direto ao consumidor. Técnicos do Banco Central argumentaram que teria sido mais eficaz a execução de política monetária mais ativa, que ajustasse para cima as taxas de juros. Isso denotava que a preocupação com a condução da política monetária, ausente na formulação do plano, começava a manifestar-se. Finalmente, no dia 24 de julho, juntamente com o Plano de Metas, o presidente Sarney anunciou um conjunto de providências para corrigir os rumos do plano de estabilização e financiar um programa de investimentos públicos.⁴⁷

Embora grande parte dos economistas defendesse a contenção do consumo através de aumento no recolhimento do imposto de renda na fonte ou da instituição de empréstimo compulsório sobre a renda, que reduziriam a renda disponível sem afetar preços, o governo optou por adotar um empréstimo compulsório sobre a compra de combustíveis e de automóveis, elevando seus preços. A arrecadação destes dois empréstimos compulsórios, além de uma taxa sobre a venda de dólares para viagens e de passagens internacionais, destinar-se-ia ao recém-criado Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), para financiar empresas estatais e privadas.

A fim de evitar que os aumentos de preços⁴⁸ se refletissem no índice oficial de inflação, foi determinado ao Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística que excluísse do cálculo do IPC o empréstimo compulsório, sob o argumento de que este não era equivalente a um imposto indireto, pois seria restituído aos consumidores após três anos, sob a forma de cotas do FND.⁴⁹ Depois de grande polêmica, a direção do IBGE decidiu divulgar os índices de preços exclusive e inclusive os empréstimos compulsórios. Entretanto, para fins de indexação salarial seria considerado o IPC sem o empréstimo compulsório.

Como se pode constatar, o primeiro conjunto de medidas posterior ao Plano Cruzado teve como objetivo maior não a contenção do consumo, mas o aumento da arrecadação do governo, já preocupado a esta altura com o desempenho de suas finanças.

O comportamento da oferta, por sua vez, não era exatamente tranquilizador. No que diz respeito ao setor agrícola, esperava-se substancial quebra de safra em 1986, devido principalmente à forte estiagem que atingiu o Centro-Sul entre outubro de 1985 e janeiro de 1986. A pecuária apresentava-se em crise, com a paralisação de abates de bovinos desde fins de maio, o que redirecionou a demanda ex-

⁴⁶ Ver, por exemplo, declaração do então diretor da Dívida Pública do Banco Central, André Lara Resende, ao jornal *Gazeta Mercantil*, 22.4.1986, p. 1.

⁴⁷ Nesta ocasião o presidente reafirmou a manutenção do congelamento de preços, a qualquer custo.

⁴⁸ Álcool e gasolina = 28%, carros novos = 30% e carros usados = 20% e 10%.

⁴⁹ Para uma discussão a respeito da inclusão dos empréstimos compulsórios no cálculo do IPC, ver Cardoso (dez. 1986).

cedente para substitutos como aves, caprinos, suínos e peixes, criando problemas de oferta também nestes setores.

A indústria, embora continuasse crescendo aceleradamente,⁵⁰ aproximava-se do ponto de plena utilização de sua capacidade instalada. De acordo com a sondagem conjuntural realizada pelo Centro de Estudos Industriais/IBRE/FGV, a utilização da capacidade instalada na indústria de transformação no início de julho era de 82% do total, sendo que em alguns setores específicos estava próxima de 100%.⁵¹ Adicionalmente, a escassez de insumos industriais, componentes e embalagens, em decorrência do hiato entre a capacidade de oferta e o nível de demanda, acarretou insuficiência de estoques de produtos finais em diversos segmentos industriais.

Se a área interna apresentava dificuldades, a evolução do setor externo parecia ser extremamente favorável. Embora o governo brasileiro não tivesse aproveitado o enorme respaldo político de que dispunha para apresentar um plano abrangente de renegociação da dívida externa, foi acertado com os bancos credores um esquema para rolagem das amortizações e pagamentos de juros referentes a 1985 e 1986. O saldo do balanço comercial acumulado em doze meses no período janeiro-julho, cerca de US\$ 7 bilhões, prenunciava a obtenção de saldo comercial recorde em 1986.⁵² Vale a pena ressaltar que a elevação do saldo comercial se devia não ao aumento das exportações, mas sim à queda das importações (até jun. 86). Apesar das importações, exceto petróleo e trigo, estarem crescendo significativamente, a economia obtida pela queda dos preços internacionais daqueles dois produtos e pela excelente produção interna de trigo implicava redução na conta global de importações.⁵³ As reservas internacionais (conceito de caixa), por sua vez, situavam-se em cerca de US\$ 7,4 bilhões em média, o que equivalia a aproximadamente 6,6 meses de importações. A partir de junho, no entanto, as reservas internacionais começaram a declinar, refletindo a redução nos saldos comerciais.⁵⁴

Agosto-dezembro

Entre agosto e novembro, a questão político-eleitoral teve prioridade em relação à questão econômica. Durante este período foram tomadas apenas medidas paliativas, para administrar a situação até a realização das eleições para governa-

⁵⁰ O crescimento industrial entre jan.-jul. 1986, em comparação a igual período do ano anterior, foi de 11,8%. Nos últimos 12 meses terminados em julho, a taxa de crescimento foi de 11,6%. FIBGE, *op. cit.*, ago. 1986, p. 45.

⁵¹ Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica*, ago. 1986, pp. 173-189. A maior taxa de utilização da capacidade instalada industrial verificou-se em 1973: 90%.

⁵² Banco Central do Brasil, *Boletim Mensal*, abr.-mai. 1987, p. 407. Observe-se que a partir de junho os saldos acumulados em 12 meses tornaram-se declinantes.

⁵³ Ver Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional, *Banco de Dados Nacionais e Internacionais*, fev. 1987, pp. 18-21.

⁵⁴ Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa Econômico – Ajustamento Interno e Externo*, fev. 1987, p. 82.

dores e para a Assembleia Constituinte. Logo após as eleições, no dia 21 de novembro, as autoridades econômicas apresentaram um programa de ajuste ao Plano Cruzado, denominado Cruzado II.⁵⁵

As taxas de inflação registradas pelos diversos institutos de pesquisa perderam grande parte de seu significado na segunda metade do ano, devido à generalização da cobrança de ágio e a outros expedientes que resultavam em aumento de preços, como perda de qualidade dos produtos, redução na quantidade ou peso estipulados, “lançamento” de produtos antigos, levemente alterados, com preços mais elevados etc. Somente a partir de novembro os índices de preços começaram a captar, parcialmente, os preços efetivamente praticados na economia e não aqueles que constavam das tabelas oficiais. Em dezembro, além do registro de aumentos de preços já realizados anteriormente, a taxa de inflação sofreu forte impacto decorrente das elevações de preços decretadas pelo Cruzado II, o que determinou o primeiro “disparo” do gatilho da escala móvel, dez meses após o início do Plano Cruzado. Apesar de tudo, os índices de preços acumulados em 12 meses acusaram as menores taxas de variação desde o ano de 1979. Em dezembro de 1986, a taxa de inflação em 12 meses medida pelo IPCA foi de 76,8%, pelo INPC de 57,9% e pelo IGP-DI de 65% (Tabela 3).

A política monetária executada no período foi nitidamente menos expansionista do que as dos primeiros meses do Plano Cruzado. Constatadas a velocidade e a intensidade do processo de remonetização, foi reduzido o ritmo de crescimento da base monetária e dos meios de pagamento. Em dezembro de 1986, as taxas de variação em 12 meses destes dois agregados, após terem duplicado ao longo do ano, retornaram aos níveis vigentes anteriormente ao Plano Cruzado (Tabela 4).

É interessante observar que já começava a ocorrer processo inverso ao verificado nos primeiros meses de vigência do plano de estabilização. Ou seja, enquanto entre março e julho os haveres monetários cresceram em termos acumulados 186,2% e os não-monetários apenas 1,5%, nos cinco últimos meses do ano os haveres monetários expandiram-se 35,6% e os não-monetários 21,3%.⁵⁶ Este crescimento acentuado dos haveres não-monetários representava o início de um novo processo de desmonetização da economia, deflagrado pela expectativa de taxas significativas de inflação e pela incerteza com relação à condução da política econômica. A redução na taxa de expansão da liquidez, a maior demanda por ativos não-monetários e as expectativas inflacionárias ratificaram a tendência de elevação das taxas de juros iniciada em julho (Tabela 5).

A execução da política fiscal na segunda metade do ano continuou voltada para o objetivo de viabilizar o congelamento de preços, sendo, portanto, claramente expansionista. Aos subsídios já tradicionais (trigo, açúcar, álcool etc.) somou-se o subsídio aos produtores de leite, instituído em fins do 1.º semestre. Em setembro, para tentar amenizar a grave crise no abastecimento de carne, o governo, entre

⁵⁵ Em nov. 1986 o INPC voltou a ser o índice oficial de inflação, como se verá mais adiante.

⁵⁶ Banco Central do Brasil, *Boletim Mensal*, out. 1986, pp. 75 e 78.

outras providências, reduziu o ICM (imposto sobre circulação de mercadorias) incidente sobre a carne bovina de 12 para 1%,⁵⁷ comprometendo-se a ressarcir totalmente a perda de arrecadação tributária dos quatro maiores estados produtores, e 60% da queda de receita dos demais estados.

As finanças do governo também foram pressionadas pela decisão de assumir o prejuízo de empresas estatais, devido à precária situação financeira de várias delas, decorrente da defasagem das tarifas públicas. Em outubro de 1986, antes do Cruzado II que decretou o reajuste de alguns preços públicos, a maioria das tarifas apresentava substancial defasagem em termos reais, tomando por base o ano de 1983 (Tabela 6). Outro fator de pressão sobre os gastos públicos foi a manutenção do congelamento de preços de alimentos durante a entressafra, que implicou subsidiar as operações de venda dos estoques físicos do governo e a estocagem destes produtos pelo setor privado.

Ao lado das reiteradas declarações das autoridades econômicas de que o congelamento de preços seria mantido, continuava o processo de superaquecimento da economia. As previsões oficiais de que o produto real cresceria 5%, depois revista para 7%, em 1986, foram rapidamente superadas.⁵⁸ As taxas de desemprego continuaram cadentes ao longo do 2.º semestre do ano,⁵⁹ enquanto os salários reais industriais continuaram aumentando a taxas expressivas.⁶⁰

O forte crescimento da demanda, alimentado pela expectativa de descongelamento generalizado, pelos ganhos de renda real e pelos gastos fiscais, continuou. As vendas no varejo cresceram continuamente, lideradas pelas vendas de bens de consumo semiduráveis (vestuário, tecidos, calçados etc.). A firme elevação do ágio no mercado paralelo de dólares levou o governo a intervir neste mercado em agosto, paralisando parcialmente as operações. Isto não impediu que a tendência de crescimento fosse retomada, estimulada nos últimos meses do ano pela deterioração das contas externas. Em novembro, o ágio no mercado negro de dólares era de 103% em relação ao mercado oficial.

A pressão de demanda foi agravada pelo virtual esgotamento da capacidade instalada da indústria, ocasionando problemas generalizados de abastecimento. O crescimento industrial continuava acelerado, embora as taxas de variação dos setores de bens de capital e de bens de consumo durável comesçassem a declinar. A utilização da capacidade instalada da indústria em geral, que era de 82 % em julho de 1986, aumentou para 86% em outubro de 1986, implicando a virtual saturação da capacidade em diversas unidades fabris e a necessidade de novos investimentos físicos.

Às dificuldades na área interna somaram-se, na segunda metade do ano, os

⁵⁷ O ICM já havia sido reduzido anteriormente de 17 para 12%.

⁵⁸ Em 1986 a taxa de crescimento do produto real foi de 8,2%, praticamente igual à verificada no ano anterior (8,3%).

⁵⁹ Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica*, fev. 1987, p. 136.

⁶⁰ Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa Econômico – Ajustamento Interno e Externo*, fev. 1987, p. 68.

problemas nas contas externas, que se deterioraram rapidamente. O superaquecimento da demanda, reduzindo os excedentes exportáveis, a percepção de que os índices de preços não refletiam a inflação verdadeira e as expectativas de desvalorização cambial, o elevado ágio no mercado paralelo de dólares, a proibição da exportação de produtos (como a carne) destinados a suprir o mercado interno, a quebra de safra agrícola e a queda do preço internacional de alguns importantes produtos primários brasileiros afetaram fortemente a receita de exportações, que caiu cerca de 13% em relação à de 1985. Por outro lado, as importações foram pressionadas pela compra externa de diversos produtos, para sustentar a política de congelamento de preços. Apenas em outubro o governo reagiu timidamente à situação, realizando a primeira minidesvalorização do cruzado em relação ao dólar (1,8%) e tomando algumas medidas para reduzir a incerteza cambial.⁶¹ O péssimo resultado do balanço comercial nos últimos três meses do ano foi decisivo para que o saldo comercial acumulado até dezembro de 1986 ficasse muito aquém das projeções oficiais.⁶² Em consequência, as reservas internacionais (conceito de caixa) reduziram-se em US\$ 3,2 bilhões entre junho e dezembro.

Apesar das graves dificuldades, internas e externas, o governo, temendo tomar medidas impopulares, esperou a realização das eleições, em 15 de novembro, para agir. O Cruzado II, como foi chamado, consistiu em um conjunto tardio de medidas que acabou representando o fim do Plano Cruzado, como plano que objetivava a obtenção de taxas de inflação muito próximas de zero, conjugada à manutenção do crescimento econômico.

Em um contexto de defasagem e desalinhamento generalizados de preços, e ampla escassez de oferta, as autoridades econômicas optaram por aumentar fortemente o preço de um número reduzido de produtos, através da elevação da alíquota do IPI (imposto sobre produtos industrializados) e, em alguns casos, da margem de lucro dos fabricantes.⁶³ Foram também reajustadas as tarifas de energia elétrica, telefone e correios. Novamente o governo adotava um conjunto de medidas cujo objetivo final era incrementar a arrecadação tributária.⁶⁴ Os aumentos de preços não resolveram a questão da defasagem setorial entre custos e preços acumulada em quase nove meses de congelamento, na medida em que grande parte dos aumentos resultou da elevação do IPI.

O efeito sobre o consumo era incerto. Ao reajustar significativamente um pe-

⁶¹ Entre outras medidas, o Banco Central permitiu que exportadores e investidores estrangeiros realizassem depósitos no Banco Central remunerados pela LIBOR.

⁶² Em ago. 1986 a previsão era de um saldo comercial de US\$ 12,3 bilhões.

⁶³ Foram aumentados os preços da gasolina e álcool (60%), automóveis (80%), cigarros (45% e 120%), bebidas (100%), remédios (10%) e açúcar (25%). Continuou em vigor o empréstimo compulsório sobre automóveis e combustíveis, o que resultou em um preço final ainda mais elevado para estes produtos.

⁶⁴ Apenas um mês após o Cruzado II o governo concedia abono de 25% e “gratificação de Natal” equivalente ao pagamento do 13.º salário aos funcionários públicos, com impacto direto sobre os gastos públicos.

queno número de produtos, o governo colocou em xeque a credibilidade do congelamento, gerando a expectativa de que seria inevitável aumento substancial e generalizado de preços.⁶⁵ Portanto, possivelmente os indivíduos tentariam antecipar consumo (e os fornecedores segurar estoques), redirecionando-o para produtos com preços ainda não majorados. Isto significa que, a curto prazo, poderia ocorrer aceleração do consumo. O efeito final sobre a demanda agregada dependeria da destinação que fosse dada aos recursos arrecadados pelo governo.

O ponto mais polêmico do Cruzado II, que gerou fortes reações de toda a sociedade,⁶⁶ foi a tentativa do governo de, mais uma vez, alterar o índice oficial de inflação. Antecipando o forte impacto que os aumentos de preços teriam sobre a taxa de inflação medida pelo IPCA,⁶⁷ e, portanto, sobre a escala móvel de salários, foi decretado que o índice de inflação passaria a ser o IPC restrito a uma cesta básica de consumo de famílias com rendimentos de 1 a 5 salários-mínimos, excluindo fatores sazonais, impostos indiretos e despesas com fumo, bebidas alcoólicas e açúcar. Enquanto o IBGE não procedesse ao cálculo do novo índice, seria utilizado o INPC limitado aos itens de consumo básico dos trabalhadores: alimentação, transporte e moradia. A reação a esta arbitrariedade do governo em relação à metodologia de cálculo do índice oficial de preços foi tão negativa que este foi obrigado a voltar atrás em sua decisão e reintroduzir o INPC pleno como indexador salarial.

Finalmente, com relação ao setor externo, entre outras medidas de incentivo às exportações, foram restabelecidas as minidesvalorizações diárias do cruzado em relação ao dólar. Tratava-se de providência inadiável, tendo em vista o desempenho extremamente desfavorável das contas externas nos últimos meses e as taxas crescentes de inflação.

SITUAÇÃO ATUAL E PERSPECTIVAS

Após o Cruzado II a situação modificou-se rapidamente. Antes cobrado com alguma dissimulação, o ágio passou a vigorar abertamente. A discussão entre autoridades econômicas e empresários acerca da abrangência e intensidade ideais do realinhamento de preços foi rapidamente superada pelo mercado, que começou a reajustar preços por conta própria. A indecisão do governo em dar início ao processo de flexibilização dos preços, primeiro por motivos econômicos e depois políticos, terminou por fazer com que o descongelamento se impusesse e o governo perdesse a oportunidade de atuar como coordenador do processo.

⁶⁵ O próprio governo estimulou esta expectativa ao anunciar, em novembro, o aumento do preço dos cigarros em dezembro, e adiar para janeiro os reajustes do leite e açor.

⁶⁶ Motivando, inclusive, o pedido de demissão do presidente do IBGE.

⁶⁷ Na medida em que grande parte dos produtos que tiveram seus preços majorados eram considerados bens "supérfluos".

No início de 1987 a expectativa era de que a economia entraria em uma rota hiperinflacionária, devido à intensidade do realinhamento de preços, estimulado inclusive pelo temor de um novo congelamento, e à realimentação inflacionária decorrente do funcionamento mensal da escala móvel de salários.⁶⁸ Entretanto, o vigor do processo de reajuste de preços, a defasagem de preços, a defasagem entre a divulgação dos índices e os reajustes salariais, e o fato de que a recomposição salarial através da escala móvel estava limitada ao patamar mensal de 20% resultaram em queda acentuada do salário real, que contribuiu, juntamente com a execução de uma política monetária restritiva, para conter o aumento das taxas de inflação.

A substancial redução dos salários reais,⁶⁹ além de deflagrar movimentos grevistas em quase todos os setores da economia, em uma tentativa dos trabalhadores de manterem as conquistas salariais acumuladas ao longo de 1986 e, ao mesmo tempo, precaver-se contra a aceleração da inflação, teve forte e imediato impacto sobre o comportamento do consumo.⁷⁰ Em janeiro de 1987 as vendas no varejo caíram 38,1% em termos reais em relação a dezembro de 1986, o que, comparado a igual período dos anos anteriores, representa a maior redução verificada desde janeiro de 1982.⁷¹

O desaquecimento da economia também pode ser constatado pelo lado da produção industrial. De acordo com a sondagem conjuntural realizada junto à indústria de transformação em janeiro de 1987, a utilização da capacidade instalada (84%) foi inferior à estimada em sondagem anterior (86%), pela primeira vez desde janeiro de 1984. A desorganização do processo produtivo, decorrente de longo período de congelamento e de um esquema desordenado de realinhamento de preços, foi agravada nos últimos meses de 1986 e no primeiro trimestre de 1987 pela contenção de importações adotada em função da crise cambial. A indústria ainda deverá apresentar nos próximos meses taxas positivas de crescimento, graças à necessidade de recomposição de estoques em toda a economia. Entretanto, a continuidade do processo de crescimento industrial dependerá da realização de novos investimentos para ampliação e modernização da capacidade produtiva e, conseqüentemente, da geração de poupança interna (e/ou externa) para financiá-los e de perspectivas mínimas de estabilidade da economia.

As dificuldades na área externa, já visíveis no último trimestre de 1986, agravaram-se no início de 1987, conduzindo à decisão do presidente Sarney de suspen-

⁶⁸ A retomada da inflação e a reindexação da economia foram acompanhadas pela saída, dos quadros do governo, de vários dos formuladores do plano de estabilização. Após a demissão de Edmar Bacha saíram, sucessivamente, André Lara Resende, Pêrsio Arida, João Sayad e Francisco Lopes.

⁶⁹ Calcula-se que tenha ocorrido perda real de salários de cerca de 19% entre dez. 1986 e mar. 1987.

⁷⁰ Outro fator que contribuiu para a retração do consumo foi a constatação, por grande parte dos contribuintes, de que teriam imposto de renda a pagar, além do que foi descontado na fonte.

⁷¹ O deflator utilizado é específico para o comércio (ver Ministério da Indústria e do Comércio, *op. cit.*). Esta queda pode estar superestimada pelo fato de que os índices de preços, em janeiro, ainda captavam o ágio acumulado nos meses anteriores, elevando artificialmente o índice do mês.

der, por tempo indeterminado, o pagamento dos juros da dívida de médio e longo prazos junto aos bancos privados estrangeiros. A situação atual é de moratória parcial e espera-se o início de negociações com os bancos credores, que conduzam à formulação de um esquema aceitável de cumprimento dos compromissos externos.

Quando o Plano Cruzado foi decretado, em fevereiro de 1986, a restrição mais premente da economia era de origem interna, consubstanciada em um processo de aceleração inflacionária. A resposta, em termos de política econômica, foi a execução de um plano de estabilização baseado apenas em políticas de renda, que ignorou os instrumentos fiscal e monetário, assim como a questão do endividamento externo. Concomitantemente ao fracasso do programa de estabilização verificou-se a deterioração das contas externas, de tal modo que apenas um ano depois as autoridades defrontam-se não mais com uma restrição, mas com duas: a interna e a externa. Na verdade, são questões indissociáveis e urgentes. A determinação de um esquema de reestruturação do débito externo brasileiro, que seja condizente com os interesses e necessidades do País, é condição necessária para o sucesso de um programa efetivo de combate à inflação. Da mesma forma, é necessário um programa coerente de administração da economia, para chegar-se a um acerto favorável com os credores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arida, Pêrsio e Lara Resende, André P. (dez. 84), "Inflação Inercial e Reforma Monetária", em P. Arida (org.), *Inflação Zero: Brasil, Argentina e Israel*, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986.
- Batista Jr., Paulo Nogueira, (1985) "Dois Diagnósticos Equivocados da Questão Fiscal no Brasil", *Revista de Economia Política*, abril-junho: 16-38.
- Bresser-Pereira, Luiz C. e Nakano, Yoshiaki, (1986) "Inflação Inercial e Choque Heterodoxo no Brasil", *Inflação Inercial. Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*, Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- Bruno, Michael, (1986) "A Estabilização da Economia Israelense: O Programa de Emergência em seu Estágio Inicial", em P. Arida (org.), *Inflação Zero: Brasil, Argentina e Israel*, Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- Cardoso, Eliana A., (1986) "Seis Meses de Plano Cruzado", *Revista da ANPEC*, dezembro.
- Carneiro, Dionísio Dias. (1986) "Stabilization Policies and Adjustment: The Brazilian Economy in the Eighties", *Textos para Discussão* n.º 138, PUC/RJ.
- CEDEPLAR/UFMG, (1987) *Plano Cruzado: Ataque e Defesa*, Rio de Janeiro, Forense Universitária.
- Centro de Conjuntura do IE/UNICAMP, (1986) "O Programa de Estabilização e a Economia Brasileira", *Revista da ANPEC*, dezembro.
- Cysne, Rubens P., (1985) *Política Macroeconômica no Brasil: 1964/66 e 1980/84*. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas.
- Cysne, Rubens P., (1985) "A Relação de Phillips no Brasil: 1964-66 x 1980-84", *Revista Brasileira de Economia*, outubro-dezembro 1985.
- Dornbusch, Rudiger e Simonsen, Mário Henrique, (1986) "Inflation Stabilization with Incomes Policy Support: A Review of the Experience in Argentina, Brazil and Israel", preliminary, mimeo.
- FIPE/USP, (1986) *O Plano Cruzado na Visão dos Economistas da USP*, São Paulo, Pioneira.
- Lara Resende, André. (set. 84), "A Moeda Indexada: Uma Proposta para Eliminar a Inflação Inercial", *Revista de Economia Política*, abril-junho 1985: 130-134.
- Lara Resende, André. (dez. 84), "A Moeda Indexada: Nem Mágica, Nem Panaceia", *Revista de Economia Política*, abril-junho 1985: 124-129.

- Lopes, Francisco L., "Inflação e Nível de Atividade no Brasil: um Estudo Econométrico", *Pesquisa e Planejamento Econômico*, dez. 82.
- Lopes, Francisco L. (ago. 84). "Só um Choque Heterodoxo Pode Derrubar a Inflação", *O Choque Heterodoxo*, Rio de Janeiro, Campus, 1986.
- Lopes, Francisco L. (nov. 84). "Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas", *O Choque Heterodoxo*, Rio de Janeiro, Campus, 1986.
- Lopes, Francisco L. (nov. 84), "Esboço de um Plano Básico de Reforma Monetária e Desindexação", *O Choque Heterodoxo*, Rio de Janeiro, Campus, 1986.
- Lopes, Francisco L. (jan. 86), "O Choque à Brasileira", *O Choque Heterodoxo*, Rio de Janeiro, Campus, 1986.
- Lopes, Francisco L., (1986) "Novo Austral na Argentina", *O Choque Heterodoxo*, Rio de Janeiro, Campus.
- Marques, Maria Sílvia Bastos (1985) "As Recentes Medidas para Redução do Déficit Público", *Conjuntura Econômica*, agosto 85.
- Marques, Maria Silvia Bastos e Silva, Carlos Roberto L. da, (1986) "As Políticas Monetária e Fiscal em 1985", *Conjuntura Econômica*, fevereiro 86.
- Modiano, Eduardo M., (1983) "A Dinâmica de Salários e Preços na Economia Brasileira: 1966/81", *Pesquisa e Planejamento Econômico*, abril.
- Modiano, Eduardo M. e Carneiro, Dionísio Dias, (1981) "A Mágica do Novo Cruzeiro e a Geração da Nova Inflação", Textos para Discussão, n.º 78, PUC/RJ, novembro.
- Modiano, Eduardo M., (1986) *Da Inflação ao Cruzado*, Rio de Janeiro, Campus.
- Modiano, Eduardo M., (1985) "Salários, Preços e Câmbio: Os Multiplicadores dos Choques Numa Economia Indexada". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, abril.
- Modiano, Eduardo M., (1985) "O Repasse Gradual: Da Inflação Passada aos Preços Futuros". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, dezembro.
- Modiano, Eduardo M., (1986) "Repasse Mensais: Uma Alternativa de Política Salarial", *Da Inflação ao Cruzado*, Rio de Janeiro, Campus.
- Modiano, Eduardo M., (1986) "O Choque Argentino e o Dilema Brasileiro", *Revista de Economia Política*, abril-junho: 77-90.
- Modiano, Eduardo M., (1987) "The Cruzado Plan: Theoretical Foundations and Practical Limitations", Textos para Discussão n.º 154, PUC/RJ, janeiro.
- Rego, José Márcio, org., (1986) *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*, Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- Simonsen, Mario Henrique, (1984) "Desindexação e Reforma Monetária", *Conjuntura Econômica*, novembro.
- Simonsen, Mario Henrique, (1986) "Rational Expectations, Income Policies and Game Theory", *Ensaios Econômicos*, n.º 90, EPGE/FGV.

