

# TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 165

Necessidade e dificuldade  
de um Novo Cruzado\*

Eduardo Marco Modiano



PUC-Rio – Departamento de Economia

[www.econ.puc-rio.br](http://www.econ.puc-rio.br)

Junho de 1987

\* Palestra proferida no Fórum JB/CNI “Estratégias Não-Recessivas de Combate à Inflação”, Rio de Janeiro, 25/05/87 e publicado em três partes Folha de São Paulo, São Paulo, 7 a 9/6/87.

## 1. Uma análise comparativa dos planos de estabilização recentes

No biênio 1985-96 cinco países adotaram programas de “choque” no combate à inflação: Argentina, Israel, Bolívia, Peru e Brasil. É prática comum classificar os “choques” como “heterodoxo” ou “ortodoxo” dependendo da inclusão ou não de um congelamento de preços e salários. De acordo com esta classificação tradicional, apenas o plano boliviano seria considerado como um “choque ortodoxo”, dada a sua ênfase na redução do déficit público e no aperto da política monetária. Conforme demonstraremos em seguida, qualquer tentativa de classificar estes cinco experimentos de estabilização segundo um único critério vai demonstrar-se inútil, pois os “choques” diferenciam-se em termos de princípios, objetivos, formulação, implementação e resultados. De acordo com o critério selecionado resultariam agrupamentos distintos. Existem, porém, alguns denominadores comuns que podem servir de base para a concepção de programas de “choque” em outros países ou para uma nova tentativa de estabilização no caso brasileiro. Antes, porém, de procurar tirar algumas lições dos resultados destes experimentos, vale a pena identificar suas características principais.

O Plano Austral argentino de junho de 1985 pode ser entendido como um “choque heterodoxo” com um moderado ajuste fiscal e um forte aperto na política monetária. O Banco Central argentino ficou proibido de emitir moeda para financiar eventuais déficits do governo. Preços, salários e a taxa de câmbio foram congelados por tempo indeterminado, o que na prática significou nove meses. As tarifas públicas e os principais preços administrados foram reajustados na véspera do lançamento do programa. Ainda como parte do ajuste fiscal foi introduzido um esquema de “poupança forçada” para as altas rendas. Apesar de alguns “acidentes de percurso” a inflação argentina caiu de 30% ao mês para 3-4% ao mês. Configurou-se ainda uma forte recuperação, pelos padrões argentinos, do nível de atividade econômica, o que resultou, num crescimento do PIB de 5,7% em 1986. Uma característica importante da execução do Plano Austral é a adoção de uma política de rendas ativas. O governo argentino, através de permanentes negociações bipartites com empresários e trabalhadores, vem demonstrando incansável disposição para administrar os conflitos distributivos inerentes ao processo de reajustes de preços e salários.

O Programa de Estabilização israelense de julho de 1985 pode ser caracterizado como um “choque heterodoxo” com forte ajuste fiscal e rigidez na política monetária. O congelamento dos preços, dos salários e da taxa de câmbio foi implementado sob a forma de tréguas renegociadas periodicamente entre governo, empresários e trabalhadores, os chamados “pactos sociais”. Os acordos tripartites, que constituem até então uma peculiaridade da sociedade israelense, vêm facilitando a execução de uma política de rendas ativas, que minimize o papel da solução inflacionária dos conflitos distributivos. Concomitantemente com o anúncio do programa de estabilização, foram

corrigidos os preços administrados pelo governo e a taxa de câmbio. Além do realinhamento das tarifas públicas, o ajuste fiscal israelense contou também com a eliminação quase integral dos subsídios e um plano extensivo e gradual de demissão de funcionários públicos. A inflação em Israel caiu de 25% ao mês para a faixa de 1 a 2% ao mês. Num primeiro momento verificou-se um aumento da taxa de desemprego da ordem de 1% e uma queda do poder de compra dos salários de cerca de 10%. Seis meses depois tanto o nível de emprego quanto o salário real já haviam recuperado os níveis pré-choque.

O Plano Inti peruano de agosto de 1985 distinguiu-se dos outros “choques heterodoxos” pela ênfase dada ao ajuste externo e à redistribuição da renda para o setor rural. Paralelamente ao lançamento do programa de estabilização o governo anunciou a limitação do pagamento dos juros da dívida externa a um percentual da receita de exportações. Apesar da correção das tarifas públicas, o ajuste fiscal foi consideravelmente mais tímido do que aquele proposto nos programas argentino e israelense. O congelamento dos preços e salários e da taxa de câmbio foi frequentemente revisto. A inflação caiu de 10% ao mês para 5% ao mês. A reativação da economia peruana resultou num crescimento do PIB de 8,5% em 1986, superando o desempenho da economia brasileira. A inflação demonstra atualmente, porém, uma tendência ascendente e alguns analistas já projetam para breve um retorno ao patamar de 10% ao mês. A política de rendas do governo encontra dificuldades em conter o conflito distributivo, que o próprio programa de estabilização exacerbou.

A Nova Política Econômica boliviana de setembro de 1985 configurou essencialmente um “choque ortodoxo”. O objetivo principal da nova política econômica era estabilizar a taxa do câmbio negro. Na economia boliviana, no estágio da hiperinflação, as variações da maioria dos preços já se atrelavam à evolução do câmbio negro. O “choque” boliviano promoveu um forte ajuste fiscal, baseado em grande parte num substancial aumento do preço dos combustíveis, e uma liberalização abrupta dos mercados de bens, do mercado de trabalho, do comércio exterior e dos fluxos de divisas estrangeiras. Note-se, portanto, que se o “choque heterodoxo” é entendido apenas como uma ruptura das regras formais de indexação, o experimento boliviano não foge desta classificação. A inflação caiu de 50% ao mês para a faixa de 1 a 2% ao mês. Os custos da estabilização foram, porém, enormes. A recessão da atividade econômica prolonga-se já por dois anos, acumulando uma queda de 5% no PIB em 1985-86. O poder de compra dos salários caiu cerca de 40%.

O Plano Cruzado brasileiro de março de 1986 constituiu-se, por força de sua execução, num “choque heterodoxo” por excelência. Os preços e a taxa de câmbio foram congelados por tempo indeterminado nos níveis vigentes na véspera do anúncio do programa de estabilização. Nesta ocasião os salários foram realinhados e acrescidos de um abono, o que deu a ênfase redistributiva do Plano. No entanto, nenhuma política de rendas ativa fora concebida para lidar com os conflitos distributivos que, tal como no caso peruano, o próprio programa exacerbava. O ajuste fiscal ficou praticamente

limitado a um “pacote”, lançado três meses antes, cuja eficácia é contestada e que certamente não antecipava os efeitos da estabilização. Não foram impostas quaisquer restrições à atuação da política monetária. O respaldo popular contribuiu para que a inflação caísse de cerca de 14% ao mês para a faixa de 1 a 2% ao mês nos primeiros oito meses de vigência do programa. Um ano depois, porém, a inflação superaria as taxas observadas antes do “choque”. Impulsionado pelo consumo, o PIB brasileiro, já em franca recuperação desde 1984, cresceu 8,2% em 1986.

## 2. Seis lições para o sucesso de um Programa de Estabilização

A primeira lição que se depreende dos resultados alcançados pelos cinco “choques” recentes é que é perfeitamente possível desenhar um programa de estabilização que produza uma rápida e significativa queda das taxas de inflação sem recurso a uma forte recessão. A ação coordenada da política de rendas com as políticas monetária e fiscal pode reduzir consideravelmente os custos da desinflação, em termos dos níveis de produção e de emprego. O “choque ortodoxo” boliviano produziu resultados similares, em termos de queda da inflação, àqueles observados na Argentina, em Israel e nos primeiros meses do Cruzado, a um custo muito maior em termos de desemprego e de queda do salário real. Vale ressaltar aqui que a ameaça de recessão com a qual a economia brasileira se defronta neste momento não é fruto de um programa inflacionário, mas de uma restrição de oferta dada pela pequena disponibilidade de divisas para importar insumos essenciais e da própria aceleração rápida da inflação.

A segunda lição é que as condições iniciais em termos de preços e salários são extremamente importantes para determinar o fôlego da primeira fase do congelamento e, conseqüentemente, o sucesso de todo o programa de estabilização. Deslançar um congelamento com preços muito “errados” ou geradores de uma forte redistribuição da renda, sem o respaldo de um “pacto social”, tal como nos planos peruano e brasileiro, pode encurtar a primeira fase do programa e ameaçar a credibilidade na estabilização ao requerer ajustes posteriormente muito bruscos. Não é por outro motivo que o congelamento de preços peruano foi revisto logo dois meses depois, que o programa de estabilização israelense foi precedido pelo fracasso de dois outros pactos e que o governo argentino, na vigência do Plano Austral, já determinou dois congelamentos de preços e salários. Também não é por outro motivo que já em meados de 1986 clamava-se no Brasil por um “segundo choque” que, além de corrigir o desequilíbrio das contas do governo, eliminasse algumas distorções do primeiro congelamento. A hesitação do governo brasileiro em abrir mão do primeiro congelamento. A hesitação do governo brasileiro em abrir mão do primeiro congelamento é em grande parte responsável pela violência dos reajustes de preços que se seguiram ao Cruzado II de novembro de 1986.

A terceira lição é que o “ajuste fiscal” deve ser parte integrante de um programa de estabilização heterodoxo. Os dois casos de maior sucesso, Argentina e Israel, promoveram concomitantemente com o congelamento de preços e salários substanciais reduções do déficit público. Estes planos incorporaram em maior ou menor escala: aumentos das tarifas públicas; reduções de subsídios; novos impostos; e até mesmo cortes no funcionalismo. Não pode haver estabilização permanente na presença de um grave desequilíbrio fiscal. Mais cedo ou mais tarde a pressão inflacionária se manifesta. É claro que, entre os mais fortes ajustes fiscais boliviano e israelense e a inexistência de ajuste fiscal brasileiro, existe uma escolha. Quanto maior o ajuste fiscal que se contrapõe ao impacto expansionista da queda abrupta da inflação, menor a reativação da economia. Os “choques heterodoxos” demonstraram ter um efeito expansionista sobre o nível de atividade econômica tanto pelo “efeito-riqueza” quanto pela transferência de renda para agentes econômicos com elevada propensão a consumir.

A quarta lição refere-se à importância do vigor do setor externo da economia. A necessidade de operar grandes transferências de recursos reais para o exterior exacerba o conflito distributivo interno, o que pode representar uma ameaça à estabilização. Nesta direção o Plano Inti peruano determinou uma limitação aos pagamentos dos juros da dívida externa. A Argentina concomitantemente com o lançamento do Plano Austral assinou um acordo com o FMI. E Israel garantiu substancial ajuda financeira norte-americana por ocasião do anúncio do programa de estabilização. Além disso, todos estes países promoveram maxidesvalorizações cambiais na véspera ou em conjunto com o congelamento de preços. O diagnóstico brasileiro sugeria que estas medidas não eram imprescindíveis ao sucesso do Plano Cruzado, pois o país dispunha de elevadas reservas cambiais e gerava superávits na balança comercial que cobriam os encargos da dívida externa. Verificou-se posteriormente que esta avaliação foi equivocada. O país tinha saúde externa suficiente para enfrentar um plano moderado, tal como o argentino ou o israelense, mas não teve fôlego para suportar a execução do Plano Cruzado.

A quinta lição demonstra a relevância das políticas de controle da demanda, monetária e fiscal, na condução do programa de estabilização, em adição ao ajuste fiscal inicial. Na fase do congelamento a atuação das políticas monetária e fiscal é crucial para coibir os movimentos especulativos e o impulso consumista que ameaçam o programa. Políticas monetárias e fiscais ativas tornam-se ainda mais relevantes quando o plano é lançado em pleno “boom” da economia, quando a possibilidade de esgotamento da capacidade ociosa se coloca. Por este motivo as políticas de demanda talvez fossem mais relevantes, dentre todos os países que fizeram a opção heterodoxa, no plano brasileiro, exatamente onde rido foram acionadas.

A sexta e última lição ensina que as políticas de renda devem permanecer ativas durante toda a vigência do programa de estabilização. Sua importância aumenta por ocasião do descongelamento de

preços e salários, quando se torna necessário administrar cuidadosamente o conflito distributivo. Nos dois “choques heterodoxos” de maior sucesso, Argentina e Israel, a política de rendas tem cumprido, de forma ininterrupta, um papel crucial. Em Israel a política de rendas resultou de negociações tripartites entre governo, empresários e trabalhadores através dos “pactos sociais”. Na Argentina a política de rendas foi conduzida pelo governo através de negociações bipartites com empresários e trabalhadores. O descongelamento de preços abrupto, aliado à plena e imediata reindexação da economia, que caracterizou o experimento brasileiro não se verificou em nenhum outro país. O apelo à total liberação dos preços e à reindexação de curto prazo permitiu escapar das negociações, mas configurou um ato desastroso de incompetência.

### 3. As opções de estabilização no caso brasileiro

As perspectivas atuais para a inflação brasileira não são nada animadoras. Os aumentos de preços anunciados e a onda de remarcações que se seguiu ao boato de um novo congelamento no final de abril fazem crer numa taxa da ordem de 24% em maio. Em junho novos aumentos para os preços administrados, tal como o leite, pão e cigarros, deverão pressionar novamente a inflação. Ao que tudo indica no final de junho completar-se-ão três meses com taxas superiores a 20%. Esta dinâmica não configura ainda uma hiperinflação, porém esta nunca está descartada numa economia que opera com taxas mensais da ordem de 20% ao mês, na qual a frequência dos reajustes tende a aumentar na medida em que a própria inflação avança. Assim, o antes temido gatilho salarial não pode ser visto agora como a poderosa arma que estabilizará a inflação em 20% ao mês. Alguns poucos meses com taxas superiores a 20% poderão ser suficientes para que surjam pressões no sentido de liberar o limite dos 20%. Neste contexto vale a pena explorar como as lições extraídas dos experimentos de desinflação em outros países e do próprio Plano Cruzado podem contribuir para a formulação de um programa de estabilização que represente algo mais do que um alívio temporário.

Dentre as opções de política anti-inflacionária para o caso brasileiro, o “choque ortodoxo” puro e simples pode e deve ser descartado. Os experimentos da Argentina e Israel, e mesmo dos primeiros meses do Plano Cruzado, demonstraram que a “política de rendas” pode contribuir para evitar que o processo de estabilização dos preços resulte numa severa recessão, tal como ocorreu no choque boliviano. No entanto, os mesmos experimentos demonstraram que o ajuste fiscal prévio e a rigidez na política monetária e fiscal na vigência do programa de estabilização devem ser importantes complementos de qual quer “saída heterodoxa”. Os programas heterodoxos têm como objetivo exclusivo eliminar ou amortecer o componente inercial da inflação através de uma desindexação total ou parcial da economia. Atualmente parecem estar sendo contempladas três saídas heterodoxas alternativas para a nova inflação brasileira: o “choque heterodoxo”, a OTN-zação ou plano Larida; e

o “gradualismo heterodoxo”.

A edição de um novo “choque heterodoxo” enfrentaria hoje dificuldades técnicas mais sérias do que o Plano Cruzado. Os preços relativos da economia encontram-se hoje mais desalinhados do que nos níveis vigentes em 27 de fevereiro de 1986. Cada ameaça de um novo congelamento generalizado provoca novo desalinhamento e adia o momento técnico ideal para o “choque” de pelo menos três meses. Embora não observado no Plano Cruzado, o “choque heterodoxo” previa o congelamento dos preços pelos valores médios. Na conjuntura atual, os preços vigentes ou os valores médios dos últimos três ou seis meses não oferecem ainda qualquer garantia de estabilidade. Além disso, dado o recente malogro do Plano Cruzado, um congelamento de preços generalizado careceria de respaldo popular.

A OTN-zação é percebida por diversos segmentos da sociedade como uma saída menos traumática e mais fácil do que o “choque heterodoxo” por razões que podem ser desmistificadas. Em primeiro lugar é preciso ressaltar que a implementação da OTN-zação encontraria hoje os mesmos problemas que seriam enfrentados pelo “choque heterodoxo”. A conversão de preços e salários para OTN envolveria as mesmas dificuldades que a determinação dos níveis adequados para um novo congelamento dos preços em cruzados. Em segundo lugar a inflação dos preços em OTN não é necessariamente nula ou desprezível. Já foi demonstrado teoricamente que quando a inflação do cruzado salta surge a inflação da OTN, que é aproximadamente igual à variação da inflação do cruzado. Assim, a inflação da OTN foi de 6,6% em abril e deverá ser de 3% em maio. Se a OTN-zação tivesse sido implementada em março, a inflação da OTN já acumularia metade de um gatilho salarial, caso uma nova escala móvel de 20% fosse acoplada ao novo programa de estabilização. A inflação baixa da OTN só estaria “garantida” com um congelamento dos preços em OTN e os efeitos sobre as margens de lucro de um congelamento de preços e custos em OTN ou em cruzados são exatamente os mesmos. Um importante fator de risco na proposta da OTN-zação seria a conversão voluntária pois, na medida em que os agentes econômicos só converteriam suas rendas quando esta lhes fosse individualmente vantajosa, surgiria um conflito distributivo potencialmente inflacionário.

A terceira saída seria um “gradualismo heterodoxo” na linha do que foi anunciado pelo Ministro Bresser Pereira em resposta às expectativas de choque ou de OTN-zação. A desindexação parcial da economia, com a fixação dos percentuais de reajuste em 80% do INPC, parecia a saída mais sensata naquele momento. No entanto, a desindexação parcial, tal como anunciada, deverá ter vida curta. A consistência mínima de um programa desta natureza requereria que a regra de desindexação fosse estendida a todos os elementos de custo: aos salários, o que parece politicamente difícil; ao câmbio, o que parece economicamente impensável; e à correção monetária, o que parece financeiramente complicado. Outro problema que a desindexação parcial encontra é que sua implementação fica hoje em grande parte limitada aos preços administrados pelo governo, que são exatamente aqueles que

carecem de reajustes. Assim, a prática do “gradualismo heterodoxo” enfrenta hoje as mesmas dificuldades que o “choque heterodoxo” ou a OTN-zação quanto: ao desalinhamento dos preços relativos; à abrangência de sua implementação; e à necessidade de uma política de rendas que distribua de forma equânime os benefícios e os custos da desinflação.

Desta análise fica claro que a saída heterodoxa preferível seria ainda uma variante do “choque heterodoxo”. A OTN-zação e o “gradualismo heterodoxo” enfrentariam as mesmas dificuldades e, enquanto a OTN-zação constituiria uma saída mais arriscada, o gradualismo configuraria uma agonia lenta. De qualquer forma, a saída heterodoxa no caso brasileiro deveria ficar para uma 2ª fase, pois a economia brasileira, não só não tem ainda uma inflação inercial nítida, como não satisfaz as condições estruturais que poderiam garantir uma estabilização dos preços duradoura. A criação destas condições estruturais deveria constituir o cerne da 1ª fase de um novo plano brasileiro. Assim, com base na experiência dos planos argentino e israelense, a 1ª fase deveria promover o ajuste fiscal da economia brasileira e procurar um acordo com os nossos credores externos. O ajuste fiscal deveria considerar uma reforma administrativa, a eliminação dos subsídios, a redução das transferências para o setor privado e, se necessário, o aumento de impostos. Na conjuntura atual um aumento de impostos só será viável após uma demonstração de austeridade nos gastos da parte do governo. O acordo externo deveria procurar garantir alguma entrada de “dinheiro novo” ainda que em volumes modestos. Dar início a um programa heterodoxo com a perspectiva de um déficit público de 7% do PIB e com reservas cambiais praticamente esgotadas constituiria um ato, no mínimo, de inconseqüência. A tese de que desta vez estas reformas devem anteceder a saída heterodoxa é fruto da experiência do Plano Cruzado: alguns meses de taxas de inflação baixas podem criar a falsa impressão de que as reformas estruturais não sejam mais necessárias.

No que tange à inflação a 1ª fase deveria procurar concentrar seus esforços na estabilização das taxas mensais. Isto porque um novo programa de estabilização para o caso brasileiro não conseguiria evitar um Dia-D no final da 1ª fase. Neste dia seria promovido um realinhamento simultâneo de preços e salários tal como ocorreu nos planos argentino, peruano e israelense e que, do lado dos preços, ficou incompleto no Plano Cruzado. Um realinhamento gradual dos preços que corrigisse as distorções passadas e, ao mesmo tempo, preparasse alguns destes preços para um novo congelamento, tal como propunham o Ministro Funaro e o Plano Sayad, provocaria atualmente um choque inflacionário adicional de difícil dimensionamento. O Ministro da Fazenda provavelmente não assistiria à fase da desindexação.

A 2ª fase, que promoveria a ruptura entre a inflação futura e a inflação passada, consistiria de uma suspensão na medida do possível dos reajustes automáticos de preços e salários, determinando um congelamento sumário. Nas condições atuais da economia brasileira esta variante menos ousada do “choque heterodoxo” teria que se contentar com uma taxa de inflação de 5% ao mês. A 3ª fase,

que corresponderia ao descongelamento, deveria iniciar-se no máximo após três meses. Com base ainda nos experimentos argentino e israelense, o descongelamento deveria ser norteado por uma política de rendas ativa, que minimizasse a automaticidade dos reajustes, tais como a introdução permanente de escalas móveis ou prefixações mensais. A reindexação em prazo curto, sem a possibilidade de revisões que os consecutivos pactos sociais israelenses permitem, deve ser evitada.

Muitos analistas diriam que um programa deste tipo é inexecutável no caso brasileiro pela falta de disposição para enfrentar o ajuste fiscal e de credibilidade. Na minha opinião, o que falta é vontade política, a credibilidade seria um corolário. Existem fortes pressões políticas para que o governo determine imediatamente um novo congelamento generalizado, o Novo Cruzado. O governo não deve cair nesta tentação. Um programa de estabilização deve ter como objetivo dobrar a inflação e não a bancada do PMDB.

O que a sociedade deseja não é o congelamento de preços em si, mas os frutos deste congelamento em termos do aumento do poder de compra. Nas condições atuais da economia brasileira o Novo Cruzado dificilmente poderia trazer um aumento do poder de compra dos salários, as baixas taxas de juros e a euforia consumista. A frustração poderá ser mais generalizada que o congelamento. Sob pressões políticas, sem ajuste fiscal, sem acerto externo, e com esta deturpação de meios e objetivos, a reedição do Plano Cruzado em escopo e ambição tem poucas chances de dar certo. Porém, se a conveniência política prevalecer sob as considerações técnicas, tal como ocorreu durante toda a vigência do Plano Cruzado, o Novo Cruzado não deve estar muito distante.