

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 131

A Inércia e o Conflito: O Plano  
Cruzado e seus desafios

Edmar Lisboa Bacha



PUC-Rio – Departamento de Economia  
[www.econ.puc-rio.br](http://www.econ.puc-rio.br)

Julho de 1986

## Introdução<sup>1</sup>

Em 28.02.86, o governo brasileiro instituiu uma ampla reforma monetária, destinada a combater a inflação, sem a aplicação das fórmulas recessivas tradicionalmente advogadas pela ortodoxia econômica.

Esta reforma parte do pressuposto que a raiz dos processos inflacionários crônicos está, não no déficit público, como quer a ortodoxia, mas numa acomodação não-cooperativa de conflitos distributivos. A imagem tobinesca de uma plateia apreciando em pé um jogo de futebol ilustra a natureza do enfoque. Se todos se sentassem juntos, veriam o jogo melhor; mas ninguém se senta primeiro, porque deixa de ver o jogo. Logo, na falta de um coordenador geral, todos permanecem em pé, na pior situação possível<sup>2</sup>.

A desindexação dos ativos financeiros, o congelamento dos preços e a conversão dos salários pela média funcionam como mecanismos impositivos de coordenação, para fazer que todos se sentem juntos, na solução proposta pelo Plano Cruzado no Brasil. O controle definitivo da inflação fica, entretanto, na dependência de encontrarem-se formas alternativas de acomodação dos conflitos de base, que deram origem ao processo inflacionário: tipicamente, o fato de que uma parte da plateia, insatisfeita com seu ângulo de visão, levantou-se para ver o jogo melhor. Este intento de melhoria de posição relativa foi frustrado pelo movimento subsequente dos demais expectadores – pouco a pouco, as pessoas foram se levantando, até que um novo equilíbrio não-cooperativo se estabeleceu, em que todos permanecem em pé, em pior situação do que antes. O ato de, sob a coerção do governo, todos se sentarem juntos minora o incômodo causado pela inflação – daí o grande apoio popular ao Plano Cruzado – mas não resolve o problema original. Mecanismos alternativos à inflação têm que ser desenvolvidos para acomodar o conflito gerado pelo inconformismo com as posições relativas.

A experiência brasileira, como a da Argentina antes de lá, ilustra a eficácia da estratégia adotada para conter a inflação de um só golpe, sem pôr em risco o crescimento. Problemas de implementação estão surgindo no Brasil, como já emergiram na Argentina e em Israel. Mas trata-se, daqui por diante, de aperfeiçoar uma nova concepção de combate à inflação, que oferece uma alternativa, tanto ao gradualismo keynesiano como ao choque monetarista. A opção heterodoxa saiu dos livros-textos e enfrenta seus primeiros testes na Periferia.

Além desta introdução, o texto está organizado da seguinte forma. Na próxima seção, discute-se a interação entre o conflito distributivo e a inércia inflacionária, tanto na experiência brasileira recente, como nos debates entre os economistas não-monetaristas no país. Esta discussão desemboca

---

<sup>1</sup> Texto preparado para o Secretariado Permanente do Sistema Econômico Latino-Americano (SELA). As opiniões aqui expressas são de responsabilidade exclusiva do autor, que agradece o auxílio de pesquisa de Carlos Alexandre Dadoorian e os comentários de Roberto Frenkel.

<sup>2</sup> A referência original é Tobin. Para um abraileiramento, ver Bacha (1985b).

na opção do Plano Cruzado por um choque “neutro”, porém favorável aos assalariados, e incluindo ainda um amplo congelamento dos preços. A seção seguinte discute o fenômeno estatístico que, entre os economistas brasileiros, passou a ser conhecido por “efeito Alfonsín”: o fato de que é mais fácil estabilizar os preços do que o próprio índice que mede suas variações. A solução brasileira para este problema tem óbvia relevância para experiências futuras de estabilização. Na seção intitulada “fluxos e estoques”, discutem-se as regras de conversão dos passivos financeiros, com e sem cláusulas de correção monetária, bem como se salienta a especificidade da situação brasileira, no que se refere à seleção das carteiras de títulos pós-choque, vis-à-vis as experiências da Argentina e de Israel. Abordam-se aí também problemas relacionados ao controle do déficit do governo. A penúltima seção arrola os desafios ao plano: demandas salariais futuras, controle da taxa de juros e administração do congelamento. Uma breve seção de conclusões fecha o texto. Em apêndice, explica-se a fórmula de conversão dos salários no plano brasileiro.

### O Conflito e a Inércia

Cabe inicialmente fazer uma distinção entre teorias puramente inerciais da inflação, daquelas que fazem finca-pé no conflito distributivo. A distinção é sutil, porém importante; e é de sua junção que resulta a concepção de combate à inflação adotada no Brasil.

Os inercialistas não negam que em sua origem o processo inflacionário possa haver sido gerado por um conflito distributivo. Seu ponto é que a inflação *resolve* este conflito, e é por isto que ela é inercial – permanecendo estável num dado patamar, até que seja sacudida por um choque de oferta ou de demanda. O comportamento dos preços por atacado, a partir de 1968, ilustrado no Gráfico 1, comprovaria que a inflação brasileira varia, entre patamares estáveis, fundamentalmente em função de choques de oferta, sugerindo que o conflito distributivo fora efetivamente neutralizado pelo mecanismo inflacionário, pois, doutra forma, em lugar da inércia inflacionária, observar-se-ia uma aceleração contínua da taxa de inflação<sup>3</sup>.

No Gráfico 1, observam-se, grosso modo, quatro patamares inflacionários:

1969/73 = inflação de 20% ao ano;

1974/75 = transição para um novo patamar, em virtude do primeiro choque do petróleo;

1976/78 = inflação de 40% ao ano;

1979 = transição para um novo patamar, em virtude do segundo choque do petróleo;

1980/82 = inflação de 100% ao ano;

1983 = transição para um novo patamar, em virtude da crise da dívida externa;

---

<sup>3</sup> O Gráfico 1 mostra a evolução do índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA/DI) da Fundação – Getúlio Vargas.

1984/85 = inflação de 220% ao ano.

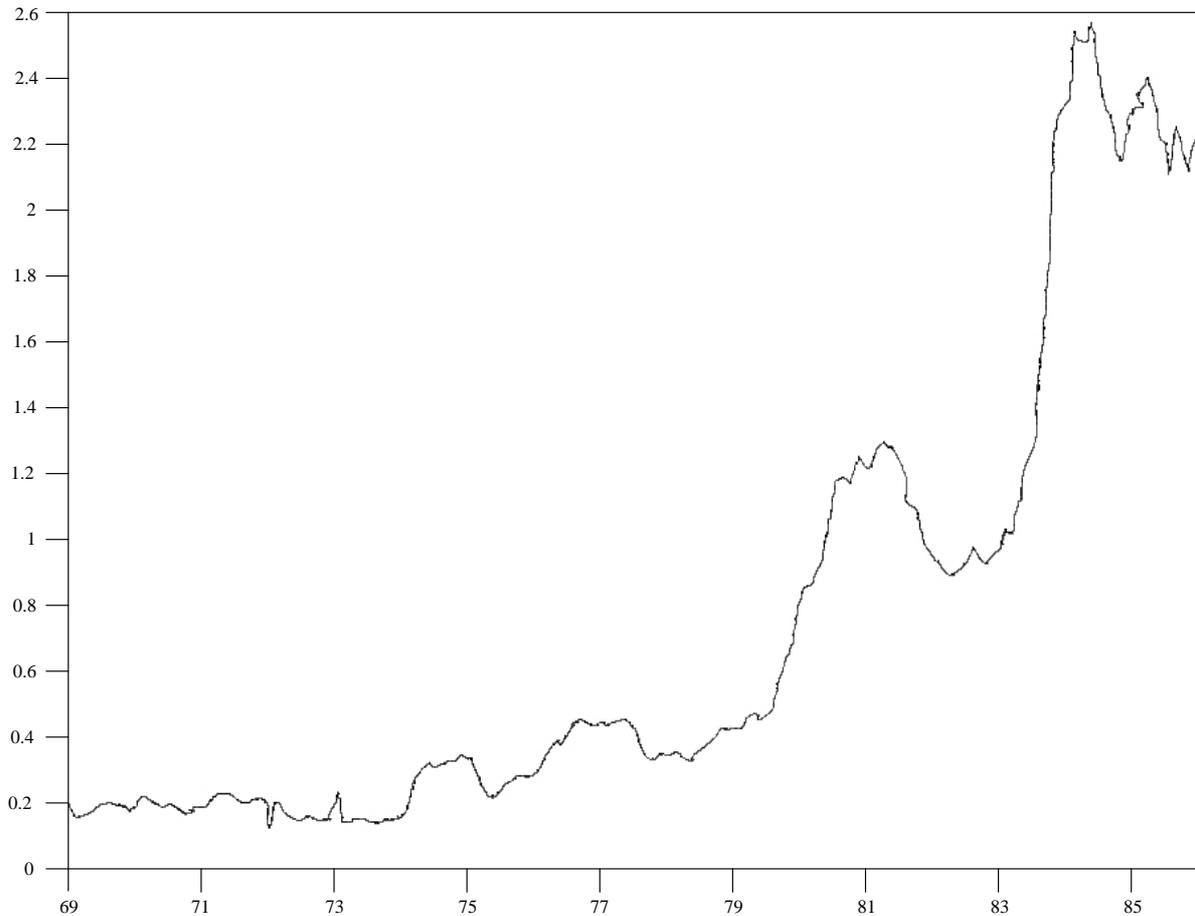
A inércia inflacionária é mantida, nesta interpretação, por dois mecanismos entrelaçados. Do lado da formação de preços e salários, processos retrospectivos de reajustes garantem a reprodução futura da inflação passada. Do lado monetário, a indexação dos passivos financeiros governamentais garante a expansão da liquidez necessária para validar essa inflação inercial.

Nesta concepção, o papel fundamental da reforma monetária é o de romper a inércia inflacionária, convertendo-se o valor dos contratos da velha para a nova moeda de acordo com critérios consistentes com a manutenção da estabilidade dos preços da nova moeda. O princípio geral da reforma é o da neutralidade distributiva, através do qual se procura reproduzir, estavelmente na nova moeda, os padrões de distribuição da renda e da riqueza gerados pela inflação inercial na velha moeda. Por exemplo: no caso brasileiro, os salários eram reajustados compulsoriamente a cada seis meses, de acordo com a inflação acumulada desde o último reajuste salarial. Isto quer dizer que o salário real médio somente pode ser calculado a partir da consideração dos salários efetivamente recebidos durante seis meses sucessivos (ou múltiplos de seis meses). A função da inflação na velha moeda era corroer durante seis meses o valor dos salários, em seguida a mais um de seus reajustes semestrais periódicos. Neste caso, a conversão dos salários pela média real dos últimos seis meses de veria, em princípio, tornar a inflação dispensável como instrumento de garantia do equilíbrio distributivo entre capital e trabalho.

É nesta linha de raciocínio que se insere a inovadora proposta de reforma monetária feita por André Lara Resende e Pêrsio Arida. Propuseram eles eliminar a inflação de um só golpe introduzindo uma nova moeda, fixa de termos do dólar, e que se valorizaria diariamente em relação à velha moeda, de acordo com a taxa de inflação observada na velha moeda. Ou seja, trata-se de colocar circulando, lado a lado, uma moeda indexada a uma moeda desvalorizada. Os assalariados teriam a opção de continuar recebendo seus salários na velha moeda, mantida a regra do reajuste salarial semestral. Entretanto, caso optassem por receber seus salários na nova moeda, a conversão se daria compulsoriamente de acordo com coeficientes variáveis de equivalência (desenvolvidos por Eduardo Modiano), que garantiriam a reprodução, na nova moeda, do salário real médio obtido, na velha moeda, nos últimos seis meses.

Não haveria qualquer outro mecanismo compulsório para a conversão, na nova moeda, dos preços dos demais bens e serviços. Por isto que se supunha que – resolvido o problema dos salários – esta conversão seria feita sem problemas, de acordo com a paridade inicialmente definida entre a velha e a nova moeda. Ou seja, o pressuposto da reforma era que os demais agentes econômicos aceitariam receber, sem a necessidade de controles administrativos, os rendimentos reais médios anteriormente obtidos, enquanto que os trabalhadores somente o fariam através de um mecanismo compulsório.

IPA/DI – Gráfico 1  
Taxas Mensais de Variação Anual



Fonte: Conjuntura Econômica/FGV

Por detrás desta hipótese, há a conjectura de que a variância dos demais rendimentos em termos reais tende a ser muito menor do que a dos salários, pois estes são reajustados compulsoriamente apenas a cada seis meses, enquanto que os demais rendimentos são atualizados mais ou menos continuamente. Isto quer dizer que a diferença entre “vale”, “pico” e “média” é importante apenas para os salários reais. Para ver isto com mais clareza, imagine-se uma empresa fictícia – que representa aproximadamente a situação da economia como um todo – na qual 1/6 dos empregados tem seus salários reajustados a cada mês, segundo a inflação acumulada nos últimos seis meses. Nesta empresa, os lucros reais podem permanecer constantes ao longo do tempo, desde que os preços cresçam a uma taxa constante todos os meses. A folha total de salários também permanece constante ao longo do tempo, mas o salário real de cada trabalhador obviamente segue um curso cadente ao longo dos seis meses seguintes ao mês de reajuste do grupo ao qual esse trabalhador pertence; neste ponto, ele alcança seu “vale” e é então reajustado pelo “pico” anterior.

A proposta de manterem-se os preços livres antecipava as dificuldades de se fazerem vingar os

controles administrativos, bem como tratava de evitar os desequilíbrios e distorções deles resultantes; e, por isto, fazia uma aposta na disciplina natural dos mercados. Em debates subsequentes, entretanto, ficou claro que dificilmente se poderia contar com as operações dos mecanismos de mercado para fazer a transição instantânea de uma situação de equilíbrio de alta inflação para outra de estabilidade de preços (veja-se Bacha (1985a), Belluzzo e Tavares, Carneiro e Modiano, Fishlow, Lopes (1984) e Lara Resende). A reação natural dos empresários, face à incerteza reinante no imediato pós-choque, seria a de se precaverem contra o pior, aumentando suas margens de lucro de modo a se garantirem contra a possibilidade de um fracasso da tentativa de estabilização. É que os salários tipicamente constituem uma pequena parcela dos custos *diretos* de produção de uma empresa moderna. O grosso dos custos consiste dos valores das matérias-primas e dos produtos intermediários. Num processo de conversão voluntária de preços, esses custos não seriam percebidos como estando sendo imediatamente estabilizados, pois isto dependeria das reações dos empresários que produzem tais bens. Como tais reações não são conhecidas no primeiro momento, a tendência do produtor final seria a de antecipar alguma margem de elevação e, assim, também tratar de elevar seus preços, para manter constante sua margem *esperada* de lucros. O paradoxo de isolamento, da fábula futebolística de Tobin, terminaria, pois, por fazer frustrar a tentativa de estabilização, apesar de boa parte da plateia (os assalariados) haver sido forçada a se sentar sozinha. A conclusão deste debate foi que somente através de um congelamento amplo se teria alguma chance de impor-se o princípio das médias<sup>4</sup>.

Apresentou-se, então, a alternativa de um “choque heterodoxo”, defendida por Francisco Lopes (1986a), ao qual combinava a ideia de uma reforma monetária com a de um congelamento geral de preços e salários – após a conversão destes pela média real dos últimos seis meses.

Um refinamento adicional da ideia de congelamento foi o de fazê-lo exclusivamente com base nos preços à vista, de modo a permitir uma repactuação dos preços a prazo, os quais incluíam, como se tornou óbvio, uma forte componente financeira<sup>5</sup>.

O caráter altamente acadêmico desta discussão tornou-se patente, entretanto, na hora da decisão política. Pois foi justamente o congelamento – um mal necessário aos olhos dos economistas – que se tornou o ponto central do programa, garantindo-lhe uma enorme adesão popular, não obstante a aparente rigidez das regras de conversão salarial.

A discussão anterior prenuncia a natureza da distinção que cabe fazer entre o “conflito” e a “inércia”. Aqueles que veem o processo inflacionário apenas temporariamente suprimido pelo congelamento raciocinam da seguinte forma. Quando reina a liberdade de preços, os trabalhadores

---

<sup>4</sup> Ver Frenkel para uma precursora análise da interação entre incerteza, expectativas e de decisões de preços num contexto inflacionário.

<sup>5</sup> A redução desta componente financeira dos preços explica por que os preços por atacado, normalmente faturados para pagamento a prazo, tiveram uma tendência a *cair* em termos absolutos, nas experiências de “choque heterodoxo” implantadas na Argentina, Brasil e Israel.

não têm como evitar a deterioração de seus salários, que ocorre entre dois ajustes sucessivos. O Governo, por seu lado, através de sua política salarial, restringe o âmbito da luta sindical, no que se refere à periodicidade e ao valor dos reajustes salariais. Dentro dos limites políticos de cada momento, estabelece-se um jogo não cooperativo entre governo, trabalhadores e capitalistas, no qual a luta sindical consiste em obter sucessivas “conquistas” salariais, as quais, ao se ampliarem, vão empurrando a inflação para cima, até que, no limiar da hiperinflação, acaba por ficar comprometido o bom funcionamento da economia. Não é coincidência que a discussão sobre reforma monetária tenha ocorrido num período caracterizado por progressiva abertura política, contínua aceleração inflacionária e acirramento da luta sindical pela trimestralização dos reajustes salariais. A observação do comportamento dos preços ao consumidor no Gráfico 2 na verdade sugere que no período posterior a 1982 não houve mais patamares, mas uma tendência contínua de aceleração inflacionária, que prossegue até o início de 1986<sup>6</sup>.

Na inserção do Plano Cruzado, os assalariados encontravam-se numa situação bastante desfavorável, em comparação com o início da década de oitenta, pois foram prejudicados pela aceleração inflacionária a partir da crise cambial de 1982. O comportamento do salário mínimo médio real desde 1980, na Tabela 1, ilustra um caso extremo desta situação.

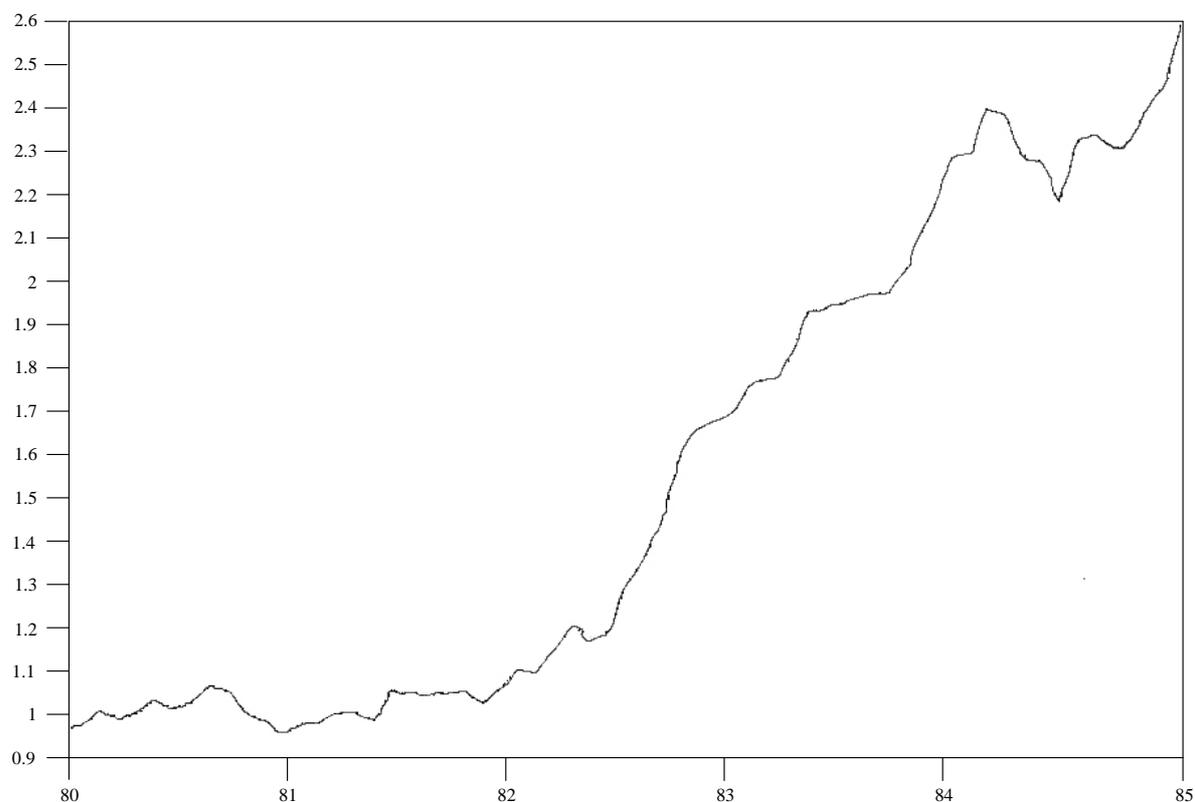
É neste contexto que se explica o intento de forçar a distribuição da renda a favor dos assalariados na inceptção do Plano. Entre o risco de congelar-se uma posição salarial insatisfatória – ao manterem-se as médias salariais imediatamente anteriores – e o de provocar um desequilíbrio de mercados – ao converterem-se os salários pelos picos prévios – optou o governo por uma solução intermediária, porém redistributiva. Sobre os salários médios dos últimos seis meses, adicionou-se um abono de 8 por cento, para todos assalariados acima do mínimo, e de 16 por cento, para o salário mínimo. Ademais, rompendo-se parcialmente com o princípio da desindexação, introduziu-se um mecanismo automático de reajuste salarial caso a inflação alcançasse 20 por cento entre duas negociações salariais sucessivas. Finalmente, manteve-se a liberdade de negociação salarial em cada acordo anual e instituiu-se pela primeira vez no país um seguro desemprego<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> O Gráfico 2 mostra o comportamento do índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE.

<sup>7</sup> Após alguma controvérsia, o governo concordou em que 60% da inflação acumulada até cada negociação salarial fossem automaticamente incorporadas aos salários; os restantes 40% estariam sujeitos à livre negociação.

IPCA – Gráfico 2  
Taxas Mensais de Variação Anual



Fonte: Indicadores do IBGE

Tabela 1  
Evolução do Salário Mínimo Real Médio, 1980-85

Ano	Salário Mínimo Real Médio (1980 = 100)
1981	101,3
1982	102,2
1983	90,9
1984	82,8
1985	85,6

Nota: Salário mínimo da cidade do Rio de Janeiro deflacionado mês a mês pelo INPC do mês seguinte, ou seja, admitindo-se que o rendimento é auferido no último dia de cada mês.

Fonte: Cicchelli-Velloso.

## Compatibilização dos Índices

A observação da experiência Argentina indicou não bastar ter sucesso na prática da estabilização para obter-se o mesmo efeito nos índices de preços. Pois estes tipicamente revelam a relação entre as medias dos preços de um mês e as medias dos preços do mês imediatamente anterior. Mesmo que o Plano consiga estabilizar os preços a partir da data de sua inepção, o índice revelará uma taxa positiva de inflação, uma vez que a média dos preços do mês anterior terá sido inferior à média dos preços do mês corrente.

Para exemplificar: suponha-se que o preço médio de uma dúzia de bananas tenha sido respectivamente igual a 10.000, 10.030, 10.061 e 10.093 cruzeiros nas quatro semanas anteriores ao Plano e que, a partir daí ela se estabilize em 10.100 cruzeiros (correspondendo aos preços vigentes no dia do Plano). Um índice baseado nos preços médios revelaria, então, uma inflação no preço das bananas, no primeiro mês do Plano, igual a:  $(4 \times 10.100) / (10.000 + 10.030 + 10.061 + 10.093) - 1 = 5,4$  por cento. Em geral, quanto maior for a inflação previa, maior será este efeito estatístico. Este problema é sério, não só por seu impacto psicológico, mas também porque afeta, tanto o “gatilho” dos salários, como a indexação financeira remanescente pós-Plano.

A proposta inicial, de Francisco Lopes (1986b), para resolver este problema, envolvia a conversa prévia, em cruzados, dos preços observados em cruzeiro no mês anterior, de acordo com uma tabela diária de conversão embutindo a própria taxa de inflação em cruzeiros, observada ao longo daquele mês. Ou seja, atuaria-se-iam todos os preços para o dia do Plano, usando a inflação média diária como fator de atualização. Este procedimento, entretanto, foi descartado pelos técnicos do IBGE, primeiro, pela dificuldade de se determinar o dia exato da coleta de cada preço; segundo, por introduzir, no cálculo do índice, uma informação estranha à coleta de preços. Optaram, assim, esses técnicos (num procedimento em geral acompanhado pelos demais institutos de pesquisa de índices de preços do país) por construir um “vetor” de preços para o dia do Plano, com base nas coletas de preços imediatamente anteriores e outras informações sobre preços administrados disponíveis no IBGE. Este procedimento, embora muito trabalhoso, teve a vantagem de permitir uma solução lógica para o problema de bens e serviços cujos preços foram convertidos em cruzados pela média dos seis meses anteriores, tais como salários de empregados domésticos, aluguéis residenciais e mensalidades escolares.

A solução consistiu em imputar ao vetor de preços iniciais os valores resultantes destas conversões. As variações de preços em cruzados deixam, assim, de serem afetadas por essas regras de conversão, das quais resultam relações arbitrárias entre os preços pós-Plano e aqueles que vigoravam no mês imediatamente anterior. Ao construir-se tal vetor, computa-se naturalmente a inflação “residual” em cruzeiros, até o dia do Plano, mas esta destina-se apenas a permitir o correto

encadeamento dos índices, não tendo consequências para a aferição do desempenho do próprio Plano (ver IBGE para uma descrição dos procedimentos estatísticos).

### Fluxos e Estoques

O desinflacionamento das obrigações financeiras é o terceiro componente do Plano Cruzado, ao lado do congelamento dos preços e da conversão dos salários pela média. Ele envolveu dois conjuntos de medidas. No caso de dívidas sem cláusula de correção monetária, pressupôs-se que os juros contratados embutissem uma expectativa de inflação de 0,45% ao dia, igual à taxa média observada nos três meses anteriores ao Plano. Em consequência, estabeleceu-se uma tabela de conversão futura do cruzeiro em cruzados, embutindo uma taxa de desvalorização diária do cruzeiro de 0,45%. Deste modo, à semelhança do Plano Austral, tratou-se de neutralizar o impacto do fim inesperado da inflação sobre as relações financeiras entre devedores e credores.

Mais importante do ponto de vista das finanças públicas, entretanto, foi a decisão de cancelar a cláusula de correção monetária de todas as obrigações financeiras com prazo inferior a um ano (exceção feita as cadernetas de poupança, para as quais se admitiu uma correção monetária trimestral). Atendendo ao princípio da neutralidade distributiva, admitiu-se, entretanto, uma última correção monetária dos saldos preexistentes, de modo a compensar os credores pela inflação verificada desde a data da última correção dos saldos até o dia do choque.

Esta atualização, *pró-rata* dos valores financeiros pressupôs que tais ativos eram capitalizados continuamente no mercado de capitais, à taxa corrente de inflação. Isto, entretanto, nem sempre era verdade. Por exemplo, as cadernetas de poupança tinham um reajuste mensal, mas dentro do intervalo de 30 dias somente podiam ser resgatadas pelo último valor reajustado. Ou seja, o sal do real médio era inferior ao saldo continuamente corrigido pela inflação observada. Isto ocorria mesmo quando os detentores das cadernetas de poupança tivessem acesso ao crédito bancário, dentro do intervalo de 30 dias, uma vez que este crédito somente podia ser obtido a uma taxa real de juros bastante positiva. Deste modo, a atualização *pró-rata* dos ativos financeiros indexados com certeza implicou um aumento da riqueza do setor privado, apenas em parte compensada pelo imposto implícito na taxa diária de desvalorização do cruzeiro em relação ao cruzado, a qual muito provavelmente superestimou a inflação média implícita nos contratos financeiros não indexados (porque a inflação dos três meses anteriores ao Plano esteve fortemente influenciada por um forte choque agrícola, superestimando assim o comportamento dos preços e salários urbanos).

Obviamente, não é possível extirpar de uma só vez a expectativa inflacionária da mente dos operadores financeiros. Mas agora, com a desindexação, esta expectativa não mais encontra guarida em passivos governamentais defendidos contra a inflação. A tendência do mercado é, pois, no sentido

de desvalorizar esses ativos, mais do que aumentar a taxa de juros dos papéis não indexados. Em contrapartida, há uma tendência à desintermediação financeira, com o fortalecimento de mercados especulativos (ouro, dólar), supostamente melhor defendidos contra a inflação<sup>8</sup>.

O certo é que o desinflacionamento das obrigações financeiras coloca os rentistas em pé de igualdade com os assalariados e os empresários face ao congelamento – todos têm agora a perder, caso a inflação reemerja na nova moeda. Criam-se, assim, as condições prévias necessárias para o estabelecimento de mecanismos alternativos à inflação para a acomodação dos conflitos entre os principais atores sociais.

A crítica é, entretanto, pertinente que o governo, na nova situação, é o único jogador que, por ter livre acesso à emissão monetária, mantém seu interesse no inflacionamento da economia. Ao contrário dos casos de Israel e Argentina, o Plano Cruzado não contemplou a proibição da emissão monetária para o financiamento do déficit – isto contrariaria o espírito do Plano, de manter passiva a oferta de moeda e, portanto, de usar o “imposto monetário” (mas não o “imposto inflacionário”) na justa medida da demanda por moeda numa situação de estabilidade de preços. Este problema é sério porque são sem dúvida significativas as pressões sobre o caixa do Tesouro. É que o atual governo herdou do regime anterior uma sistemática orçamentária que induz a um comportamento contraditório de sua própria máquina administrativa. Falta realismo aos orçamentos, pois o grosso dos gastos depende de fato de “excessos de arrecadação” e de alocações suplementares. Quanto a estas prevalecem, seja a lei do mais forte, seja a simples aplicação de percentuais fixos sobre os gastos anteriores. Em princípio, quem mais gasta num ano, mais direito tem a gastar no ano seguinte. São muito precários os sistemas de avaliação de desempenho e de indução à economia de recursos. No fim, o controle dos gastos passa a depender do engavetamento mais ou menos arbitrário dos pedidos de suplementação, das proibições de novas contratações e dos cortes genéricos das verbas de custeio e de investimento.

O resultado é uma administração pública não voltada para o princípio da economia de recursos, e com uma tendência permanente ao descontrole dos gastos. A área econômica do governo funciona como um dique de represamento, que pode demonstrar ser capaz de deter os vazamentos mesmo num ano eleitoral, mas isto não resolve o problema em sua origem. O de que se necessita é de uma reforma administrativa que permita a máquina do governo exercer com eficiência a produção de bens e serviços públicos. A crítica conservadora vem identificando o próprio governo como uma das principais ameaças ao sucesso do Plano Cruzado. Mas o problema não é tanto que o governo gaste muito, mas que gaste mal. Se o déficit é preocupante pelo que ele revela de excesso de demanda, mais o é pelo que ele oculta de insuficiência de oferta. Fora do governo, o Plano Cruzado enfrenta ainda outros desafios» como se discute a seguir.

---

<sup>8</sup> Para uma antecipação desses problemas, ver Bacha (1985a).

## Outros Desafios

O rompimento do princípio da neutralidade distributiva no que se refere aos salários teve o objetivo de – reconhecendo-se as perdas acumuladas no período 1980-84 – tentar obter *um ponto de partida salarial socialmente aceitável*, num contexto de transição democrática, a partir do qual as demandas sindicais pudessem expressar-se em valores capazes de serem acomodados pelas empresas e pelo governo, sem a necessidade de retorno à espiral salários-preços.

Houve alguns críticos que sustentaram a tese de que o abono era fictício, seja pela maneira que a média salarial foi calculada (supostamente computando a inflação de apenas cinco ao invés da de seis meses), seja pelo fato de o índice de preços utilizado não medir a inflação dos últimos 13 dias de fevereiro. Como se demonstra em apêndice, ambas as críticas são infundadas. Na realidade, o abono salarial médio efetivo foi superior a 9%, no caso mais comum de salários pagos no final de cada mês, quando se leva em conta a integralidade da inflação dos seis meses anteriores ao dia do choque.

Obviamente, permanece a crítica que não se restabeleceram os picos salariais prévios. É possível demonstrar que, numa inflação constante de 105,48 por cento por semestre (conforme a taxa observada no período de setembro/85 a fevereiro/86), a relação pico/média é igual a 1,403, quando os salários são reajustados apenas uma vez por semestre. A fórmula salarial do programa econômico implica que o salário de março é igual a 1,091 vezes o salário médio dos seis meses anteriores (no caso das categorias com ajuste salarial em setembro/março, como se infere dos dados na Tabela 2 do apêndice). Logo, a relação pico prévio/salário de março é igual a 1,286. O pico de fato era ilusório, mas estabelece uma meta política para as *demandas salariais futuras*. A compatibilização dessas demandas com o regime de estabilidade de preços é um dos principais desafios para a consolidação do Plano Cruzado.

Outro risco potencial refere-se ao *comportamento das taxas de juros*. O governo está comprometido com uma política monetária basicamente acomodativa, a fim de facilitar a remonetização da economia. Esta política, entretanto, defronta-se com alguns obstáculos. Em primeiro lugar, está o tamanho ainda indeterminado das necessidades de financiamento do setor público. As dúvidas sobre a dimensão real do déficit fazem com que os operadores financeiros tenham uma pressão exagerada do governo para a obtenção de empréstimos, e isto tem reflexos antecipados sobre as taxas de juros. O segundo problema é parecido com o primeiro, e refere-se ao aumento do consumo nos primeiros meses do Plano Cruzado. A antecipação, pelos mercados financeiros, de que o governo se contraporiria a essa pressão através de um aperto creditício faz com que se mantenham elevadas as taxas de juros. A incerteza quanto ao tamanho do déficit deverá reduzir-se, tão logo o governo disponha de estimativas mais confiáveis a respeito dos efeitos do programa de estabilização sobre as contas do setor público. Quanto ao aumento da demanda, uma razão parece ser uma elevação

temporária da renda disponível, fruto das antecipações salariais de março e da redução da retenção do imposto de renda na fonte. A menor atratividade dos depósitos de poupança também estaria levando a um aumento temporário da demanda de ativos reais e de bens duráveis de consumo. Um problema aparentemente mais complicado, entretanto, é que parte do aumento da renda disponível é permanente, derivando-se não só do abono salarial, mas também da eliminação do “imposto inflacionário”, que anteriormente implicava uma transferência de cerca de 3 por cento do PIB, do público em geral para o governo e os bancos comerciais<sup>9</sup>. Deste modo, parece importante que se consiga rapidamente, seja uma elevação da propensão a poupar do público, seja uma redução da transferência de recursos reais para o exterior, seja uma maior austeridade fiscal, para garantir-se o equilíbrio entre a oferta e a procura agregada nos próximos meses.

Há, finalmente, a pressão sobre o mercado paralelo do dólar, com um prêmio muito alto sobre a cotação oficial. Isto vem sendo interpretado como um sinal de que a política monetária estaria muito frouxa, apesar de as taxas de juros internas permanecerem em níveis superiores àqueles praticados internacionalmente. O contraste da elevação do prêmio do dólar paralelo no caso brasileiro, com as quedas observadas tanto em Israel como na Argentina, reforçariam esta interpretação. Há que se notar, entre tanto, que, em virtude mesmo da generalização do instituto da correção monetária, nunca ocorreu na economia brasileira um grau de dolarização sequer comparável com os casos da Argentina e de Israel. Nestes países, o dólar era o principal substituto das moedas nacionais inflacionadas, enquanto que, no Brasil, era o *open* que exercia este papel. Embora não se disponha de uma medida correta de sua dimensão, o mercado paralelo do dólar é considerado incipiente em termos dos fluxos de fundos da economia. Com o fim da inflação e o alongamento dos prazos da correção monetária (de um mês para um ano, no caso de papéis do governo, e para três meses no caso das cadernetas de poupança), houve uma corrida, dos ativos anteriormente indexados, para outros tipos de ativos. Esta corrida beneficiou, de um lado, o papel moeda e os depósitos à vista e, de outro, as ações, as terras, os apartamentos, os caminhões, os tratores, os bois, os carros usados e também o dólar. Parece certo que o *q*-de-Tobin aumentou consideravelmente no Brasil desde a inepção do Plano Cruzado. À valorização do dólar não correspondeu uma desvalorização dos ativos reais denominados em cruzados, como seria o caso se estivesse ocorrendo uma fuga de capitais. Neste contexto, especialmente tendo em conta a situação bastante folgada das contas externas brasileiras neste ano, a

---

<sup>9</sup> Outros três fatores que favorecem o consumo são, primeiro, a grande redução da variância dos salários reais em consequência do fim da inflação (em modelos tradicionais de comportamento do consumidor, a propensão a poupar é uma função positiva não somente do nível, mas também da variância da renda). Segundo, a redução dos juros reais em virtude da abolição da correção monetária mensal nas cadernetas de poupança e nos títulos do governo. Esta correção, ao basear-se num índice de preços de base fixa (Laspeyres), embutia, em condições de uma alta variância dos preços relativos, um componente não desprezível de juros reais, já que o índice de Laspeyres superestima a “verdadeira” taxa de inflação quando há alguma possibilidade de substituição no consumo. Terceiro, o já referido aumento de riqueza líquida do setor privado, devido à concessão de uma última correção monetária integral a ativos financeiros que de fato não dispunham de liquidez diária.

interpretação mais razoável parece ser que os ágios atuais do paralelo decorrem de uma bolha especulativa que pode ser superada sem que o Banco Central tenha que praticar uma política monetária mais apertada.

A conclusão desta análise da questão dos juros é que os problemas mais sérios que se apresentam decorrem da opção heterodoxa que se fez, de atacar a inflação sem provocar uma crise de liquidez. Desde que se mantenham as contas fiscais em ordem, não há razão por que se deva recuar nesta opção por uma política monetária voltada para a manutenção da economia em crescimento.

Ao lado disto, parece importante, entretanto, uma breve definição do Banco Central sobre um conjunto de “inovações financeiras” que permitam um assentamento das bolhas especulativas ora aparentes nos mercados de ativos, redirecionando os recursos das entidades superavitárias para o financiamento das entidades deficitárias, sem a necessidade, seja de um aumento da taxa de juros, seja de um retorno generalizado à correção monetária. Igualmente importante é o problema do ajuste estrutural por que tem que passar o sistema financeiro do país, por ter perdido acesso, seja a “imposto inflacionário” sobre os depósitos à vista, seja à função de monetização da dívida pública interna.

Ao lado das pressões salariais e sobre a taxa de juros, apresenta-se, como um terceiro desafio ao Plano, *a administração do congelamento dos preços*. Não há dúvida que o congelamento funcionou até agora bastante bem, apoiado numa grande mobilização popular, mas resta resolver duas questões. Primeiro, como lidar com uma série de problemas de abastecimento setoriais e intra-setoriais, de produtos e locais cujos preços ou foram congelados abaixo do custo ou sobre os quais se exerce uma pressão exagerada de demanda. Segundo, como suspender o congelamento, mais adiante no plano, sem que haja uma tendência para a retomada da espiral preços/salários.

Sobre o congelamento, há que se notar que as margens de lucro na economia brasileira parecem ser em média satisfatórias do ponto de vista empresarial, pois as vendas estão em alta e sobre o abono salarial não se superpôs qualquer elevação de tarifas ou desvalorização cambial. Há um certo número de setores, entretanto, que, surpreendidos pelo congelamento com os preços “atrasados”, estão operando temporariamente no vermelho, manifestando-se tendências localizadas de desabastecimento. Alguns casos críticos, como é conspicuamente o do leite, terão que receber um subsídio até que se possa fazer um ajuste de preços.

É possível que a resposta para os dilemas do descongelamento passe por um arranjo institucional mais amplo, que permita um diálogo direto entre o governo, os partidos e os sindicatos, à semelhança da “concertazione” italiana ou do pacto social israelense. Em nível técnico, pelo menos alguns caminhos são claros. Em primeiro lugar, o descongelamento não pode ser geral nem ter data marcada. Ele tem que proceder por etapas, sendo sucedido por uma política diferenciada de controle de preços. Assim, por exemplo, seria útil fazer uma distinção entre mercados oligopolísticos e mercados concorrenciais, bem como entre mercados com excesso de demanda e mercados com

excesso de oferta. Os melhores candidatos para iniciar-se o descongelamento são os mercados concorrenciais com excesso de oferta. Em contraste, mercados oligopolizados com excesso de demanda provavelmente deverão ficar permanentemente sob controle, a menos que o governo decida flexibilizar a importação nesses setores.

## Conclusões

A reforma monetária brasileira baseou-se em três princípios básicos:

- i) Neutralidade distributiva - através da especificação de regras de conversão de contratos, que procuram reproduzir, estavelmente na nova moeda, os padrões de distribuição de renda e de riqueza gerados pela inflação na velha moeda; excetuaram-se desta regra, notavelmente, os assalariados, por via da concessão dos abonos salariais; além do governo e dos bancos comerciais, pela não compensação de suas perdas com o fim do “imposto inflacionário”;
- ii) Coordenação impositiva das decisões de preços – através de um congelamento generalizado e sem data marcada para terminar; e
- iii) Supressão dos mecanismos de realimentação periódica da inflação – através de uma ampla desindexação de valores, seja no que se refere aos passivos financeiros do governo, seja, parcialmente, no que se refere aos reajustes salariais.

Os resultados iniciais desta reforma foram extraordinariamente bons. Após quatro meses, a variação acumulada dos preços no varejo se situou entre 1,2 e 3,4 por cento, enquanto que, no atacado, a variação acumulada foi de 2,1 por cento negativos<sup>10</sup>. A produção industrial dessazonalizada caiu em março, mas voltou a aumentar logo em seguida, retornando assim aos altos níveis observados em janeiro e fevereiro. A taxa de desemprego aberto situou-se em apenas 4,1 por cento em maio. Os salários tiveram aumentos nominais superiores a 7 por cento, entre fevereiro e março, nas principais capitais do país. Em sua primeira fase, o Plano Cruzado conseguiu assim conciliar os objetivos de estabilização, crescimento e distribuição da renda, sem sacrifício das contas externas, uma vez que, em maio e junho, o saldo comercial atingiu o valor acumulado de 2,2 bilhões de dólares.

Após três meses de lua-de-mel com Plano, o país se acostuma com o fim da inflação galopante e retorna ao dia-a-dia da administração dos desequilíbrios econômicos, do manejo dos conflitos sociais e da luta pelo poder político. Nesta segunda fase, para os economistas no governo, o Plano deixa de ser um desafio intelectual para se transformar num aprendizado de administração pública.

---

<sup>10</sup> Os preços a varejo referem-se, respectivamente, ao IPC-Restrito e ao IPC, do IBGE; os preços por atacado referem-se ao IPA-DI da FGV.

## APÊNDICE

### A Conversão dos Salários na Reforma Monetária

O princípio adotado na reforma e o de adicionar, sob o regime da estabilidade monetária, 8% ao salário médio real dos seis meses anteriores à reforma. O cálculo presume que o salário de um mês seja recebido no primeiro dia do mês seguinte e que seja aí instantaneamente gasto. Então, salário real do mês é o salário nominal dividido pelo nível de preços no dia 1º do mês posterior.

A ideia é que o poder de compra dos salários posteriores à reforma – e, mais particularmente, o do salário fixado para março – seja 8% superior à média do poder de compra dos salários de setembro a fevereiro.

Ou seja:

$$\frac{W_m}{P_a} = \frac{1}{6} \cdot 1,08 \cdot \left[ \frac{W_f}{P_m} + \frac{W_j}{P_f} + \frac{W_d}{P_j} + \frac{W_n}{P_d} + \frac{W_o}{P_n} + \frac{W_s}{P_o} \right] \quad (1)$$

Onde:

$W_i$  = Salário do mês  $i$ : setembro (s), outubro (o), novembro (n), dezembro (d), janeiro (j), fevereiro (f) e março (m).

$P_i$  = Nível dos preços no dia 1º do mês  $i$ ; o, n, d, j, f, m, abril (a).

A hipótese do decreto é que haverá estabilidade de preços pós-reforma, o que implica em:

$$P_a = P_m \quad (2)$$

Substituindo-se  $P_a$  por  $P_m$  no lado esquerdo em (1) e multiplicando ambos os lados por  $P_m$ , obtém-se a seguinte expressão para o salário nominal a ser fixado em março:

$$W_m = \frac{1}{6} \cdot 1,08 \cdot \left[ W_f + W_j \frac{P_m}{P_f} + W_d \frac{P_m}{P_j} + W_n \frac{P_m}{P_d} + W_o \frac{P_m}{P_n} + W_s \frac{P_m}{P_o} \right] \quad (3)$$

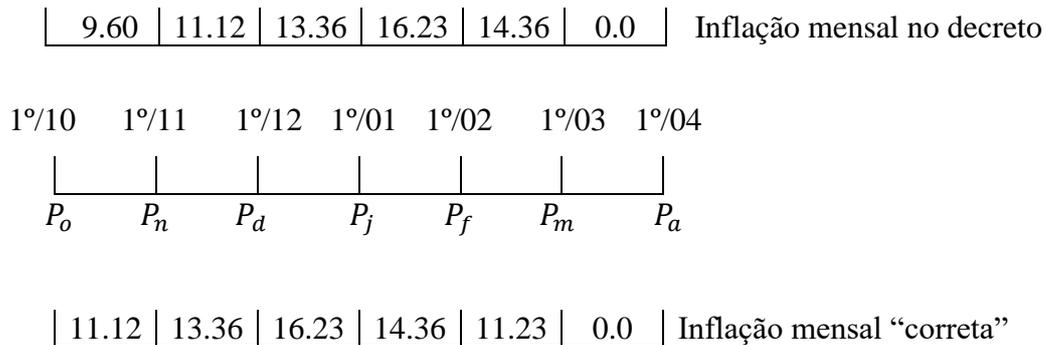
No dia da reforma (28.2.86),  $P_m$  é desconhecido, pois trata-se do nível de preços de 1º de março. Por este motivo, em lugar de (3), o decreto atrasa em um mês os fatores de ponderação dos salários mensais, ou seja, utiliza a seguinte fórmula:

$$W'_m = \frac{1}{6} \cdot 1,08 \cdot \left[ W_f + W_j \frac{P_f}{P_j} + W_d \frac{P_f}{P_d} + W_n \frac{P_f}{P_n} + W_o \frac{P_f}{P_o} + W_s \frac{P_f}{P_s} \right] \quad (4)$$

Para observar a correspondência das relações de preços no lado direito de (4) com os fatores de atualização no decreto da reforma, basta observar que o índice Nacional de Preços ao Consumidor (IPCA) de cada mês, por ser coletado entre o dia 15 do mês anterior e o dia 15 do mês de referência, está centrado, aproximadamente, no dia 1º do mês de referência. Quando se diz que a variação do IPCA de fevereiro foi de 14,36 por cento, o que se quer dizer – aproximadamente – é que o nível de preços de 1º de fevereiro é 14,36 por cento maior do que o nível de preços de 1º de janeiro. Assim,

pois,  $P_f/P_j = 1,1436$ , sendo este o fator de atualização dos salários de janeiro no decreto, e assim por diante.

Considerando que o nível de preços de 1º de março foi de 11,23 por cento acima do nível de preços em 1º de fevereiro, conforme indica o ultimo resultado do IPCA divulgado pelo IBGE, podemos visualizar a situação através do seguinte gráfico, que contrasta as taxas de inflação “corretas” entre os dias 1º de meses sucessivos, com aquelas utilizadas no decreto:



A Tabela 1 compara os fatores de atualização “corretos” com aqueles utilizados no decreto, considerando a variação de preços ao longo de fevereiro de 11,23 por cento.

Tabela 1  
Comparação de Fatores de Atualização

Meses	Fatores de Atualização do decreto	Fatores de Atualização “corretos”
Setembro	1,8351	1,8624
Outubro	1,6743	1,6760
Novembro	1,5068	1,4785
Dezembro	1,3292	1,2720
Janeiro	1,1436	1,1123
Fevereiro	1,0000	1,0000

Obviamente, a correção do fator de atualização de fevereiro depende da observância do suposto de uma inflação igual a zero ao longo do mês de março. Os resultados da utilização dos fatores de atualização "corretos" são ilustrados na Tabela 2, supondo reajustes salariais semestrais por 100% do IPCA nas respectivas datas de reajustes.

Tabela 2

Razoes entre os salários reais de março a partir do  
Decreto da Reforma e aqueles obtidos a partir dos fatores de atualização “corretos”

Data do Reajuste	Razões
Setembro	1,010
Outubro	1,013
Novembro	1,014
Dezembro	1,014
Janeiro	1,011
Fevereiro	1,009

Os resultados da Tabela 2 mostram as razões entre  $W'_m$  na equação (4) e  $W_m$  na equação (3), quando os  $W_i$ s do lado direito dessas equações seguem, categoria por categoria, a trajetória de salários reajustados entre setembro e fevereiro, em 100% do IPCA, na respectiva data de reajuste. Ou seja, com uma inflação em fevereiro de 11,23% a fórmula do decreto implicou um abono extra de 1,18%, em média, acima daquele “corretamente” calculado pela fórmula (3).

## Referências

- Pérsio Arida e André Lara Resende, “Inflação inercial e reforma monetária”, em P. Arida (org.), *Inflação Zero: Brasil, Argentina Israel*. Editora Paz e Terra, 1986.
- Edmar Bacha, “O fim da inflação no reino de Lisarb”, *Revista de Economia Política*, 5 (1), janeiro-março 1985a: 126-43.
- Edmar Bacha, “Inflação: os preços em alta no país do futebol”, *Nova Imagem (Revista Interna do IBGE)*, 1 (1), novembro 1985b.
- Luiz Gonzaga Belluzzo e Maria da Conceição Tavares, ..., *Revista da ANPEC*.
- Ricardo Cicchelli-Velloso, “Perspectivas para a evolução do poder de compra médio do salário mínimo em 1986”. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, mimeo, 1986.
- Roberto Frenkel, “Decisiones de precio en alta inflacion”, *Estudios CEDES*, 2 (3), 1979.
- IBGE, “índice de preços ao consumidor (IPC) – Notas técnicas”, *Indicadores IBGE*, 5 (4), abril 1986: 3-6.
- Francisco Lopes, “Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas”, *Texto para Discussão nº 77*, Departamento de Economia da PUC-Rio, 1984.
- Francisco Lopes, “Problemas do índice de preços na transição para a estabilidade”, *Boletim Mensal Macrométrica*, 15, março 1986a: 32-40.
- Francisco Lopes, “Choque heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária”. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1986b.
- Eduardo Modiano, “O choque argentino e o dilema brasileiro”, *Revista de Economia Política*, 6 (2), abril-junho 1986: 77-90.
- Eduardo Modiano e Dionísio Carneiro, “A mágica do novo cruzeiro e a geração da nova inflação”, *Texto para Discussão nº 78*, Departamento de Economia da PUC-Rio, 1984.
- André Lara Resende, “A moeda indexada: nem mágica nem panaceia”, *Texto para Discussão nº 81*, Departamento de Economia da PUC-Rio, 1984.
- James Tobin, “Diagnosing inflation: a taxonomy”, em M. June Flanders e A. Razin, (orgs.), *Development in an Inflationary World*. Academic Press, 1981: 19-29.