

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE ECONOMIA  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**RÔMULO DOS SANTOS**

**O PLANO CRUZADO:  
A SÍNTESE DE UM FRACASSO**

**Porto Alegre**

**2011**

**RÔMULO DOS SANTOS**

**O PLANO CRUZADO:  
A SÍNTESE DE UM FRACASSO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Martins  
Lima

**Porto Alegre**

**2011**

**RÔMULO DOS SANTOS**

**O PLANO CRUZADO:  
A SÍNTESE DE UM FRACASSO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Martins  
Lima

Aprovado em: Porto Alegre, \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2011.

---

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima - orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Pedro Cezar Dutra Fonseca  
UFRGS

---

Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht  
UFRGS

## RESUMO

A partir do início da década de 1980, a economia brasileira passou a enfrentar um crônico problema inflacionário. Na iminência de uma hiperinflação, no início de 1986, o governo brasileiro decidiu lançar um plano heterodoxo de estabilização de preços, conhecido nos dias de hoje como Plano Cruzado. Este plano consistia em uma série de medidas de natureza macroeconômica, levadas a cabo pelo governo, no intuito de combater uma taxa de inflação crescente. Com o objetivo principal de apresentar as causas que levaram o Plano Cruzado ao insucesso são avaliados os indicadores macroeconômicos pertinentes, tais como índices de inflação e crescimento econômico, antes, durante e depois do lançamento do Cruzado, bem como as medidas econômicas impostas pelo governo. A hipótese principal é que a inflação brasileira (diferentemente do que acreditavam os formuladores do plano) não era inteiramente inercial, sendo esta a principal causa para o fracasso do Cruzado.

**Palavras-chave:** Cruzado, inércia inflacionária, inflação, macroeconomia, plano de estabilização.

## ABSTRACT

In the early 1980s, the Brazilian economy began to face a chronic inflation problem. On the brink of hyperinflation, in early 1986, the Brazilian government decided to launch a heterodox plan of price stabilization, known today as the Cruzado Plan. This plan consisted of a series of macroeconomics policies, conducted by the government, in order to tackle a rising inflation rate. With the main objective of presenting the causes that led to the Cruzado Plan to fail are assessed relevant macroeconomics indicators such as inflation and economic growth, before, during and after the release of the Cruzado, as well as economic measures imposed by the government. The main hypothesis is that Brazilian inflation (believed differently than the formulators of the plan) was not entirely inertial, which was the main cause for the failure of the Cruzado.

**Keywords:** Cruzado, inflation, inflationary inertia, macroeconomics, stabilization plan.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 .....	16
Tabela 2 .....	17
Tabela 3 .....	20
Tabela 4 .....	22
Tabela 5 .....	24
Tabela 6 .....	31
Tabela 7 .....	39
Tabela 8 .....	40
Tabela 9 .....	42
Tabela 10 .....	55
Tabela 11 .....	55
Tabela 12 .....	60
Tabela 13 .....	61
Tabela 14 .....	62

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	7
<b>1. TEORIAS SOBRE INFLAÇÃO</b> .....	9
1.1. As expectativas racionais .....	9
1.2. A inflação inercial.....	11
1.2.1. Breve histórico .....	11
1.2.2. Aspectos teóricos da inflação inercial.....	12
<b>2. CONTEXTO MACROECONÔMICO</b> .....	16
2.1. Período entre os choques do petróleo: surge a inflação contábil .....	17
2.2. As raízes do endividamento externo .....	18
2.2.1. O ataque ao estrangulamento externo.....	21
2.3. O endividamento interno .....	23
2.4. O problema inflacionário na década de 1980.....	24
<b>3. O PLANO CRUZADO</b> .....	27
3.1. O início de uma nova era .....	27
3.2. O gradualismo como alternativa ao choque.....	28
3.3. O pré-cruzado .....	29
3.3.1. O recrudescimento da inflação.....	30
3.4. O que foi o Plano Cruzado.....	32
3.5. Principais medidas econômicas implementadas .....	33
<b>4. RESULTADOS OBTIDOS</b> .....	38
4.1. Resultados imediatos .....	38
4.2. O Pacote de Julho .....	43
4.3. O Cruzado II.....	47
<b>5. O FRACASSO DO PLANO CRUZADO</b> .....	52
5.1. Erros de concepção .....	52
5.2. Política monetária passiva e fiscal expansionista: o problema do déficit público .....	54
5.3. O congelamento de preços relativos fora do equilíbrio.....	58
5.4. Aumento real de salário como fonte de pressão inflacionária.....	59
5.5. Contas externas em decadência: rumo a moratória.....	60
5.6. Uma abordagem heterodoxa .....	63
<b>CONCLUSÃO</b> .....	65
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	68

## INTRODUÇÃO

A partir do segundo semestre de 1985 a inflação brasileira que, a despeito de um frágil sistema de congelamento de preços vinha sendo mantida em um patamar razoável, experimentou em agosto acentuada aceleração. O fracasso das tentativas anteriores de estabilizar a economia, através dos instrumentos ortodoxos clássicos de política monetária e fiscal restritivas, levou os economistas brasileiros à convicção de que a inflação brasileira havia se tornado puramente inercial. O Plano Cruzado, implementado durante o governo de José Sarney, foi o resultado dessa convicção.

Este trabalho terá como objetivo geral descrever o próprio Plano Cruzado. O objetivo específico será então explicar porque este plano de estabilização de preços, teoricamente muito bem construído, não obteve êxito em estancar o crônico problema de inflação enfrentado pela economia brasileira. Assim sendo, serão abordados os fundamentos teóricos do plano, a sua consequência imediata sobre a economia e ainda serão pormenorizadas as causas que o conduziram ao insucesso.

O principal problema abordado por esta monografia será a falta de efetividade enfrentada pela política macroeconômica implementada a partir do lançamento daquele plano de estabilização, tendo em vista que esta era baseada em uma falsa hipótese de que a inflação brasileira era inteiramente inercial. Como hipótese secundária pode ser considerada a subestimação da importância das expectativas sobre as decisões dos agentes econômicos e a respectiva influência desta sobre a pressão inflacionária, ou seja, faltou convicção por parte dos agentes de que o governo manteria o congelamento de preços. Isto provocou a fuga, por parte destes, dos ativos financeiros, pressionando a demanda por bens e serviços. Podem ser consideradas ainda como hipóteses secundárias a tentativa de redistribuição de renda concomitante a um plano de estabilização (aumento do salário real da classe trabalhadora), a falta de controle sobre os gastos públicos (déficit público ascendente), a falta de planejamento econômico de médio e longo prazo, instituições frágeis, a falta de mecanismos de coordenação das ações individuais e a insuficiência da oferta de bens domésticos.

O método de abordagem utilizado será o dedutivo, no qual a teoria econômica existente (seja ela ortodoxa ou heterodoxa) será comparada aos fatos e, a partir disso, será então deduzida uma conclusão pertinente. Antes, será descrita uma breve apresentação do

contexto macroeconômico e dos fundamentos teóricos do Plano Cruzado. O método de procedimento será claramente histórico, no qual os dados e a teoria necessária serão conseguidos através de pesquisa bibliográfica (documentação indireta).

A partir desta pesquisa bibliográfica e da análise de indicadores macroeconômicos específicos à época do Cruzado, o resultado almejado por esta monografia será a demonstração das razões que levaram este plano de estabilização de encontro ao fracasso. Em seguida, apoiando-se ainda em material bibliográfico, estas razões serão analisadas de maneira minuciosa, utilizando linhas de pensamento econômico ortodoxo e heterodoxo.

O primeiro capítulo abordará os fundamentos teóricos de duas das principais correntes de estudo sobre as causas do problema inflacionário. Optou-se pela escolha das duas teorias que polarizavam a discussão na década de 1980 – a tese inercialista e as expectativas racionais – porque eram estas as propostas mais originais e proeminentes à época do lançamento do Cruzado. Esta sessão fornecerá o subsídio teórico necessário para explicar a escolha pelo choque heterodoxo (e não da alternativa ortodoxa) por parte da equipe econômica do governo.

O segundo capítulo buscará as raízes do problema inflacionário brasileiro, apresentando uma descrição do contexto macroeconômico imediatamente anterior à adoção do plano. O terceiro capítulo foi construído com o objetivo de descrever as medidas econômicas impostas pelo governo ao passo que o capítulo seguinte irá demonstrar quais foram os resultados práticos destas medidas sobre a economia brasileira.

Por fim, o capítulo 5 pretende explicar os motivos que levaram o Plano Cruzado ao fracasso. Para a consecução deste objetivo serão analisados as diversas medidas econômicas implementadas e os resultados destas sobre os indicadores macroeconômicos, particularmente sobre os índices de inflação. Também serão discutidas medidas alternativas que poderiam ter sido adotadas com o intuito de salvar o Cruzado de seu iminente insucesso.

## 1. TEORIAS SOBRE INFLAÇÃO

Na época imediatamente anterior à implementação do Plano Cruzado, o debate acadêmico sobre as causas e a maneira de se combater a inflação estava em plena ebulição. Segundo Nassif (1986) havia duas correntes teóricas de análise do problema inflacionário que polarizavam esta discussão: ao norte da linha do Equador, a inflação era explicada com base nas expectativas racionais ao passo que, no hemisfério sul, a teoria econômica centrava forças no intuito de explicar o fenômeno inflacionário no que se convencionou chamar de inflação inercial<sup>1</sup>.

### 1.1. As expectativas racionais

De maneira sucinta, podemos dizer que os defensores das expectativas racionais sustentam que os agentes econômicos, baseados no princípio de que estes “entendem” como a economia funciona, são capazes de perceber um aumento iminente de preços. Sendo assim, para proteger os preços relativos dos seus produtos e serviços, antecipam seus reajustes.

O ponto central de discordância em relação a outras teorias de inflação reside no fato de que as expectativas são formadas de acordo com uma previsão futura, embasada no conhecimento empírico sobre economia dos agentes econômicos, em oposição à idéia de que são formadas de acordo com resultados passados.

A partir deste argumento, este modelo assume que a aceleração inflacionária aumenta ao mesmo tempo e na mesma proporção da taxa de expansão do estoque monetário, descontadas a taxa de crescimento real da economia, erros aleatórios de previsão e choques inesperados de demanda (KANDIR, 1989).

Uma maneira de explicar matematicamente o fenômeno inflacionário é expandir o conceito de curva de Phillips para dentro de um modelo embasado nas expectativas racionais. Isto pode ser conseguido a partir da equação de oferta de Robert Lucas. Esta advém da

---

<sup>1</sup> Não está no escopo deste trabalho discutir todas as teorias sobre a inflação. A tese inercialista e as expectativas racionais serão analisadas porque eram as teorias proeminentes na época.

hipótese de informação imperfeita, o que torna possível a obtenção de uma curva de oferta com inclinação positiva mesmo assumindo os pressupostos de equilíbrio geral e expectativas racionais.

$$Q = Q_n + b(P - P^e)$$

Quando o preço observado é maior do que o preço esperado ( $P > P^e$ ), então a produção terá uma variação positiva em relação a sua taxa natural<sup>2</sup>. Caso contrário ( $P < P^e$ ), a produção terá uma variação negativa em relação ao seu nível natural. No caso do preço observado se igualar ao preço esperado ( $P = P^e$ ), então a produção será equivalente ao seu nível natural. Lembrando que, em expectativas racionais, o preço esperado só seria diferente do preço observado no caso de uma variação não antecipada de preços (completamente imprevisível).

Partindo do princípio de que o nível de produção  $Q$  corresponde a um nível de desemprego  $U$ , logo, o nível natural de produção também se relaciona com uma taxa natural de desemprego  $U_n$ <sup>3</sup>. Sendo assim, podemos reescrever a curva de oferta de Lucas considerando o nível de desemprego como uma função da variação entre preços esperados e observados.

$$U = U_n + h(P - P^e)^4$$

Dessa forma, obtemos uma curva de Phillips ajustada aos pressupostos das expectativas racionais. Fica evidente, a partir desta equação, que para a teoria das expectativas racionais o *trade off* entre inflação e desemprego não existe, nem mesmo no curto prazo. A única possibilidade da taxa de desemprego ser superior ou inferior a sua taxa natural é com uma variação inesperada de preços. Ou seja, o preço observado precisa ser diferente do preço esperado. Mesmo que isto ocorra em um período, de acordo com o pressuposto da previsão racional, para os períodos seguintes esta variação passaria a ser previsível, impossibilitando a repetição sistemática de níveis de desemprego diferentes da taxa natural.

---

<sup>2</sup> Taxa natural de produção é o nível alcançado pela oferta no longo prazo, quando há pleno emprego dos fatores de produção. É um conceito compatível com a taxa natural de desemprego.

<sup>3</sup> Segundo Datheïn (2000), é a taxa de desemprego de equilíbrio de longo prazo e que não acelera a inflação. Também conhecida pela sigla em inglês NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*).

<sup>4</sup> O coeficiente  $b$  é equivalente ao coeficiente  $h$ . Ele indica a inclinação da curva de oferta de Lucas e da curva de Phillips, respectivamente. No último caso, podemos considerar  $h$  como uma medida da sensibilidade do nível de desemprego em relação à variação de preços.

Assim, se o governo pretende aumentar a oferta de moeda com o intuito de expandir a produção, o resultado obtido será apenas o aumento dos preços, salvo por variações imprevistas do estoque monetário. Logo, a inflação passa a ser função de um aumento arbitrário da oferta de moeda.

Concluí-se a partir deste raciocínio que, para que a taxa de inflação seja nula, não será preciso que o nível de emprego esteja abaixo da sua taxa natural. A saída apontada pela abordagem das expectativas racionais é que o governo anuncie que tomará as medidas cabíveis para a contenção da demanda agregada. Contudo, não se trata apenas de o governo sinalizar em direção a uma política monetária e fiscal mais restritiva, é preciso também que tenha credibilidade para tanto. Dessa forma, a taxa de inflação dependerá de expectativas futuras que levarão em conta a credibilidade da atual política econômica do governo, que deverá ser consistente com a meta de inflação zero. Se a inflação passada não importa, logo, não existe inércia (SACHS; LARRAIN, 1995).

## **1.2. A inflação inercial**

Do ponto de vista da teoria da inflação inercial, o problema inflacionário advém do fato de que os agentes econômicos levam em consideração a inflação passada na hora de reajustar os seus preços. Logo, o controle de preços quebraria a inércia sendo isso suficiente para a resolução do problema (NASSIF, 1986).

De acordo com Pereira (1986), o choque é chamado de heterodoxo porque está alicerçado no congelamento de preços e em medidas arbitradas pelo Poder Público (em oposição às medidas de mercado) para combater a inflação e também porque não tem caráter recessivo, contrariando o *trade-off* tradicional entre inflação e desemprego preconizado pela curva de Phillips.

### **1.2.1. Breve histórico**

Na década de 1950, a teoria da inflação autônoma ou inercial introduziu dois conceitos importantes. Primeiro, os pontos de estrangulamento da oferta, provocando elevação setorial

dos preços. Segundo, os efeitos propagadores da inflação, generalizando a elevação inicial dos preços para o resto da economia. Já na década de 1960, introduziram-se algumas outras inovações no estudo da inflação, como o caráter endógeno da oferta de moeda, a inflação como mecanismo de defesa da própria economia (diante de uma crônica crise de insuficiência de demanda) e o conceito de inflação oligopolística. Na década de 1980, a teoria de que a inflação presente é a reprodução da inflação passada e que se perpetua através do tempo pela indexação formal e informal dos preços, ganha corpo. A tese central é que o conflito distributivo não apenas existe como também é o responsável por este processo de indexação.

A teoria da inflação inercial surgiu com o problema da estagflação, ou seja, inflação e recessão concomitantes, que não fora bem explicado pela corrente ortodoxa. O modelo construído para explicar o fenômeno da estagflação (a teoria da inflação inercial) tinha como pressuposto o desemprego associado a uma certa capacidade ociosa da economia e não parte de uma situação de inflação zero, ou seja, admite que existe uma certa taxa de inflação corrente (PEREIRA, 1986).

### 1.2.2. Aspectos teóricos da inflação inercial

Surgiu então a necessidade de se construir uma clara distinção entre os fatores aceleradores e fatores mantenedores da inflação. Como bem destacou Ricardo Carneiro:

[...] a concepção inercialista atribui a inflação a dois componentes principais: o fator aceleração, que é na verdade o componente ativo da inflação, caracterizado por choques de oferta e/ou demanda e o fator manutenção, que é o fator inercial, responsável pela preservação da inflação num determinado patamar. (CARNEIRO, 1987, p.4).

As teorias convencionais partiam sempre de uma situação na qual a aceleração da taxa de inflação era zero e, a partir disto, centravam seus esforços com o intuito de explicar os fatores aceleradores, que poderiam derivar de excesso de demanda (origem fiscal, monetária ou setorial) ou inflação de custo, provocada pelo poder monopolista das empresas, dos sindicatos e do Estado. A teoria da inflação inercial (autônoma) buscava explicar as causas da inflação em termos dos fatores que a mantém e não dos fatores que a aceleram.

Para os adeptos desta teoria, o conflito distributivo é peça fundamental na explicação deste fenômeno. Os agentes econômicos buscam, no mínimo, a manutenção da sua proporção

sobre a renda total. Logo, se existe uma inflação corrente, os agentes tratam de aumentar seus preços de forma defasada e sistemática. Caso contrário, teriam sua participação na renda total reduzida (PEREIRA, 1986).

O conflito distributivo parece evidente quando se atinge o pleno emprego dos fatores de produção. Neste ponto, a única forma da taxa de lucro ser aumentada (o que viabilizaria o investimento com o intuito de expandir a capacidade produtiva) é com a elevação dos *mark-ups*<sup>5</sup>, o que, por sua vez, só é possível, *ceteris paribus*, via diminuição dos salários reais. Ou seja, somente com a poupança forçada por parte dos trabalhadores, através da transferência de parte da sua renda para os capitalistas (via uma aceleração da taxa de inflação), é possível aumentar a taxa de acumulação. Todavia, enquanto existe ainda certa capacidade ociosa na economia, o crescimento pode ser acelerado sem interferir nos salários reais (KANDIR, 1989).

A abordagem das expectativas racionais, por sua vez, ignora o conflito distributivo superestimando a importância das expectativas como peça fundamental na explicação do fenômeno da inflação. Segundo esta teoria, mudanças na política econômica do governo poderiam criar expectativas inflacionárias, tendo em vista que os agentes econômicos agem racionalmente e entendem os resultados destas políticas sobre a economia. Ou seja, o processo inflacionário passa a ser um problema “psicológico” ou de expectativas. Luís Carlos Bresser-Pereira discorda deste raciocínio, afirmando que:

[...] sendo a inflação um problema econômico e sendo a Economia uma ciência social, é tautológico que ela está baseada no comportamento dos indivíduos, nas suas expectativas quanto ao futuro [...] Está longe de ser claro, entretanto, que as expectativas possam ser facilmente alteradas por medidas de política econômica, particularmente por medidas de controle monetário. Por outro lado, está longe de estar comprovado que as expectativas dos agentes econômicos tendam a dirigir seu comportamento a tal ponto que aquelas expectativas acabem por se confirmar na prática. (PEREIRA, 1986, p.16).

Para os inercialistas a inflação não é um fenômeno monetário e sim um fenômeno real com consequências monetárias. É real porque está diretamente relacionado com a distribuição de renda. Para defenderem sua participação no produto levam em conta os níveis de inflação passada ao invés de apostarem em um nível futuro baseado em expectativas que podem ou não ser realizadas.

---

<sup>5</sup> *Mark-up*, neste contexto, diz respeito à parte do preço final do produto destinada a remunerar o produtor.

Na medida em que a taxa de inflação vai crescendo (chegando a patamares superiores), os agentes econômicos vão percebendo os efeitos nulos desta sobre a distribuição de renda. Portanto, a ilusão de que os rendimentos estão aumentando (por conta da variação positiva de preços e salários) vai desaparecendo. Quando a instabilidade econômica chega ao estágio de hiperinflação, os reajustes de preços acabam sincronizados, tornando os preços relativos razoavelmente estáveis. Nesse ponto, há praticamente apenas o fator mantenedor da taxa de inflação atuante, qual seja, o componente inercial. Dessa forma, as possibilidades de apropriação de renda tornam-se escassas e a inflação perde o seu efeito redistributivo<sup>6</sup>. Essa seria a explicação dos inercialistas para o fim de algumas hiperinflações clássicas, o que difere radicalmente da teoria das expectativas racionais, que geralmente atribui o encerramento do processo a uma mudança de expectativas dos agentes gerada pela alteração de política econômica do governo.

Quanto à questão da política monetária, os teóricos inercialistas consideram a oferta de moeda, particularmente por conta de seu caráter endógeno, um fator sancionador da inflação. Partindo da equação quantitativa da moeda e assumindo a velocidade de circulação desta como constante, o aumento inercial dos preços leva inexoravelmente ao aumento da oferta de moeda. Este aumento pode ocorrer via expansão do estoque monetário, através do Banco Central, ou o sistema bancário pode expandir automaticamente a quantidade nominal de crédito. Em ambos os casos há um aumento nominal da oferta de moeda com o intuito de viabilizar o volume de transações correntes. E mesmo quando o Banco Central adota uma política monetária restritiva, o sistema econômico encontra como solução o aumento da velocidade de circulação da moeda<sup>7</sup> (PEREIRA, 1986).

A forma que a economia encontra para minimizar o conflito distributivo é peculiar nas economias em desenvolvimento. Na década de 1980, o fenômeno inflacionário era recorrente nestas economias por conta de pressões pela mudança nos preços relativos. Sendo assim, as relações contratuais buscavam a proteção dos contratantes quanto à corrosão pela inflação dos

---

<sup>6</sup> O papel do congelamento de preços seria atingir artificialmente esse momento.

<sup>7</sup> É claro que se o governo, por exemplo, decidir financiar o déficit público com a emissão de moeda, e isto causar um aumento real da oferta monetária, teremos então um fator acelerador da inflação. Por outro lado, se o aumento da oferta for apenas nominal, voltamos ao caso em que será apenas um fator sancionador da inflação inercial. (Pereira, 1986)

valores a receber. Com este objetivo, os contratos eram firmados geralmente com cláusulas de indexação a algum índice de preços (KANDIR, 1989).

No Brasil, a indexação de contratos tornou-se regra a partir da criação da correção monetária. O fato de a economia ser fortemente indexada, aliado à constatação de que soluções ortodoxas, implementadas anteriormente, não obtiveram êxito no combate à inflação levou os economistas brasileiros à conclusão de que somente um choque heterodoxo poderia estabilizar a economia do país.

## 2. CONTEXTO MACROECONÔMICO

O problema de inflação crônica se agravou no Brasil ao longo da segunda metade da década de 1970, após o período conhecido como “milagre econômico”<sup>8</sup>. Nesta época, a inflação estava sob controle enquanto a economia atravessava por um período de crescimento. De acordo com os dados contidos na tabela 1, a inflação, medida pelo Índice Geral de Preços conceito Disponibilidade Interna (IGP-DI), se reduziu de um patamar anual próximo de 100%, em 1964, para menos de 20% em 1973. Quanto ao crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), este saltou de uma taxa próxima dos 3% ao ano em 1964 para 14% ao ano em 1973.

Tabela 1: Inflação e crescimento econômico no período 1964-1973.

Ano	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Variação PIB (%)	3,4	2,4	6,7	4,2	9,8	9,5	10,4	11,3	11,9	14,0
IGP (%)	92,1	34,2	39,1	25,0	25,5	19,3	19,3	19,5	15,7	15,5

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Boletim de Conjuntura n° 71, dezembro de 2005, A.79. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

Contribuiu para este resultado positivo (crescimento econômico com estabilidade de preços) o lançamento do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), idealizado pelo governo militar, logo após o golpe de abril de 1964. O PAEG preconizava uma ampla reforma do sistema econômico brasileiro com o intuito de preparar o país para o desenvolvimento. A equipe econômica, liderada pelos ministros da Fazenda e Planejamento, respectivamente Roberto Campos e Octávio Gouvêa de Bulhões, iniciou uma considerável modificação do sistema financeiro, com a criação do Banco Central do Brasil e do Banco Nacional de Habitação, a reestruturação das instituições financeiras, a instituição da correção monetária e das minidesvalorizações cambiais (a partir de agosto de 1968). Para conter uma inflação que

<sup>8</sup> O período de tempo compreendido entre os anos de 1968 e 1973 ficou conhecido na literatura econômica como “Milagre Econômico”, no qual a economia brasileira experimentou altas taxas de crescimento anuais acompanhadas por moderadas taxas de inflação.

chegava à casa dos 100% ao ano, implementaram um violento controle sobre os salários, o que resultou no achatamento dos mesmos.

Quando o mundo mergulhou na fase de ouro do capitalismo, o Brasil estava pronto para crescer. Grandes projetos públicos e privados foram financiados com dinheiro estatal. O país experimentou os maiores índices de crescimento econômico da sua história, comparáveis apenas com os do período do Governo Juscelino Kubitschek (NASSIF, 1986).

### 2.1. Período entre os choques do petróleo: surge a inflação contábil

Em 1973, o mundo testemunhou a força do cartel formado pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP). O aumento sem precedentes do preço do barril de petróleo experimentado naquele ano fez saltar o custo da produção industrial. Se não fosse pela ampla manipulação de índices de preços implementada pelo governo, a inflação, já no ano de 1973, teria decolado.

Em 1974, o governo seguinte já não mais poderia esconder a inflação atrás de índices artificiais de custo de vida. O problema inflacionário ficava cada vez mais evidente, na medida em que os custos de produção continuavam em franca ascensão. Para agravar a situação, além da imensa sobrecarga do preço do petróleo sobre as importações, as exportações sofriam com a queda dos preços internacionais dos produtos primários.

Tabela 2: Inflação e crescimento econômico: 1974-1980

Ano	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Varição PIB (%)	8,2	5,2	10,3	4,9	5,0	6,8	9,2
IGP-DI (%)	34,5	29,4	46,3	38,8	40,8	77,2	110,2

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Boletim de Conjuntura nº 71, dezembro de 2005, A.79. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

A tabela 2 apresenta os dados de crescimento econômico e de taxa de inflação referentes ao período 1974-1980. Embora, em média, a taxa de variação do PIB tenha se mantido sensivelmente alta (7,1%), a taxa de inflação não se comportou de maneira semelhante ao período anterior, apresentando uma forte ascensão. Os resultados do primeiro

choque do petróleo foram sentidos já em 1974, quando a taxa de inflação acumulada no ano foi de 34,5% (ver tabela 2) em comparação aos 15,5% verificados em 1973 (ver tabela 1). Já a influência do segundo choque do petróleo (final de 1979), refletiu fortemente em 1980. Os custos de produção aumentaram e o índice de inflação subiu na mesma proporção, alcançando um resultado acumulado de 110,2% ao final do ano.

Dado esse contexto, parecia impossível o governo conseguir manter as altas taxas de crescimento experimentadas nos anos do “milagre”. O aumento do PIB entre 1974-80, embora vigoroso, foi, em média, menor (7,1%) em comparação ao do período 1964-73 (8,4%). Como era esse crescimento econômico que, em última instância, garantia à sustentação política para o regime militar, a saída encontrada, para manter as altas taxas de crescimento, foi o financiamento através do endividamento externo (NASSIF, 1986).

## **2.2. As raízes do endividamento externo**

O primeiro choque do petróleo representou uma transferência maciça de renda para os países exportadores desta *commodity*. A fim de valorizar esse capital apropriado, estas nações procuraram os bancos europeus e americanos. Estes, por sua vez, não conseguiram repassar esse dinheiro para as nações desenvolvidas, tendo em vista que estas atravessavam uma grave crise econômica neste período. A alternativa encontrada foi emprestar para os países em desenvolvimento.

Dado o grande volume de recurso disponível, esses dólares eram emprestados aos países em desenvolvimento (especialmente latino americanos) a taxas de juros reais negativas. Ou seja, o custo destes empréstimos era praticamente nulo. Assim sendo, após 1974, o Brasil deixou de usar o artifício do crédito externo apenas para equilibrar o Balanço de Pagamentos. Começou a usar os empréstimos estrangeiros com a função também de financiar o crescimento econômico.

Contudo, a situação começou a deixar de ser vantajosa no início da década de 1980, com o surgimento dos grandes déficits orçamentários nos EUA. Isso forçou o FED (*Federal Reserve*) a aumentar exponencialmente as taxas de juros por dois motivos principais. Em primeiro lugar, era preciso captar dólares com o objetivo de financiar um déficit público

crecente. Logo, o aumento dos juros serviria ao propósito de tornar os títulos públicos do governo mais atraentes para os investidores. Em segundo lugar, o próprio déficit público estava pressionando a inflação norte americana para cima. Sendo assim, aumentar a taxa de juros teria a função subsidiária de combater a inflação. Dessa forma, de um patamar de 11% ao ano no final da década de 1970, a *Prime Rate*<sup>9</sup> saltou para cerca de 21% ao ano no final de 1980, voltando para o nível anterior (cerca de 11% a.a.) somente no início de 1983<sup>10</sup>.

Aplicar recursos em títulos do tesouro americano passou então a ser a melhor opção para os investidores internacionais. Assim, a demanda por dólares aumentou, o que significou a valorização da moeda americana. O Brasil foi duplamente penalizado neste novo contexto. Em primeiro lugar, como os empréstimos foram contratados a taxas de juros flutuantes, o aumento das taxas de juros nos Estados Unidos significou um aumento exponencial no custo do serviço da dívida. Em segundo lugar, a valorização do dólar atrapalhou as exportações brasileiras, na medida em que o cruzeiro se valorizou na mesma proporção.

Uma verdadeira sangria de dólares para o exterior foi verificada neste período, já que era preciso cada vez mais moeda americana para pagar o serviço da dívida. Na outra ponta, as exportações estavam prejudicadas e não produziam o volume necessário de divisas para equilibrar as contas externas.

Para resolver o problema, o governo tencionava aumentar as exportações e esperava que o setor privado continuasse a captar dólares no exterior. Entretanto, em dezembro de 1979, já na gestão Figueiredo, o então ministro Delfim Netto decretou uma maxidesvalorização de 30% do cruzeiro, com o objetivo de aumentar a competitividade dos produtos brasileiros no exterior. Ora, essa desvalorização da moeda nacional desencorajou completamente os empréstimos estrangeiros do setor privado, já que o custo em cruzeiros dos dólares captados no exterior aumentou na mesma proporção.

Na tentativa de contornar a situação o governo anunciou que, em 1980, não importando qual fosse a taxa de inflação, a desvalorização do cruzeiro não ultrapassaria 50% ao ano. O objetivo agora era que os empresários pudessem ter menor incerteza na hora de

---

<sup>9</sup> *Prime Rate* é a taxa de juros referencial utilizada pelos bancos norte americanos para remunerar o empréstimo entre instituições financeiras.

<sup>10</sup> IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Base de dados macroeconômicos. Acesso em junho de 2011.

calcular o custo dos empréstimos em moeda estrangeira, e então voltassem a tomá-los. Contudo, o fato de que a inflação no país começava a disparar fez com que os empresários duvidassem que o governo mantivesse essa promessa, já que isto supervalorizaria o cruzeiro, inviabilizando ainda mais as exportações brasileiras. Sendo assim, continuaram avessos a empréstimos em dólares.

Em meio a este colapso, os credores começaram a aumentar as taxas de risco dos empréstimos brasileiros. O aumento das taxas de juros nos Estados Unidos e o segundo choque do petróleo agravaram a crise no front externo. As reservas internacionais caíram substancialmente, assim como a poupança interna. Em meados de 1980, o país estava praticamente insolvente (NASSIF, 1986).

Tabela 3: Dívida externa bruta e reservas internacionais [em US\$ bilhões]: 1964-1985

Ano	Dívida externa bruta	Reservas internacionais	Ano	Dívida externa bruta	Reservas internacionais
1964	3,29	0,24	1975	25,12	4,04
1965	3,82	0,48	1976	32,15	6,54
1966	3,77	0,42	1977	37,95	7,26
1967	3,44	0,20	1978	52,19	11,90
1968	4,09	0,26	1979	55,80	9,69
1969	4,64	0,66	1980	64,26	6,91
1970	6,24	1,19	1981	73,96	7,51
1971	8,28	1,72	1982	85,49	3,99
1972	11,46	4,18	1983	93,75	4,56
1973	14,86	6,42	1984	102,13	12,00
1974	20,03	5,27	1985	105,17	11,61

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Boletim de Conjuntura nº 71, dezembro de 2005, A.93. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

Conforme verificamos na tabela 3, durante a década de 1960, o montante da dívida externa bruta permaneceu estável, assim como o nível das reservas internacionais. Entretanto, a partir do primeiro choque do petróleo (final de 1973), a situação começou a se agravar, com

a dívida externa saltando de um patamar próximo aos US\$ 4,5 bilhões do final da década de 1960 para US\$ 20 bilhões no final de 1974. A trajetória continuou levemente ascendente durante toda a década de 1970, entretanto, no início da década de 1980 apresentou nova aceleração. Este péssimo resultado foi alcançado graças a dois motivos principais: em primeiro lugar, o segundo choque do petróleo, no final de 1979, agravou a precariedade das contas externas. Em segundo lugar, o aumento das taxas de juros internacionais aumentou o custo do serviço da dívida. Em 1985, as vésperas do Plano Cruzado, a dívida externa bruta havia ultrapassado o patamar de US\$ 105 bilhões. Todavia, no mesmo período, o nível das reservas internacionais também apresentou expressivo crescimento (cerca de 50%), o que serviu de alívio temporário para a situação externa brasileira.

### 2.2.1. O ataque ao estrangulamento externo

A partir de 1981 a política macroeconômica foi orientada com o objetivo de reduzir as necessidades de divisas estrangeiras. Para tanto, implementou-se um rigoroso controle da absorção interna no intuito de reprimir a demanda doméstica. O resultado esperado, por um lado, era tornar as atividades exportadoras mais atraentes e por outro lado reduzir a demanda por importações.

Mesmo com a deterioração dos termos de troca, o saldo da balança comercial se recuperou em 1981, passando de um déficit de cerca de US\$ 2,8 bilhões em 1980 para um superávit de US\$ 1,2 bilhão, principalmente por um resultado expressivo na queda das importações, reflexo já da recessão. Contudo, o aumento de quase 4% nas taxas de juros internacionais adicionou cerca de US\$ 3 bilhões ao pagamento do serviço da dívida externa, o que absorvia 40% das receitas de exportação.

Em 1982, a situação se agravaria por conta de uma crise internacional, que reduziu as exportações brasileiras em cerca de US\$ 3 bilhões em relação ao ano anterior. A despeito de a recessão interna ter controlado as importações reduzindo seu montante em US\$ 2,6 bilhões, o aumento de US\$ 2,2 bilhões no pagamento de juros da dívida externa neutralizou os efeitos da diminuição da demanda interna.

Após a moratória mexicana de agosto de 1982 e a escassez geral de liquidez no mercado internacional, o governo, sem alternativas, recorreu ao FMI. No acordo assinado com o fundo foi estabelecida uma meta de superávit comercial, para o ano de 1983, da ordem de US\$ 6 bilhões, proveniente de um aumento de 12% das exportações e uma redução de 2,5 bilhões nas importações, em relação ao ano anterior. O país também se comprometeu a desvalorizar o cruzeiro mensalmente em cerca de 1 ponto percentual acima da taxa de inflação, o que favoreceria o ajuste externo. Contudo, o resultado da balança comercial nos dois primeiros meses do ano foi longe do esperado. Como as dificuldades para manter esta desvalorização gradual do cruzeiro eram enormes (pois alimentava a especulação contra o câmbio), o governo decidiu pelo abandono dessa política cambial, em fevereiro de 1983, estabelecendo uma maxidesvalorização abrupta de 30%. Para combater a especulação em torno de uma segunda maxidesvalorização, determinou então que a correção trimestral do câmbio não poderia ultrapassar a taxa de inflação acumulada no mesmo período.

Tabela 4: Balanço de Pagamentos período 1981-1985

Contas do Balanço de Pagamentos (em US\$ milhões)	1981	1982	1983	1984	1985
Transações correntes (TC)	-11.706	-16.273	-6.733	95	-248
Balança comercial (FOB)	1.202	780	6.470	13.090	12.486
Exportação de bens	23.293	20.175	21.899	27.005	25.639
Importação de bens	22.091	19.395	15.429	13.916	13.153
Serviços e rendas (líquido)	-13.094	-17.039	-13.354	-13.156	-12.877
Serviços (fretes, viagens, etc.)	-2.819	-3.491	-2.310	-1.658	-1.594
Juros	-9.161	-11.353	-9.555	-10.203	-9.659
Lucros e dividendos	-1.111	-2.141	-1.453	-1.268	-1.599
Outras rendas	-3	-54	-36	-27	-25
Transferências unilaterais	186	-14	111	161	143
Conta capital e financeira (CCF)	12.746	12.101	7.419	6.529	197
Investimento direto	2.315	2.740	1.138	1.459	1.337
Outros	10.418	9.355	6.284	5.061	-1.147
Erros e omissões	-415	-369	-670	403	-405
Resultado do balanço	625	-4.542	-24	7.207	-457

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Boletim de Conjuntura nº 71, dezembro de 2005, A.92. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

A recessão interna associada a outros fatores externos contribuiu para o cumprimento de quase todas as metas acordadas com o FMI. Em 1983, as exportações subiram 8% contra os 12% projetados, mas em contrapartida as importações reduziram cerca de US\$ 4 bilhões, contra os US\$ 2,5 bilhões estabelecidos como meta. Para a baixa do valor das importações contribuíram a queda do preço internacional do petróleo, a contração da demanda interna e a substituição de bens anteriormente importados graças à maturação de investimentos iniciados pós 1975. Assim sendo, um superávit comercial de cerca de US\$ 6 bilhões foi alcançado.

No ano de 1984, o estrangulamento externo finalmente deu sinais de relaxamento. A grande contribuição para um resultado favorável das exportações (23% de aumento em relação a 1983) veio da economia norte-americana, que iniciou um vigoroso processo de recuperação econômica. Por outro lado, a demanda por importações também apresentou queda na ordem de US\$ 1,5 bilhões, resultado possível por conta do aumento da produção interna de petróleo e a queda do preço internacional do mesmo. Além disso, grande parte dos projetos estruturais de longo prazo (particularmente os que preconizavam a substituição de importação de insumos básicos e bens de capital) começou a operar, reduzindo o coeficiente de exportação para cerca de 6,3% do PIB e aumentando o coeficiente de exportação para 12,3% do PIB. Como resultado disso, o superávit comercial brasileiro atingiu a marca de US\$ 13,1 bilhões em 1984, superando em US\$ 4 bilhões a meta acordada com o FMI. A tabela 4 apresenta o resultado detalhado do Balanço de Pagamentos neste período. (CARNEIRO; MODIANO, 1989).

### **2.3. O endividamento interno**

O governo precisava resolver dois grandes problemas. Primeiro, o setor privado continuava a não adquirir empréstimos no estrangeiro. Segundo, o financiamento do déficit público estava comprometido, uma vez que, na tentativa de conter a inflação, a correção monetária estava pré-fixada, o que desencorajava a compra de ORTN's (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional)<sup>11</sup>. Para tentar resolver ambos, foi criada uma ORTN com cláusula de correção cambial. Ou seja, se os empresários contratassem um empréstimo em

---

<sup>11</sup> ORTN é uma modalidade de título público federal com cláusula de correção monetária.

dólares e adquirissem essas ORTN's concomitantemente (com o mesmo vencimento), esse mecanismo funcionaria como defesa contra uma possível desvalorização cambial. Isso porque, embora o custo do empréstimo aumentasse, a taxa de juros paga pelo governo pela ORTN cambial aumentaria na mesma proporção, anulando o efeito da desvalorização do cruzeiro.

Todavia, isso não foi o suficiente para encorajar os empresários a se endividarem em dólares, servindo apenas para o primeiro propósito, qual seja, a rolagem da dívida interna. Em uma segunda tentativa, o Banco Central permitiu que todas as divisas pudessem ser liquidadas a qualquer momento, o que na prática significava que o banco se responsabilizaria pelos juros e pela correção cambial do empréstimo a partir daquele momento.

Diante da recusa do setor privado em adquirir obrigações no estrangeiro, o governo se viu obrigado a apelar para as empresas estatais. Estas começaram a financiar suas operações com empréstimos estrangeiros. O orçamento das estatais estourou, comprometendo ainda mais o déficit público (NASSIF, 1986).

#### **2.4. O problema inflacionário na década de 1980**

O ano de 1981 foi marcado por uma série de medidas com o intuito de controlar a demanda agregada. Entre elas, destaca-se o arrocho salarial, a diminuição do déficit público (via redução de gastos e aumento de impostos) e a contenção ao crédito (através do aumento da taxa de juros). Contudo, as atividades exportadoras continuavam subsidiadas, tendo em vista a necessidade de equilibrar o Balanço de Pagamentos.

Tabela 5: Inflação e crescimento econômico: 1981-1984

Ano	1981	1982	1983	1984
Varição PIB (%)	-4,3	0,8	-2,9	5,4
IGP-DI (%)	95,2	99,7	211,0	223,8

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Boletim de Conjuntura nº 71, dezembro de 2005, A.79. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

No entanto, esta política de contenção da demanda agregada não surtiu o efeito esperado. O índice geral de preços (IGP-DI), conceito disponibilidade interna, atingiu um pico de 120% em meados de 1981, declinando para um patamar de cerca de 95,20% ao final do ano, por conta de uma safra agrícola extremamente favorável. O déficit público, ao final do ano, atingiu 6,0% do PIB<sup>12</sup>.

Ao mesmo tempo, a economia enfrentava uma recessão profunda. O produto industrial recuou cerca de 8,8%<sup>13</sup> no ano, enquanto que, pela primeira vez desde o fim da II Guerra Mundial, o PIB real apresentou crescimento negativo (-4,3%). Seguramente, as medidas de contenção monetária contribuíram para esse péssimo resultado.

No ano seguinte, em 1982, a economia brasileira cresceu somente 0,8% em relação ao ano anterior. Destaque negativo para a produção agropecuária que recuou cerca de 0,2%<sup>14</sup> em relação a 1981, enquanto a produção industrial permaneceu no mesmo patamar. A taxa de inflação também se manteve estagnada, com o IGP-DI acumulando cerca de 99,70% no final de 1982. O déficit público, por sua vez, induzido por uma política monetária e fiscal menos restritiva determinada pelo ano eleitoral, apresentou elevação com relação a 1981, ficando em 7,0% do PIB<sup>15</sup>.

O ano de 1983 foi marcado por uma acentuada queda do produto industrial, que retraiu cerca de 5,9%<sup>16</sup> em relação ao ano anterior. O emprego na indústria recuou em 7,5%. A recessão de 1983 atingiu praticamente todos os gêneros da indústria, resultado da queda do salário real e do nível de emprego. O PIB teve crescimento negativo de 2,9%. No que tange ao setor agropecuário, embora as culturas de exportação tenham apresentado aumento de produção, os produtos destinados ao mercado interno sofreram queda. Isto teve impacto perverso sobre a taxa de inflação que, medida pelo IGP-DI, acumulou variação de 211,00% em dezembro de 1983. Do ponto de vista do déficit público, este apresentou sensível melhora,

---

<sup>12</sup> BIASOTO JÚNIOR, Geraldo e OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. Ajuste interno e desequilíbrio externo: Balanço e perspectivas. In: CARNEIRO, Ricardo (org.) A política econômica do Cruzado. São Paulo, Editora Bional, 1987, p. 181.

<sup>13</sup> IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Boletim de Conjuntura nº 71, dezembro de 2005, A.86. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

<sup>14</sup> Idem.

<sup>15</sup> BIASOTO JÚNIOR, Geraldo e OLIVEIRA, Fabrício Augusto de, op. cit., loc. cit.

<sup>16</sup> IPEA, op. cit., loc. cit.

fechando o ano em 4,4% do PIB<sup>17</sup>, resultado da implementação de medidas restritivas determinadas pelo FMI (CARNEIRO; MODIANO, 1989).

Em 1984 o Brasil começava a enxergar uma luz no fim do túnel. A maxidesvalorização de 1983, juntamente com a maturação dos investimentos iniciados no II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento) do governo Geisel, permitiu uma melhora expressiva da balança comercial brasileira. O aumento das exportações impulsionou a indústria interna, fazendo a economia do país ensaiar uma recuperação já no início de 1984.

O PIB brasileiro cresceu, em termos reais, 5,4% em 1984, a reboque do excelente desempenho da atividade industrial, que cresceu cerca de 7%<sup>18</sup> em relação a 1983. O salário real também se recuperou em relação ao período anterior, o que, associado a uma expectativa de aceleração da taxa de inflação, induziu o aumento do consumo. Mesmo com um resultado expressivo da safra agrícola, a taxa de inflação continuou sua trajetória de crescimento. Os preços agrícolas acompanharam a variação dos preços industriais, resultado que evidenciava a forte indexação da economia, tendo em vista que os primeiros estavam atrelados à taxa de câmbio, a qual já sofria desvalorizações sistemáticas.

A taxa de inflação, mensurada pelo IGP-DI, acumulou uma variação de 223,8% no ano de 1984, permanecendo praticamente no mesmo patamar de 1983. Esse resultado reforçava a idéia do caráter inercial da inflação brasileira, pois, embora o ano de 1984 tenha sido de crescimento econômico ao passo que o ano de 1983 tenha sido de recessão, a variação da taxa de inflação em ambos os períodos foi muito parecida, o que reitera a tese inercialista de inelasticidade entre o processo inflacionário e o nível de atividade econômica. Em 1984, ainda sob efeito da política econômica mais restritiva, o resultado alcançado pelo déficit público foi 2,7% PIB<sup>19</sup> (CARNEIRO; MODIANO, 1989).

---

<sup>17</sup> BIASOTO JÚNIOR, Geraldo e OLIVEIRA, Fabrício Augusto de, op. cit., loc. cit.

<sup>18</sup> IPEA, op. cit., loc. cit.

<sup>19</sup> BIASOTO JÚNIOR, Geraldo e OLIVEIRA, Fabrício Augusto de, op. cit., loc. cit.

### 3. O PLANO CRUZADO

#### 3.1. O início de uma nova era

O governo civil herdou inflação e dívidas interna e externa preocupantes. O objetivo principal do novo ministro, Francisco Dornelles, era o controle da inflação. Sendo assim, atrasou o reajuste das tarifas públicas, promoveu um breve congelamento de preços e criou uma nova fórmula de correção monetária e cambial, cuja base seria a média da inflação dos três meses imediatamente anteriores.

Até março, as correções monetária e cambial eram determinadas pela inflação do próprio mês em curso, cuja imprevisibilidade aumentava a incerteza nos mercados aberto e cambial. A partir de abril, as taxas mensais de correção resultariam de uma média geométrica de inflação dos três meses anteriores. Além disso, minidesvalorizações diárias do cruzeiro, que distribuiriam uniformemente a taxa de correção cambial pré-fixada para o mês, eliminariam a especulação em torno da data e do percentual do reajuste subsequente. (MODIANO, 1989, p.352).

De fato, a inflação se reduziu nos primeiros meses após a adoção destas medidas. De dezembro de 1984 a março de 1985 a inflação média ficou em 11,8% ao mês, ao passo que entre abril e junho, a média não passou de 7,6%.

O problema surgiu porque a correção monetária e cambial levava em consideração a inflação passada. Em pouco tempo este indexador se descolou da inflação presente. De abril a junho, enquanto a inflação foi de 24,6%, a correção monetária foi de 38,6%. Por outro lado, o Banco Central elevou a taxa de juros, o que aumentou a dívida pública de forma assustadora (NASSIF, 1986).

A pressão sobre o congelamento de preços começou a se agravar já que os custos de produção cresceram em termos reais durante os primeiros meses do ano. As longas defasagens embutidas nos reajustes salariais semestrais somadas a nova fórmula de indexação das correções cambial e monetária traziam consigo as mais altas taxas de inflação passada, o que tornou o sistema de controle de preços inviável. Em junho, o Conselho Interministerial de Preços – CIP concedeu aumentos de preços, entre outros, às indústrias automobilística e cimenteira, de 9,5% e 15%, respectivamente. As tarifas públicas também sofreram reajustes, destacando-se os preços da energia elétrica (aumento de 22,8%) e transportes urbanos

(aumento de 60%). Os produtos industriais não seriam reajustados em um primeiro instante, contudo, para recuperar a margem de lucro perdida durante o congelamento, a frequência de reajustes de preços seria diminuída<sup>20</sup>.

O processo de reajuste controlado dos preços estava apenas começando quando, a partir de julho, a inflação começou a disparar, em parte por conta de um choque negativo na oferta agrícola. A taxa de inflação chegou a 14% ao mês em agosto. A posição do ministro Dornelles se torna insustentável. Ele renuncia ao cargo e é substituído pelo então presidente do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), Dílson Funaro (MODIANO, 1989).

### **3.2. O gradualismo como alternativa ao choque**

A meta de inflação proposta pelo novo ministro da fazenda era cerca de 10% ao mês. Para atingir este objetivo, em setembro de 1985, as correções monetária e cambial voltaram a ser baseadas pelo índice de inflação do próprio mês em curso. Grande parte das tarifas públicas e dos preços controlados seriam também reajustados em bases mensais. O resultado esperado seria a estabilização da taxa de inflação, tendo em vista que os reajustes, embora em maior frequência, seriam feitos em percentuais mais baixos. Outro ponto divergente em relação à gestão do ministro anterior seria a menor ênfase dada ao controle da base monetária. O declínio da taxa de real de juros no período evidenciou uma política monetária mais relaxada. Esta mudança de curso em relação à política antiinflacionária anterior sugeriu que a economia brasileira caminhava para a indexação plena.

Dessa forma, preços, taxa de cambio e ativos financeiros se tornavam cada vez mais atrelados às variações mensais da ORTN. Entretanto, os salários continuavam a serem reajustados semestralmente (herança da reforma proposta em 1979 pelo antigo regime). O retorno da inflação à casa dos dois dígitos e o processo de redemocratização impulsionou a pressão dos trabalhadores por reajustes salariais mais frequentes. Contudo, o governo não criou uma nova regra para a indexação dos salários, permitindo a livre negociação de abonos

---

<sup>20</sup> As frequências dos reajustes seriam mensais.

e adiantamentos entre patrões e empregados, desde que os reajustes não fossem repassados para os preços. Isto permitiu um aumento do poder de compra dos trabalhadores neste período.

Apesar da insistência da equipe econômica em manter uma política gradualista, com o passar dos meses esta se mostrava cada vez menos eficiente no controle da inflação. O reajuste gradual dos preços administrados acabou inibindo o aumento dos preços e tarifas públicas, o que gerou uma inflação reprimida. Este fato, aliado a um novo choque de oferta agrícola que atingiu a economia por conta de uma estiagem rigorosa, fez com que o IGP-DI registrasse aumento de quase 15% em novembro de 1985. O fracasso do gradualismo associado à proximidade de uma hiperinflação convencia cada vez mais a equipe econômica do governo de que um “choque heterodoxo” tornava-se iminente (MODIANO, 1989).

### **3.3. O pré-cruzado**

A economia começou então a ser preparada para o Cruzado. Montou-se uma equipe informal de estudos dos quais participaram, entre outros, Pêrsio Arida, Luiz Gonzaga de Mello Belluzo e André Lara Resende. Mesmo que a adoção do choque heterodoxo não fosse uma unanimidade entre a equipe econômica do governo até antes de janeiro de 1986, algumas medidas eram imprescindíveis para evitar uma hiperinflação, qualquer fosse o plano adotado (NASSIF, 1986).

A primeira delas foi a implementação, em novembro do ano anterior, de um pacote tributário que tinha como principal objetivo a redução do déficit público via aumento da arrecadação, em alternativa as tentativas anteriores de reduzi-lo via diminuição dos gastos ativos ou financiá-lo através da emissão de títulos públicos. Para tanto, elevou-se a tributação sobre as rendas superiores, grandes empresas e riqueza financeira. De acordo com os cálculos do governo, esperava-se ampliar a arrecadação em 2,5% do PIB o que, somado a privatizações, redução do custo de rolagem da dívida pública e recuperação dos preços e tarifas públicas, totalizaria 5% do PIB, reduzindo o déficit esperado para o ano de 1986 para 0,5% do PIB (CARNEIRO, 1987).

A segunda medida de impacto foi o encerramento da conta movimento do Banco do Brasil. Isto visava um maior controle por parte do Banco Central da base monetária, uma vez que, por meio desta conta, o BB poderia sacar qualquer quantia junto ao Tesouro Nacional.

O terceiro ponto foi a substituição de todos os índices de reajuste existentes por um único indexador e a escolha do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) como o indicador oficial da inflação brasileira.

A principal vantagem do IPCA sobre os demais índices seria sua menor sensibilidade a choques de oferta agrícola e cambial, o que ajudaria a amortecer o aumento previsto das taxas de inflação para os meses subsequentes, ainda em função da estiagem das lavouras. (MODIANO, 1989, p. 356).

A última medida foi a liberalização da importação de gêneros alimentícios, cujo objetivo seria o controle de preços dos produtos agrícolas, já que a seca de 1985 indicava uma perda de produção no campo.

No front externo, a situação era confortável. O país dispunha de um bom nível de reservas (ver tabela 3), conseguidas à custa de sucessivos superávits na balança comercial, além do que a desvalorização do dólar, frente às moedas européias, garantiria ao cruzeiro uma boa folga. O Brasil mantinha assim certa independência em relação ao FMI, já que não necessitava de novos recursos externos, podendo manter políticas monetária e fiscal que privilegiassem mais o crescimento econômico. Por fim, o aumento dos preços dos produtos agrícolas no mercado internacional garantia ao país uma valorização adicional de seus termos de troca (NASSIF, 1986).

Funaro ainda não estava completamente convencido da necessidade de se adotar o choque heterodoxo. A equipe econômica também estava dividida, contudo, havia um ponto de convergência: a estabilização não deveria acontecer em detrimento do crescimento econômico.

### 3.3.1. O recrudescimento da inflação.

No final de 1985, a inflação surgiu incontrolável (ver tabela 6). Todas tentativas do governo de manter a estabilidade não surtiram efeito e, inclusive, o novo índice oficial –

IPCA já apontava um aceleração vigoroso da taxa de inflação. De acordo com dados colhidos por Eduardo Modiano:

A inflação oficial, medida agora pelo IPCA, alcançou 13,4% em dezembro de 1985 e 16,2% em janeiro de 1986. O choque de oferta agrícola finalmente se manifestava a nível do consumidor, tendo os preços dos gêneros alimentícios crescido aproximadamente 17,0% ao mês durante o bimestre dezembro/janeiro. A nível do atacado, o aumento desses preços alcançou 26,0% somente em janeiro de 1986. Não havia dúvidas que, com a indexação generalizada da economia, a taxa de inflação tenderia rapidamente para o novo patamar de 400 a 500% ao ano. (MODIANO, 1989, p.356).

Neste contexto, reajustes salariais semestrais provocariam uma pressão adicional sobre os custos, o que poderia lançar a economia de encontro à hiperinflação. A política cambial passou a ser inócua, pois a alta taxa de inflação mais do que compensava as minidesvalorizações diárias pré-fixadas.

Tabela 6: IGP-DI (%) mensal e acumulado entre 1985 e 1987.

Período	1985	1986	1987
Janeiro	12,64	17,79	12,04
Fevereiro	10,16	14,98	14,11
Março	12,71	5,52	15,00
Abril	7,22	-0,58	20,08
Mai	7,78	0,32	27,58
Junho	7,84	0,53	25,87
Julho	8,92	0,63	9,33
Agosto	14,00	1,33	4,50
Setembro	9,13	1,09	8,02
Outubro	9,05	1,39	11,15
Novembro	14,95	2,46	14,46
Dezembro	13,20	7,56	15,89
Acumulado	235,13	65,04	415,87

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. IPEADATA: base de dados macroeconômicos. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

O fracasso da política gradualista no combate a inflação tornava-se cada vez mais evidente. Como bem destacou Eduardo Modiano:

O fracasso do gradualismo em produzir sequer a estabilidade das taxas mensais de inflação encerra a segunda fase da política econômica da Nova República. As elevadas taxas de inflação não ameaçavam apenas os ministros da área econômica, mas também a coalizão política que sustentava o governo. A legitimidade do processo de votação indireta que elegeu Tancredo Neves e da sucessão presidencial após a sua morte foi novamente posta em questão. (MODIANO, 1989, p.357).

Assim sendo, o governo José Sarney estava encurralado. A população exigia uma solução para o problema inflacionário. Em 28 de Fevereiro de 1986 o Presidente lançaria o plano de estabilização, até então, mais ousado da história do país.

### **3.4. O que foi o Plano Cruzado**

O Decreto-Lei 2283, de 28 de Fevereiro de 1986, promoveu oficialmente a reforma monetária e ditou as novas regras sobre o controle de preços, salários, taxa de cambio entre outras providencias. O objetivo fundamental do plano seria trazer as taxa de inflação para um patamar muito próximo de zero, sem comprometer as metas de crescimento do PIB e redução do desemprego (ROSSETI, 1986).

O Plano Cruzado foi claramente influenciado pelos planos de estabilização argentino (Austral) e israelense, cuja tese central era considerar o fenômeno inflacionário como sendo puramente inercial. Sendo assim, para combater a inflação, o antídoto seria quebrar a inércia inflacionária, através da extinção da correção monetária e congelamento dos preços.

A equipe econômica da nova república tinha o desenvolvimento econômico como meta principal. A implantação do Cruzado teria como função trazer estabilidade para economia, o que serviria de substrato para reformas econômicas mais profundas, tais como a criação de um novo padrão de financiamento público e privado que garantisse o crescimento sustentado da economia.

A principal diferença entre o Plano Cruzado e os programas de estabilização ortodoxos implantados anteriormente reside no fato de que o primeiro é baseado no controle de preços, dispensando os mecanismos convencionais de restrição das políticas monetária e fiscal. Para os idealizadores do plano, as políticas ortodoxas falharam no combate à inflação por dois

motivos principais. Primeiro, o alto grau de concentração da atividade produtiva (encorajada por um ambiente protecionista) oligopolizou setores importantes da atividade produtiva e inibiu avanço tecnológico. Neste quadro, a produtividade brasileira ficou muito aquém da média internacional. Para manter as margens de lucro, os produtores (beneficiados pela falta de concorrência) mantinham os preços em patamares elevados. O segundo ponto importante a ser destacado é a dimensão das dívidas interna e externa, cuja rolagem anulava os efeitos esperados pela política fiscal e monetária restritiva (CARNEIRO, 1987).

### **3.5. Principais medidas econômicas implementadas**

No intuito de quebrar a inércia inflacionária, algumas medidas de política econômica foram implementadas a partir da redação do decreto-lei 2283/86. Este promoveu uma ampla reforma monetária, que estabeleceu o Cruzado (Cz\$), em substituição ao Cruzeiro, como o novo padrão monetário nacional. A taxa de conversão estipulada foi de um mil cruzeiros para cada um cruzado. Como salários e preços eram reajustados com periodicidades distintas, foram desenvolvidas regras de conversão cujo objetivo seria evitar uma severa redistribuição de renda e de riqueza (MODIANO, 1989).

É clara, no caso brasileiro, a preocupação de fazer a reforma tão neutra quanto possível em relação à distribuição funcional da renda e ao ritmo da atividade econômica. A conversão dos salários pela média, junto com o congelamento de preços, garante a manutenção da parcela salarial a curto prazo, exceto por quedas no nível de emprego. (MARTONE, 1986, p.10).

Foram três os principais motivos que levaram a troca do padrão monetário. Em primeiro lugar, havia a questão psicológica, tendo em vista que o cruzeiro, como moeda, já estava desgastado dada as suas constantes desvalorizações. Seria necessária uma nova nomenclatura que, desde seu nascimento, inspirasse confiança. Em segundo lugar, a criação de um novo padrão facilitava a conversão entre moeda nova e velha. Em terceiro lugar existia a necessidade da extinção da indexação. Como a desvalorização do cruzeiro era feita com base no cálculo de correção monetária, sua eliminação seria inevitável.

Contudo, não bastava apenas uma nova moeda de curso forçado. A ORTN também precisava ser abolida, assim como quaisquer outros mecanismos, no mercado financeiro, cujo

reajuste se desse em períodos inferiores a um ano<sup>21</sup>. Com este objetivo, criou-se a OTN<sup>22</sup> (Obrigações do Tesouro Nacional), com cláusula de correção monetária anual (GONTIJO, 1987).

A extinção da correção monetária em contratos de prazo inferior a um ano implicaria indiretamente sobre a dívida pública, que teria seu estoque diminuído por conta de sua desvalorização pela inflação do período. Isto porque quase a totalidade da dívida havia sido contratada no curto prazo. Temerosos por uma futura aceleração dos preços, os detentores destes títulos negociaram suas posições com deságio no mercado financeiro.

O fim da correção monetária também atingiria em cheio os setores bancário e comercial oligopolizado. Os bancos captavam depósitos a vista e recolhimentos de impostos aplicando esses recursos no *overnight*, através da compra de títulos públicos. Isso gerava uma renda que, com o fim da ORTN, deixou de ser percebida pelo setor bancário. Em contrapartida a esta perda, o governo autorizou estas instituições a cobrar taxas sobre serviços prestados. Já o setor comercial recolhia os pagamentos de vendas a vista e comprava seus insumos a prazo, aplicando este saldo no mercado financeiro de curto prazo. Com o fim da indexação, estes ganhos foram suprimidos.

Para converter dívidas contratadas sem cláusula de indexação de cruzeiro para cruzado, seria necessário desvalorizar as mesmas. Isto porque havia uma expectativa inflacionária, embutida nos juros, que deveria ser eliminada. Para tanto, o governo criou uma tabela de conversão cujo fator de deflação era 14,63%, que seria equivalente a média geométrica da inflação nos três meses anteriores ao choque. Os formuladores do plano partiam do princípio que a inflação (antes do cruzado) era puramente inercial, portanto, estava estabilizada. Na verdade a inflação foi crescente, sendo assim, todos que tomaram dívidas a taxas inferiores a média saíram beneficiados por uma sensível diminuição de seus débitos (CARNEIRO, 1987).

No que tange aos salários, estes foram convertidos pela média do poder de compra, calculada a partir dos vencimentos percebidos entre setembro de 1985 e fevereiro de 1986, a

---

<sup>21</sup> Na verdade, depósitos em cadernetas de poupança, PIS/PASEP e FGTS mantiveram cláusulas de correção monetária por prazo inferior a um ano. (Gontijo, 1987)

<sup>22</sup> A OTN substituiu a ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional), que era reajustada mensalmente com base na variação do índice oficial de inflação. Na prática, funcionava como uma “moeda paralela”.

preços correntes, ou seja, a preços de fevereiro. Prevendo que o cálculo pela média, em detrimento ao cálculo pelo pico, poderia gerar protestos da classe trabalhadora, o governo acenou com 8% de abono a todos os assalariados. Em relação ao salário mínimo, este recebeu um aumento de 16% além da conversão pela média dos últimos 6 meses.

Embora o objetivo principal do plano fosse quebrar a inércia inflacionária através da extinção generalizada da indexação, os salários não foram completamente congelados. Na realidade, o que aconteceu foi uma mudança nas regras de reajuste salarial que prevaleciam desde 1979. De acordo com a nova regra, os vencimentos dos trabalhadores seriam corrigidos anualmente em 60% da variação do custo de vida verificado no período, além do que seriam reajustados automaticamente sempre que a taxa de inflação atingisse 20% (MODIANO, 1989).

Em relação aos preços, estes foram congelados por tempo indeterminado a valores de 27 de fevereiro de 1986. De acordo com Modiano (1989), não houve compensação em relação à inflação acumulada desde o último reajuste<sup>23</sup> e nem tampouco em relação à perda derivada de um aumento residual que eventualmente ocorresse durante a vigência do congelamento. O autor ainda destaca que tanto as tarifas públicas quanto os outros preços administrados e congelados encontravam-se defasadas em relação aos seus custos de produção, isto porque estes preços foram usados indiscriminadamente, durante o início da década de 1980, como parte da política antiinflacionária. De acordo com Carneiro (1987), o argumento do governo para não reajustar as tarifas e preços públicos era que os incrementos de receitas previstos no pacote tributário de dezembro de 1985 poderiam ser usados para sanar o orçamento das estatais.

Sobre a função do congelamento, Celso Luiz Martone acrescenta:

O congelamento geral de preços tem por objetivo trazer a inflação instantaneamente para zero e substituí, nos casos de inflação crônica e na ausência de ajustes mais radicais no regime de política econômica, o elemento de credibilidade pública responsável pelo término abrupto das hiperinflações clássicas. Além disso, dada a falta de sincronização de outros preços que não os salários, o congelamento elimina temporariamente qualquer elemento de inércia não associado aos salários. (MARTONE, 1986, p.10).

---

<sup>23</sup> Exceto as tarifas industriais de energia elétrica, que obtiveram aumento de 20%. (Modiano, 1989)

Carneiro (1987) argumenta ainda que o controle de preços visa também à valorização dos ativos de capital o que, associado à desindexação, ajuda a desestimular a valorização da riqueza no mercado financeiro em favor do investimento produtivo<sup>24</sup>.

No que diz respeito aos indicadores de inflação, foi criado o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) em substituição ao IPCA. Embora continuasse com as mesmas ponderações do IPCA, o novo índice tinha sua base deslocada para 28 de fevereiro de 1986. Isto se fez necessário, pois o antigo índice estava contaminado por uma inflação residual que se manifestaria em março, mesmo se não houvesse variação alguma de preços.

Do ponto de vista externo, o país desfrutava de certa tranquilidade. O dólar americano, pelo qual o cruzeiro estava atrelado por uma relação de câmbio fixo, havia desvalorizado em relação às moedas européias e japonesa e o nível de reservas internacionais (ver tabela 3) estava em torno de US\$ 11 bilhões (MODIANO, 1989).

Ademais, os termos de troca estavam favoráveis ao Brasil. O choque agrícola de 1985 elevou os preços dos produtos primários no mercado internacional, colocando a taxa de câmbio, via indexação, em um patamar favorável, tornando desnecessária a desvalorização. Portanto, o decreto-lei 2283/86 apenas fixou a taxa de câmbio<sup>25</sup> aos níveis vigentes em 27 de fevereiro de 1986 (CARNEIRO, 1987).

No caso dos contratos com taxas de juros pós-fixada, tendo em vista que a indexação em prazo menor de um ano foi proibida, a taxa de juros nominal tornou-se o percentual acima da correção monetária. Para os contratos com taxas de juros pré-fixadas, foi criada uma tabela de conversão, cujos fatores eram calculados com base em uma desvalorização estimada do cruzeiro. Esta foi calculada levando-se em consideração a média diária da inflação entre dezembro de 1985 e fevereiro de 1986.

---

<sup>24</sup> Dada a incerteza provocada pelas altas taxas de inflação, as empresas optavam por valorizar os seus lucros no mercado financeiro, ao invés de investi-los em aumento da produção. Com a estabilidade, o fim da correção monetária e o controle dos preços, o governo esperava estimular o investimento produtivo.

<sup>25</sup> Manter a taxa de câmbio fixa durante a vigência do plano seria uma demonstração de que o governo estaria disposto a tudo para manter a estabilidade econômica. Isto porque um eventual reaparecimento da inflação implicaria no comprometimento do saldo do Balanço de Pagamentos, pois impactaria negativamente nas exportações (por conta da perda de competitividade dos produtos brasileiros no exterior) e positivamente nas importações (por barateamento destas).

Em relação aos contratos de aluguéis comerciais e residenciais, a regra de conversão para eles era um pouco diferente. Enquanto para os primeiros foi aplicada uma tabela de conversão, que levava em consideração a frequência dos reajustes bem como o mês do último reajuste, para os segundos foram aplicadas relações média-pico, com reajustes semestral e anual.

Quanto à política monetária e fiscal, não houve nenhuma medida no intuito de mantê-las mais ou menos flexíveis. Do ponto de vista monetário, pretendia-se apenas controlar a oferta de moeda no sentido de que esta se adequasse à crescente procura, uma vez que a estabilidade de preços trazia consigo um incremento natural de demanda por moeda. Por sua vez, a taxa de juros deveria sinalizar se a oferta estava ou não compensando a procura por moeda. Entretanto, administrar a taxa de juros era uma tarefa complexa, pois se fosse muito alta poderia resultar em aumento do serviço da dívida pública e comprometer investimentos privados e estatais, ao passo que uma taxa demasiadamente baixa poderia estimular a especulação com divisas estrangeiras e estoques. Pelo lado da política fiscal, em dezembro de 1985, o governo havia aprovado no Congresso Nacional um pacote de medidas tributárias cujo objetivo seria eliminar o déficit público no conceito operacional<sup>26</sup> já no exercício de 1986. No entanto, o aumento esperado de receitas não conseguiu compensar a perda do imposto inflacionário (MODIANO, 1989).

Em suma, pode-se constatar que o Plano Cruzado brasileiro, ao contrário do Plano Austral argentino, não realizou reajustes significativos do câmbio, taxa de juros, preços e tarifas públicas anteriores ao choque. Como consequência, a margem de lucro média das empresas manteve-se inalterada. Assim, o problema principal a ser enfrentado seria o desalinhamento dos preços relativos provocado pela falta de sincronia nos reajustes. Desta forma, os setores e empresas que haviam remarcado os seus preços em um período mais próximo ao choque obteriam vantagem em relação aos demais que ainda estavam por redefinir seus preços. Isto poderia (e de fato criou) desequilíbrios importantes entre setores (CARNEIRO, 1987).

---

<sup>26</sup> Déficit no conceito operacional é o próprio déficit público quando se excluem, do cálculo do montante da dívida pública, as correções monetária e cambial. (Modiano, 1989)

## 4. RESULTADOS OBTIDOS

### 4.1. Resultados imediatos

O resultado imediato do plano foi o retorno da confiança. A mudança de expectativa quanto ao futuro foi de intensa magnitude, graças à credibilidade inicial inspirada pelo Plano Cruzado. O apoio popular foi tão veemente que vozes críticas ao plano (notavelmente sindicatos, agrupamentos políticos e meios acadêmicos) não encontraram eco (AVERBUG, 2005).

Esse primeiro impacto veio a reboque da abrupta queda da taxa de inflação. Em fevereiro de 1986 (às vésperas do Plano), a inflação, mensurada pelo IGP-DI atingira 14,98%, caindo repentinamente a 5,5%, -0,6% e 0,3% nos três meses seguintes (para maiores informações verificar a tabela 6).

Neste contexto, algumas alterações nos hábitos econômicos da sociedade foram verificadas. A primeira delas foi o abandono, por parte da população, das aplicações financeiras mais populares, particularmente da caderneta de poupança. Com a estabilização dos preços, os rendimentos nominais da poupança caíram substancialmente (mesmo que a rentabilidade real não tenha sido tão afetada), fazendo com que os aplicadores migrassem seus saldos monetários para aplicações mais rentáveis ou ainda, o que foi mais comum, para o consumo (principalmente de bens duráveis e imóveis).

O mercado de ações foi o principal destino daqueles que resistiram à tentação do consumo e decidiram manter o dinheiro aplicado. Contudo, esse maior volume de recursos não foi acompanhado por um maior lançamento de ações no mercado primário, como resultado grande parte disso foi canalizado para compra de ações em poder do público, no mercado secundário. Embora isso tenha pressionado positivamente a cotação destes papéis, este período foi tão breve que não chegou a representar um incentivo à maior capitalização das empresas nacionais. Consequentemente, a migração destes saldos monetários (da caderneta de poupança, CDB's e afins) para o mercado de capital não resultou em um aumento no nível de investimento por parte das empresas.

A parte dos recursos, que não foi poupada ou teve como fonte os aumentos reais recebidos pelos trabalhadores, canalizada para o consumo pressionou a demanda por bens e serviços. E isso veio de encontro à tese usual de muitos observadores do mercado, os quais supunham que o consumo das famílias tendia ao arrefecimento, tendo em vista que, em um cenário de preços estáveis, grande parte do volume de recursos anteriormente destinado à compra de bens antes do seu aumento iminente de preços (para estoque) seria poupada (AVERBUG, 2005).

Alguns motivos para esse comportamento dos consumidores já foram explicitados, como a queda dos rendimentos nominais da poupança e o aumento da massa salarial (em virtude da expansão do emprego e acréscimo de renda real). Conforme Averbug (2005), outros fatores a serem destacados foram mudanças fiscais que diminuíram a retenção do imposto de renda na fonte e, para alguns especialistas, a falta de convicção de alguns compradores na manutenção do mecanismo de congelamento de preços, o que estimularia mais o consumo no presente tendo em vista a perspectiva de aumento dos preços no futuro.

Tabela 7: Indicador de consumo final (% PIB)

Ano	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Consumo (% PIB)	75,93	78,06	79,03	76,13	74,16	77,38	73,43

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. IPEADATA: base de dados macroeconômicos. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

Carneiro (1987) acrescenta ainda que o barateamento causado pela defasagem de preços também contribuiu para o aquecimento da demanda. Segundo dados deste mesmo autor, no primeiro semestre de 1986 o aumento verificado nas vendas de bens duráveis foi de 42,3% em lojas de departamento e 22,9% em concessionárias de veículos. Já nos semiduráveis, verificou-se aumento de 26,8%. De acordo com estes dados, é possível concluir que a escalada do consumo de bens duráveis e semiduráveis não derivou apenas da antecipação do consumo causada pelo aumento da renda disponível, mas também de uma demanda de reposição que estava reprimida desde o último período recessivo. A tabela 7 mostra o comportamento do indicador de consumo final (calculado pelo IBGE), em percentual do PIB, durante uma parte da década de 1980. Percebe-se uma sensível alta deste indicador no ano de lançamento do Cruzado, evidenciando a explosão do consumo verificada no período.

Cabe destacar ainda outros dois aspectos fundamentais, que foi o crescimento da base monetária e a remonetização da economia. Este processo consistiu na substituição das aplicações financeiras de curtíssimo prazo (inclusive títulos públicos que lastreavam as operações de *overnight*) por moeda e depósitos a vista. O setor bancário negociou os títulos públicos e privados em seu poder trocando-os por nova moeda, que foi repassada ao público através do crédito, o que passou a representar uma nova fonte de pressão sobre a demanda. Entre março e junho de 1986, os haveres monetários (papel moeda em poder do público somado aos depósitos a vista) tiveram a sua participação aumentada de 16,8% a 26% do total dos ativos financeiros, o que significou um crescimento real de 60% em 4 meses. A título de comparação, o crescimento dos ativos financeiros (monetários somados aos não monetários) verificado no mesmo período foi de apenas 3,8%. Quanto à base monetária (tabela 8), esta saltou de um patamar de 1,7% do PIB em 1985 para cerca de 3,2% do PIB em 1986 (CARNEIRO, 1987).

Tabela 8: Base monetária média e senhoriagem (em % do PIB)

Ano	1985	1986	1987
Base Monetária Média	1,7	3,2	2,2
Senhoriagem	2,5	3,8	2,9

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Boletim de Conjuntura n° 71, dezembro de 2005, A.101. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

Do ponto de vista da oferta, a reação das empresas dependeu, em grande parte, do grau de adaptação de cada uma delas aos respectivos preços congelados. Os setores considerados prejudicados pelo congelamento dos preços recorreram a mecanismos de resistência, não se mostrando muito entusiasmados com o aumento nas vendas. Tais mecanismos foram: a redução da qualidade dos bens; a introdução de detalhes inúteis nos produtos que permitissem a elevação desproporcional do preço; a diminuição de pesos e volumes; a cobrança de ágio; e a simples retirada do produto do mercado (AVERBUG, 2005).

Naqueles setores em que o congelamento de preços se mostrou favorável e havia ociosidade da capacidade instalada, as regras foram respeitadas e os lucros aumentaram com o acréscimo da produção (por conta da diluição dos custos fixos). Entretanto, tão logo a capacidade produtiva tenha sido plenamente alcançada, e dada a impossibilidade estrutural das empresas em aumentá-la no curto prazo, estas também começaram a recorrer a artifícios

de burla ao mecanismo de congelamento de preços, tais como redução de prazos de pagamentos, suspensão de benefícios anteriormente ofertados e ainda a cobrança de ágio. De acordo com Averbug (2005), sondagem conjuntural realizada pela FGV/Ibre, em julho de 1986, indicava que os sub-setores têxtil, papel para impressão, metais não-ferrosos e celulose produziam a 91%, 93%, 95% e 99%, respectivamente, da capacidade máxima teórica. Na indústria como um todo esse percentual era de 82% (ver tabela 9). Esses artifícios também atingiram em cheio o setor de bens intermediários. Sendo assim, os insumos tornaram-se mais caros, propagando essa tensão inflacionária para os demais setores da economia.

No que tange ao comércio exterior, os exportadores gozavam de alta lucratividade, já que a taxa de câmbio havia sido congelada em um patamar idêntico ao verificado no ano de 1984 que fora de excelente desempenho para as exportações brasileiras. O saldo acumulado da balança comercial, no primeiro semestre de 1986, ultrapassou a casa dos US\$ 6 bilhões, refletindo o excepcional desempenho das vendas para o estrangeiro. No ano, o resultado ultrapassou a casa dos US\$ 8 bilhões (ver tabela 4). Embora o aquecimento da demanda tenha provocado sensível aumento na importação de bens de capital e insumos, a diminuição do preço internacional do trigo e do petróleo manteve o valor das importações no mesmo patamar (CARNEIRO, 1987).

Com relação ao mercado de trabalho, este não resistiu à pressão por aumento dos salários, tendo em vista que o crescimento da demanda por mão-de-obra acompanhou o aumento da produção. Os dados da tabela 9 mostram que a taxa de desemprego média recuou de 5,3% em 1985 para 3,6% em 1986 a reboque do expressivo crescimento do percentual de utilização média da capacidade instalada (de 77,8% em 1985 para 82,5% em 1986). Desta forma, os trabalhadores conseguiram substancial vantagem na hora de negociar suas remunerações. Houve crescimento real da massa salarial e dos vencimentos médios, graças à política de abono e os aumentos reais conquistados pelos trabalhadores nos dissídios. Segundo Carneiro (1987), no primeiro semestre de 1986 o crescimento real da massa de salários foi cerca de 8,7%, resultado do crescimento de 1,9% no emprego e 6,7% do salário real médio<sup>27</sup>. Como resultado, houve aumento dos custos de produção em todos os setores da economia.

---

<sup>27</sup> CARNEIRO, Ricardo. A trajetória do Plano Cruzado. In: CARNEIRO, Ricardo (org.) A política econômica do Cruzado. São Paulo, Editora Bial, 1987, p. 22.

Neste contexto, os empresários começaram a pressionar o governo para um reajuste imediato dos preços (AVERBUG, 2005).

Tabela 9: Nível de atividade, emprego e renda.

Ano	Utilização da capacidade instalada* (%)	Taxa de desemprego* (%)	Rendimento médio real**
1981	77,5	7,9	---
1982	75,8	6,3	---
1983	73,0	6,7	118,5
1984	74,0	7,1	100,4
1985	77,8	5,3	104,6
1986	82,5	3,6	135,8
1987	80,8	3,7	120,2

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Boletim de Conjuntura n° 71, dezembro de 2005. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

\*Média Anual

\*\* Base: julho de 1994 = 100.

O governo tenta então, sem sucesso, estabelecer um tabelamento de artigos como automóveis usados e serviços pessoais com o intuito de frear as elevações de preços. Para conter os mecanismos de burla anteriormente citados, o governo obriga a submissão ao CIP de qualquer entrada de novos produtos no mercado, sendo de 45 dias o prazo médio para a autorizar o lançamento de novas mercadorias (CARNEIRO, 1987).

Após os primeiros meses do plano, o estrangulamento no abastecimento de alguns produtos assumiu tamanha intensidade, que seria duvidoso atribuí-lo apenas à expansão do consumo. Seguramente, decisões empresariais contribuíram para tal desequilíbrio.

Dois outros fatos relevantes podem ser destacados durante o início da vigência do Cruzado. Primeiramente, os sucessivos superávits da balança comercial brasileira venderam a falsa idéia de que seria possível honrar os compromissos relativos ao serviço da dívida - opinião essa que não era unanimidade na equipe econômica do governo. O segundo aspecto diz respeito à dificuldade do setor público em manter um nível de austeridade fiscal que um programa de estabilização de preços exige (AVERBUG, 2005).

Sobre o déficit público, Modiano (1989) acrescenta que já no início da vigência do plano o governo estava ciente da situação delicada enfrentada pelas contas públicas. Isso se agravaria ao longo do tempo devido ao aumento salarial do funcionalismo público e salário mínimo, aos subsídios diretos e indiretos, as isenções tarifárias, a transferência de recursos para empresas estatais, estados e municípios. Do ponto de vista da arrecadação, esta não foi suficientemente aumentada com as medidas tributárias de dezembro do ano anterior e nem o fim da erosão inflacionária percebida entre o fato gerador e o efetivo recolhimento do imposto foi suficiente para equilibrar orçamento da União.

Logo, tornava-se imperativo um *upgrade* emergencial do plano, com o intuito de se corrigir os desvios anteriormente mencionados. Foi neste contexto que o Pacote de Julho foi lançado (AVERBUG, 2005).

#### **4.2. O Pacote de Julho**

Era visível que a economia brasileira estava em xeque. Entretanto, os ajustes necessários ao plano (que deveriam ser contemplados pelo pacote) não foram exatamente os pleiteados pela equipe econômica do governo. Isso porque o Congresso Nacional, altamente influenciado pelo fervor político da proximidade das eleições para a Assembléia Constituinte e governos estaduais, priorizou a aprovação de aspectos políticos do pacote em detrimento dos critérios econômicos.

Ademais, o próprio governo ainda gozava da popularidade adquirida pelo plano e neste contexto relutava muito em modificar o sistema de congelamento de preços. Quanto mais este sistema se perpetuava, mais difícil e mais traumático seria o seu abandono.

O diagnóstico do pacote, sobre a conjectura econômica, mostrava-se correto. Para os técnicos do governo, a trajetória da oferta e da demanda conspirava contra a estabilidade dos preços. Isto porque a capacidade instalada já operava a pleno vapor (vide tabela 9), havia escassez de insumos e os investimentos não alcançavam o montante necessário para diminuir o hiato entre oferta e demanda (AVERBUG, 2005).

Logo, seria necessário desestimular o consumo, compensando-o com um maior nível de investimentos. No intuito de desestimular o gasto privado, proibiu-se o lançamento de

novos consórcios de automóveis, a venda a prazo de combustíveis, também foram criadas contribuições sobre o consumo de bens considerados de luxo, incentivos fiscais para estimular a poupança, CDB's e afins, entre outras medidas. A taxa de juros foi elevada com o objetivo de restringir o crédito pessoal e ao consumidor. Este aumento dos juros tinha como função secundária reanimar a aplicação de recursos em caderneta de poupança, que também foi estimulada pela troca da sua fórmula de remuneração, que passaria a ser calculado pela média dos últimos três meses em substituição ao cálculo pelo menor saldo (CARNEIRO, 1987).

O Pacote de Julho também continha medidas de transferências compulsórias para cadernetas de poupança (centralizada no Fundo Nacional de Desenvolvimento – FND). O FND foi criado especialmente para financiar o Programa de Metas, que consistia numa série de investimentos públicos nas áreas sociais e de infra-estrutura (AVERBUG, 2005).

O FND pretendia acumular recursos no montante de 2% PIB, que não poderiam ser utilizados na cobertura de gastos correntes do governo. Os empréstimos compulsórios contribuiriam para o fundo com cerca de Cz\$ 47 bilhões, enquanto a aplicação obrigatória das entidades de previdência privada arrecadaria Cz\$ 36 bilhões. Alienação de ações e privatização de empresas públicas renderia cerca de Cz\$ 50 bilhões, sendo esses recursos também destinados para os investimentos financiados pelo FND.

Os investimentos públicos deveriam ser realizados pelas estatais, as quais se encontravam perigosamente endividadas. Como os recursos do fundo não seriam suficientes para financiar os investimentos das empresas públicas, seria necessário aporte do Tesouro, o que aumentaria o déficit público e, conseqüentemente, pressionaria ainda mais os preços e a taxa de câmbio. Tendo consciência desta situação, o FND preconizava o aumento dos investimentos via redução do consumo, ou seja, pela modificação da composição da demanda agregada.

Em relação aos investimentos privados, o governo tencionava alongar os prazos de pagamento na captação de recursos com o intuito de viabilizar o financiamento de longo prazo. Em primeiro lugar, aumentou a tributação sobre as aplicações financeiras de curto prazo. Em segundo lugar, criou a taxa de juros repactuada periodicamente. Esta substituiria a correção monetária na função de manter o valor dos ativos. No entanto, como o futuro da economia permanecia incerto, a preferência por aplicações financeiras de curto prazo continuava inabalada.

Do ponto de vista da política monetária, esta passou a ser mais ativa a partir de julho. O aumento da taxa de juros, como descrito anteriormente, além de objetivar a diminuição do consumo e o estímulo à aplicação em caderneta de poupança, tinha também a função de estimular a substituição das OTN's em poder do público pelas LBC's (Letras do Banco Central) lançadas pelo Tesouro Nacional. Isto porque as primeiras não possuíam correção monetária, logo, como uma aceleração da inflação e, portanto, a desvalorização da OTN parecia iminente, os aplicadores optaram pela substituição desta pela LBC. A grande vantagem desta substituição para o governo era o fato de que poderia aumentar a taxa de juros sem comprometer a rolagem da dívida pública.

No entanto, havia um outro paradoxo a ser resolvido. O aumento da taxa de juros, por um lado, favorecia o congelamento de preços e câmbio, pois desestimulava o consumo. Por outro lado, o aumento do custo financeiro que representava para as empresas poderia pressionar novamente os preços e também inviabilizar investimentos. Para as empresas exportadoras, o aumento da taxa de juros sem uma compensação na taxa de câmbio representava estreitamento de suas margens de lucro.

Em um primeiro momento, a elevação da taxa de juros não conseguiu reverter o consumo em aplicações financeiras, pois, embora estivesse em um patamar superior ao da inflação, após a tributação, algumas delas ofereciam rendimentos reais negativos. Foi só a partir de setembro que o governo corrigiu esta incongruência, através de uma nova regra de tributação. Esta nova regra previa incidência de imposto apenas sobre o rendimento real da aplicação financeira, ou seja, sobre a parte que excedesse a LBC.

Com efeito, a rentabilidade real das aplicações financeiras de curto prazo ficou comprometida. Entretanto, ao contrário da previsão da equipe econômica, estes recursos não migraram para o financiamento dos investimentos privados de longo prazo. Na prática, o que se verificou foi apenas um hiato maior entre a taxa real líquida de remuneração do aplicador e a taxa bruta do tomador de empréstimo.

Neste contexto de inelasticidade dos investimentos públicos e privados, associados a um aumento substancial da taxa de juros, o congelamento de preços e taxa de câmbio tornavam-se cada vez menos viáveis. As medidas para conter o consumo se mostraram ineficazes, pois este continuava crescendo a taxas elevadas em setembro, embora menores do que as verificadas entre março e junho. Do lado do mercado de trabalho, a massa salarial

continuou sua trajetória ascendente a partir de julho, aumentando 12,9% em relação a janeiro, agravando ainda mais a pressão sobre os custos e sobre o consumo.

Dada a relutância do governo em abandonar o mecanismo de controle de preços, por um lado, e a incapacidade dos produtores em aumentar a oferta, por outro lado, associado a um aumento da renda disponível, o que se verificou foi o crescimento indiscriminado do ágio e do desabastecimento neste período.

Do ponto de vista externo, a situação também começava a piorar. Embora a taxa de câmbio real efetiva tenha se mantido em um patamar adequado, o fato dos preços internos estarem subindo sem que essa tendência fosse captada pelos indicadores oficiais de inflação<sup>28</sup> apontava uma clara sobrevalorização do cruzado. Assim sendo, o aquecimento da demanda interna, a elevação dos juros, o aumento dos preços domésticos e o congelamento da taxa oficial de câmbio tornavam a atividade exportadora cada vez menos lucrativa, ao mesmo tempo em que o aumento da renda disponível incentivava a importação. Para piorar a situação, o preço das commodities no mercado internacional começaram a cair. A partir de setembro, os saldos mensais da balança comercial começaram a declinar de maneira preocupante (CARNEIRO, 1987).

Entre setembro e outubro de 1986, as receitas das exportações caíram de US\$ 2,1 bilhões para US\$ 1,3 bilhões. O governo agiu então promovendo uma modesta desvalorização do cruzado de 1,8%, sinalizando ainda para outras minidesvalorizações periódicas no futuro, que utilizaria como indexador uma relação câmbio-salário. Entretanto, isso apenas aguçou o sentimento de que uma maxidesvalorização seria iminente estimulando ainda mais o adiamento das exportações e antecipação das importações. Além disso, notícias preocupantes sobre o fracasso da primeira tentativa de renegociação da dívida externa e o comportamento adverso do movimento de captais reforçaram o comportamento especulativo. Como resultado, o saldo da balança comercial só tenderia a piorar nos meses subsequentes. Em outubro de 1986, o superávit comercial reduziu cerca de 81% seu saldo mensal em comparação a outubro de 1985. Mesmo com a queda de 9,6% das importações atingidas por um controle administrativo rigoroso, este resultado foi sustentado pela queda de quase 50% das exportações (MODIANO, 1989).

---

<sup>28</sup> Os índices de preços não captavam aumentos oriundos da cobrança de ágio.

Neste momento parecia claro que o crescimento acelerado da economia estava em xeque. A manutenção de saldos elevados na balança comercial, ao mesmo tempo em que era imprescindível para o pagamento do serviço da dívida externa, não era compatível com os níveis de consumo e investimento brasileiros. O setor público, o qual poderia impulsionar as inversões, estava imobilizado por conta de um déficit público crescente cuja composição em nada alterava os níveis de investimento estatal. Já o setor privado, dada a incerteza quanto ao futuro da economia e a falta de opções de linhas de financiamento de longo prazo, hesitava em investir (CARNEIRO, 1987).

Dessa maneira, os resultados obtidos com o pacote foram pífios. Em oposição à opinião de muitos analistas de que o consumo não se alteraria por conta de um redirecionamento das compras dos bens e serviços gravados compulsoriamente em benefício de outros, o que se verificou foi exatamente o contrário. A demanda por bens e serviços considerados supérfluos não se alterou, poupança e investimentos não foram incentivados e o Plano de Metas foi discretamente engavetado (AVERBUG 2005).

A economia caminhava então a passos largos em direção ao colapso. Aumentavam as pressões inflacionárias e o déficit fiscal do governo, enquanto o superávit da balança comercial apresentava tendência à queda. O desabastecimento, por sua vez, ganhava feição de uma crise sem precedentes.

### **4.3. O Cruzado II**

Dado o recrudescimento das condições adversas à estabilidade econômica, tornava-se cada vez mais imperativo a realização de mudanças estruturais no Plano Cruzado. Depois do pleito de novembro de 1986 (no qual o PMDB, partido governista, sagrou-se o grande vencedor), foram anunciadas as mudanças conhecidas como o Cruzado II. Utilizando-se do mesmo diagnóstico que levou a adoção das medidas elencadas no Pacote de Julho, com pequenas alterações, o Cruzado II foi justificado pelo que segue:

- a) a demanda estava descontrolada;

b) a oferta representava um grande gargalo, particularmente em setores estratégicos, tais como energia elétrica, siderurgia, petroquímica, papel, celulose, metais não-ferrosos e comunicações;

c) os investimentos permaneciam insuficientes;

d) a balança comercial, a partir de setembro, começava a dar sinais de déficit iminente, aumentando o risco de crise cambial e;

e) a capacidade de investimento do setor público continuava irrisória (AVERBUG, 2005).

No intuito de controlar a demanda agregada, o pacote de novembro de 1986 caracterizou-se por um profundo ajuste fiscal cujo objetivo seria transferir poder de compra do setor privado para o Estado. Preços e tarifas públicas (gasolina, energia elétrica, telefone e tarifas postais) sofreram pequenos reajustes enquanto as alíquotas sobre vários impostos indiretos foram sensivelmente majoradas, de maneira que o governo pretendia arrecadar adicionalmente cerca de Cz\$ 176 bilhões, o que correspondia a 3 vezes o déficit público medido pelo conceito operacional no ano de 1986 e praticamente 4,5% do PIB brasileiro. Os impostos indiretos (IPI) cujas taxas foram aumentadas correspondiam principalmente a bens supérfluos, tais como cigarros, bebidas, automóveis e combustíveis.

Parte dos recursos arrecadados adicionalmente teria como principal função zerar o déficit público. Aproximadamente Cz\$ 120 bilhões (correspondente a Cz\$ 70 bilhões além do necessário para zerar o déficit somado a Cz\$ 50 bilhões proveniente da alienação de empresas públicas) seriam investidos, através do FND, em insumos básicos, infraestrutura e programas sociais. Desta forma, pretendia o governo aumentar sua capacidade de investimento e com a melhoria da infraestrutura induzir as inversões privadas.

Quanto à questão da balança comercial, foi clara, em um primeiro momento, a opção do governo em manter o superávit comercial em detrimento do crescimento econômico. Para tanto, antes mesmo de novembro de 1986, o governo já havia sinalizado para exportadores e importadores que estava disposto a bancar o risco cambial deles, remunerando seus depósitos

junto ao Banco Central com a LIBOR<sup>29</sup>. Da mesma forma, investidores que buscassem crédito no exterior para investimentos futuros, também poderiam depositar suas divisas no BACEN obtendo os mesmos incentivos. Além disso, instituiu benefícios fiscais para os setores exportadores. Por último, promoveu a volta das minidesvalorizações do cruzado utilizando um indexador cuja base seria uma relação entre câmbio e salários. Através destas medidas, o governo dolarizou a economia transferindo praticamente todo o risco de crise cambial para o Estado (CARNEIRO, 1987).

Entretanto, as medidas anunciadas pareciam não contemplar alguns objetivos anteriormente propostos, tais como manutenção da renda das famílias mais pobres e a redução da pressão inflacionária. Para os críticos, seria mais eficaz um aumento na alíquota do imposto de renda ou a instituição do empréstimo compulsório, se o objetivo fosse conter o consumo. Impostos incidentes em produtos específicos poderiam apenas estimular a substituição do consumo destes bens por outros não taxados, ao invés de reduzir a demanda global de bens da economia. Ademais, a solução via aumento de preços induzidos por uma elevação da carga tributária sobre alguns produtos e serviços, além de não aliviar a demanda global, serviu como um desestabilizador poderoso das expectativas inflacionárias. Assim sendo, o Cruzado II pôs em xeque a política de estabilização dos preços, na medida em que desestabilizou o grande alicerce do programa (AVERBUG, 2005).

A LBC foi escolhida como novo indexador do mercado financeiro, sendo a sua variação a taxa de remuneração das operações de *overnight*. A idéia implícita na sua criação era poder separar a política monetária da administração da dívida pública. Ou seja, caso houvesse um aumento da taxa de juros, este não implicaria em um aumento proporcional no custo de rolagem da dívida. Entretanto, ao transformar a LBC em taxa de reajuste para todos os ativos financeiros, o BACEN perdeu a autonomia da política monetária. Outro aspecto importante a destacar era o fato da taxa de *overnight* poder flutuar acima ou abaixo da inflação. Logo, além da sua função primordial de incorporar a inflação passada, ela deveria também sancionar as expectativas futuras de inflação. Neste ponto, havia um paradoxo a ser resolvido. Caso a taxa do *overnight* fosse superestimada, as expectativas poderiam ser

---

<sup>29</sup> *London Interbank Offered Rate* – LIBOR é a taxa de juros interbancária do mercado de Londres. Na época (e ainda hoje) era utilizada como taxa referencial de remuneração de empréstimos estrangeiros para empresas e instituições governamentais.

exacerbadas (como aconteceu de fato) provocando uma aceleração da inflação. Se fosse subestimada, poderia provocar a fuga em massa de ativos financeiros, a desintermediação financeira e a especulação com ativos reais.

Além disso, caso a taxa do *overnight* ficasse abaixo da inflação, poderia provocar uma crise cambial, pois tanto importadores quanto exportadores manteriam seus saldos em divisas estrangeiras depositados no BACEN, rendendo juros (LIBOR) mais correção cambial. Ambos precisariam então de crédito interno, obrigando a Autoridade Monetária a ampliar a liquidez interna através do resgate de títulos públicos. Para evitar uma crise cambial, a alternativa encontrada pelo governo foi manter a taxa do *overnight* sensivelmente acima da inflação, o que ajudou a provocar a aceleração da mesma.

No que diz respeito aos salários, a idéia original do governo era deixar por conta do mercado o estabelecimento do nível ideal dos salários reais, evitando assim a criação de um espiral salários-preços. Entretanto, a reposição garantida pelo artifício da escala móvel limitava a eficácia deste artifício. A equipe econômica tentou expurgar do INPC (indicador base do gatilho) o aumento de preços concedido a alguns bens considerados supérfluos visando postergar o disparo da escala móvel. Porém, devido à pressão da classe trabalhadora, voltou atrás e apenas substituiu algumas ponderações do INPC, tentando atenuar o peso destes bens na composição do indicador.

A equipe econômica também regulamentou o gatilho, mantendo o seu disparo em 20%. No entanto, descontou-se o valor correspondente às antecipações salariais e o que excedesse os 20% seriam repostos apenas no próximo disparo da escala móvel. Dessa forma, caso houvesse inflação, os salários reais jamais retornariam ao pico da data-base (CARNEIRO, 1987).

Dada a iminência de uma explosão inflacionária, o governo tentou arbitrar um pacto social entre empresários e trabalhadores, como a tentativa derradeira de manter a estabilidade dos preços. Todavia, a falta de habilidade política impediu a conciliação de todos os interesses. As taxas de inflação, medidas pelo INPC, de dezembro de 1986, janeiro e fevereiro de 1987 foram de 7,3%, 16,8% e 13,9%, respectivamente. No final de janeiro o primeiro reajuste salarial de 20% causado pela inflação acumulada entre março e dezembro de 1986 não seria suficiente para repor todo o poder de compra perdido no período. Na esperança de que as medidas fiscais surtisses efeito e resfriassem a demanda, o governo liberou

abruptamente quase todos os preços controlados em fevereiro de 1987. Poucos dias depois, a indexação voltava com força superior à verificada antes do Plano Cruzado, depois que o governo decidiu reajustar nominalmente a OTN e restabelecer a correção monetária em bases mensais (MODIANO, 1989).

O resultado obtido pelo Cruzado II foi um violento choque inflacionário, com o IGP-DI chegando a 7,56% em dezembro (ver tabela 6) tornando necessário o retorno da indexação. O câmbio, como foi descrito anteriormente, voltou a ser desvalorizado de forma periódica por uma fórmula que o vinculava a evolução dos preços internos, descontando-se a inflação externa.

Para Averbug (2005), as medidas de novembro, antes de atenuar as contradições que prejudicavam o desempenho do Plano Cruzado, aceleraram o seu processo de esgotamento. O declínio do consumo verificado pós-medidas de contenção da demanda foi devido mais à diminuição da renda real dos trabalhadores (por conta da volta da inflação) do que pelo aumento de preços induzidos pela elevação da carga tributária. Em 20 de fevereiro de 1987, dada as péssimas condições do setor internacional, o Brasil declarava a moratória da dívida externa. Em 29 de abril de 1987 Dilson Funaro, então Ministro da Fazenda e um dos idealizadores do Plano Cruzado, foi substituído por Luis Carlos Bresser Pereira. A inflação já retornava aos patamares anteriores ao plano. Os motivos que levaram ao fracasso deste plano de estabilização econômica serão descritos na próxima seção.

## **5. O FRACASSO DO PLANO CRUZADO**

O fracasso do Cruzado está associado a dois fatores fundamentais. Em primeiro lugar, o diagnóstico sobre a causa da inflação brasileira não estava completamente certo. Embora seja fato notório de que em uma economia fortemente indexada os instrumentos ortodoxos clássicos de aperto monetário e fiscal não são suficientes para resolver o problema, foi dada uma ênfase excessiva quanto ao caráter inercial da inflação, esquecendo as causas principais, que podem ser encontradas no déficit público e no descontrole monetário.

O segundo ponto a destacar diz respeito à política macroeconômica de curto prazo, que foi errônea ao estimular o crescimento econômico acelerado. A explosão de demanda foi resultado do aumento real dos salários concedido pelo governo, do descontrole fiscal e de uma política monetária expansionista que, por sua vez, produziu taxas de juros reais muito baixas ou até negativas. O congelamento de preços em uma economia parcialmente fechada (como era a brasileira na época), acabou gerando inflação reprimida em vários setores produtivos. Para agravar a situação, além da inflação reprimida, a escalada do consumo gerou um excesso de absorção interna o que, associado a uma taxa de câmbio nominal fixa, criou sérios problemas para o setor externo (PORTUGAL, 1996).

### **5.1. Erros de concepção**

Alguns erros importantes de teoria econômica foram cometidos na gênese do Plano Cruzado. A confusão entre inflação inercial e inércia inflacionária foi o primeiro deles. Os ortodoxos negligenciaram o problema da inércia, ao passo que os heterodoxos o superestimaram quando imaginaram a inflação brasileira como puramente inercial. Estava certo de que seria impossível combater a inflação sem antes abolir a indexação. Contudo, esta era uma condição necessária, porém, não suficiente. Seria preciso atacar o déficit público com mais ênfase (SIMONSEN 1989).

Mais importante ainda, o Plano Cruzado foi construído sob a hipótese da inflação brasileira ser completamente inercial. No entanto, um estudo econométrico produzido por Barbosa e Pereira (1989) testou e refutou esta hipótese. Dessa forma, os autores concluem que

“razões políticas ou problemas na implementação do plano” de estabilização não foram os responsáveis pelo seu insucesso, mas sim o fato de se considerar a inflação brasileira como puramente inercial (BARBOSA; PEREIRA, 1989, p.71).

Outro problema grave na concepção do plano foi acreditar que os governos anteriores teriam praticado (como regra) uma política monetária contracionista. Esta proposição parece incorreta, pois a própria progressão da taxa de inflação se encarrega de diminuir a liquidez real da economia. Isso acontece porque, embora exista uma forte correlação entre inflação, nível de atividade econômica e expansão monetária, não há necessariamente uma relação proporcional entre estas variáveis. Em caso de inflação aguda (caso brasileiro) ou hiperinflação, a taxa de inflação pode superar a taxa de expansão monetária porque os agentes econômicos diminuem acentuadamente a sua preferência pela liquidez devida a insistente desvalorização da moeda. Logo, o governo não precisa estar necessariamente praticando uma política monetária restritiva mesmo quando a taxa real de crescimento do estoque de moeda esteja decrescendo.

Por outro lado, a questão do déficit público sempre esteve longe de estar resolvida, em oposição ao pensamento das autoridades econômicas da época que consideravam o déficit em termos operacionais controlado. Além dos dados estatísticos publicados pelo governo serem pouco confiáveis, não basta apenas controlar o déficit operacional, é preciso também diminuí-lo em termos nominais. Isto é consequência imediata da idéia de que é a expansão monetária nominal (e não a real) a sancionadora de grandes inflações. Além disso, o suposto aperto monetário e fiscal implementado pelos governos anteriores seriam frutos mais de maquiagem contábil do que austeridade propriamente dita.

Os formuladores do plano também argumentavam que políticas fiscais restritivas já haviam sido tentadas anteriormente e o único resultado alcançado por elas foi a recessão. Na verdade, o que realmente se verificou durante os governos militares foi mais o anúncio de decretos determinando a redução de gastos do que esforços propriamente ditos neste sentido. Não há como negar que medidas no intuito de conter a demanda foram tomadas durante aquele período, no entanto, estas foram infrutíferas, pois reduziram-na em apenas alguns setores, mantendo a demanda global no mesmo patamar. Mesmo durante a política de *stop-and-go*, quando a demanda global foi restringida, a estagflação continuou sendo observada porque as medidas tomadas neste sentido foram de muito curta duração.

Sendo assim, as políticas responsáveis por controlar a demanda desorganizavam o setor privado servindo somente ao propósito de coibir a oferta. Os inercialistas confundiram então estas medidas puramente recessivas com medidas antiinflacionárias. Vale destacar que os governos anteriores buscavam o combate à inflação, porém, o método era ineficaz e apenas tolhia o crescimento da economia.

Em suma, a partir desta constatação errônea de que medidas de contenção monetária e fiscal já haviam sido tomadas de maneira suficiente em outras oportunidades (e que os resultados obtidos por estas teriam sido insatisfatórios) acabaram concluindo que a inflação brasileira era puramente inercial (RAMALHO, 1989).

## **5.2. Política monetária passiva e fiscal expansionista: o problema do déficit público**

A questão do déficit público foi claramente subestimada pelos idealizadores do Plano Cruzado. Supunha-se que, com as medidas fiscais adotadas em dezembro de 1985, as contas públicas estariam definitivamente saneadas. Entretanto, a própria concepção do pacote de dezembro não previa, em princípio, o lançamento de um plano de estabilização. Ele tinha como principal objetivo minorar os efeitos da inflação sobre a arrecadação de impostos. É claro que, em um ambiente inflacionário, medidas com o intuito de reduzir a defasagem entre o fato gerador e o efetivo recolhimento do imposto bem como a tributação em bases correntes tinham como resultado imediato a elevação da carga tributária. No entanto, quando as taxas de inflação despencaram, os efeitos destas medidas se tornaram praticamente nulos. Ainda sobraram as outras disposições do pacote fiscal, principalmente aquelas que majoravam as alíquotas sobre os impostos de grandes empresas e rendas superiores. Todavia, estas outras disposições mostraram-se insuficientes, na medida em que a taxa de inflação diminuiu e o governo perdeu as receitas provenientes do imposto inflacionário. De acordo com os dados da tabela 10, em 1985 o governo arrecadou cerca de 2,11% do PIB em imposto inflacionário, uma fração muito maior do que os 1,17% arrecadados em 1986. Já pelo lado da despesa, nenhuma medida de contenção de gastos foi anunciada, havendo até mesmo aumento nas despesas correntes, tendo em vista que 1986 era um ano eleitoral importante. Dessa forma, o déficit público continuou sua trajetória ascendente, comprometendo cada vez mais a frágil estabilidade de preços inicialmente induzida pelo Plano Cruzado (BARBOSA ET AL., 1989).

Tabela 10: Necessidade de financiamento do setor público (NFSP) conceito operacional e real (%PIB).

	1984	1985	1986	1987
(1) = NFSP real (% PIB)	4,34	4,92	5,79	4,30
(2) = Imposto Inflacionário (% PIB)	2,23	2,11	1,17	3,53
(1) + (2) = NFSP operacional (% PIB)	6,57	7,03	6,96	7,83
NFSP divulgada pelo BACEN na época (%PIB)	2,7	4,3	3,6	5,5

Fonte: CYSNE, Rubens Penha. Plano Cruzado: concepção e erro de política fiscal. In: BARBOSA, Fernando de Holanda e SIMONSEN, Mário Henrique (orgs.). Plano Cruzado: inércia x inépcia. Globo, 1989, p. 211.

Em particular, o governo deveria ter providenciado um substituto para o imposto inflacionário que representava cerca de 2% do PIB (vide tabela 10). Para a equipe econômica, a remonetização poderia financiar o déficit público, substituindo parte de sua dívida interna por base monetária. Porém, dificilmente isto poderia acontecer. De acordo com a tabela 11, a base monetária subiu de 1,7% em 1985 para 3,2% do PIB em 1986, o que representou um aumento de apenas 1,5%. A taxa real de juros, por outro lado, acumulada em 1986, foi de 0,92%. Isso quer dizer que a remonetização poupou (sem efeito inflacionário) apenas 0,014% do PIB, o que é muito pouco comparado a um déficit público (no conceito operacional) de 2,7% do PIB (de acordo com o BACEN na época).

Tabela 11: Taxa nominal e real de juros (Over/Selic), inflação (IGP-DI) e base monetária.

	1984	1985	1986	1987
Taxa nominal de juros acumulada [taxa anual (%)]	255,51	276,53	66,52	352,95
Inflação anual acumulada IGP-DI (%)	223,8	235,1	65,0	415,8
Taxa real de juros acumulada* [taxa anual (%)]	9,79	12,36	0,92	-12,18
Base monetária média (%PIB)	1,9	1,7	3,2	2,2

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Boletim de Conjuntura nº 71, dezembro de 2005. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

\* Taxa de juros real acumulada (% a.a) calculada pelo autor.

Aqui se pode evidenciar como a política monetária não foi tratada com o devido zelo durante o período de vigência do cruzado. Note que no ano anterior (1985), a taxa real de juros acumulada foi de 12,36% (tabela 11), o que demonstra que a estratégia de manter a

política monetária frouxa foi exagerada. Isto porque a taxa real de juros deve ser tanto mais alta quanto mais baixa for a taxa de inflação. Porém, o que verificamos na prática foi exatamente o contrário: conforme dados da tabela 11, em 1985, ano de alta inflação (235,13%), a taxa real de juros foi mais alta do que em 1986, ano de inflação menor (65,04%). Isto explica em parte a explosão de demanda logo após o início do Plano Cruzado. Depois do congelamento, a queda da taxa de inflação não foi acompanhada por um aumento na taxa de juros, provocando a fuga dos ativos financeiros para o consumo de bens e serviços (SIMONSEN, 1989).

A negligência dos inercialistas quanto à política monetária pode ser explicada pelo fato deles não atribuírem à oferta de moeda nenhuma função ativa no processo inflacionário, imaginando que esta se adequaria automaticamente às necessidades da economia. Quando o governo não intervém no mercado monetário de maneira ativa, a estabilidade de preços provoca aumento na liquidez da economia decorrente de uma diminuição na taxa de juros, já que a última está negativamente relacionada à primeira. O resultado esperado é que, se a remonetização for excessiva, em um contexto de preços congelados, no curto prazo a demanda agregada irá superaquecer, exatamente da maneira que aconteceu durante a vigência do plano (BARBOSA ET AL., 1989).

Aliás, a remonetização em si não era uma necessidade. Economias em estágio de hiperinflação já não mais utilizam a moeda nacional e começam a transacionar com moeda estrangeira ou, até mesmo, comercializam através do escambo. Como a demanda por moeda é extremamente baixa, existe a necessidade de introdução de um novo padrão monetário, com o intuito de remonetizar a economia. Já no caso brasileiro, que pode ser considerado um tipo de inflação aguda, como as transações ainda eram realizadas em cruzeiros, a remonetização não seria uma necessidade, tendo em vista que depois da estabilização a economia poderia se acomodar tranquilamente ao novo patamar dos preços (lembrar que o programa de estabilização não alterou o estoque de riqueza). De fato, o aumento na demanda por moeda (após o choque) dificilmente absorveria todo o excesso pré-existente de meios de pagamento e muito menos qualquer acréscimo na oferta, mesmo que tivesse havido uma mudança radical nas expectativas inflacionárias dos agentes econômicos. Uma expansão monetária (mesmo que moderada), nesta situação, serviu apenas como mais um foco de pressão inflacionária. A reforma monetária pretendida pelo Cruzado, por seu turno, apenas cortou zeros de uma moeda antiga sem ter reduzido em nada a liquidez nominal da economia (RAMALHO, 1989).

Os idealizadores do plano também supunham erroneamente que os agentes econômicos acreditariam na meta de inflação zero estipulada pelo governo. Verifica-se aqui uma imprecisão de raciocínio: uma meta de inflação zero é inconsistente com uma situação de déficit público a ser financiado por emissão de moeda. Ainda que esta meta fosse plausível para os agentes econômicos, a taxa de juros não poderia ter permanecido em níveis tão baixos. Isso desestimulou a aplicação de recursos em ativos financeiros, tendo em vista que os rendimentos destes baixaram significativamente. O excesso de liquidez transmitiu-se então para o mercado de bens e serviços, provocando a explosão de consumo verificada no período.

No que tange a política fiscal durante o prazo de vigência do plano, o que se observou foram repetidas tentativas de elevação de receita sem uma contrapartida em redução de gastos. Como resultado, houve uma contínua deterioração das contas públicas, tendo como reflexo a diminuição gradativa da poupança do governo. Segundo dados de Alves (1988), enquanto em meados da década de 1970 a poupança do governo em conta corrente estava em torno de 4,6% do PIB, na década de 1980 despencou, atingindo 2% do PIB em 1986<sup>30</sup>. O que se observa é que a precariedade das contas públicas minou a capacidade de investimento do Estado. Certamente, a má condução da política fiscal contribuiu de sobremaneira para o fracasso do Plano Cruzado (BARBOSA ET AL., 1989).

Em suma, quando os preços foram congelados, pelo menos até o primeiro disparo do gatilho salarial, os vínculos com a inflação passada foram subitamente interrompidos. Logo, o que poderia explicar a evolução dos preços daquele momento em diante só poderia ser a política monetária e fiscal exageradamente frouxas. Em contrapartida, a estabilidade de preços verificada no início da vigência do plano pode ser explicada pelo bom nível das reservas internacionais, que financiaram um aumento substancial das importações e também pela capacidade ociosa da economia. Estes dois fatos permitiram que, inicialmente, o excesso de demanda não se traduzisse em aumento dos preços.

Embora as condições externas ainda estivessem desfavoráveis em termos de liquidez, o aumento da dívida externa (poupança externa) contribuiu para o financiamento do déficit

---

<sup>30</sup> ALVES, Sílvio Rodrigues. O desafio do déficit público. Revista de Economia Política, v.08, n.02, p. 139-145, 1988, p. 142.

público, assim como o imposto inflacionário e, em menor medida, o aumento da dívida pública interna (CYSNE, 1989).

### **5.3. O congelamento de preços relativos fora do equilíbrio.**

Mesmo que o diagnóstico estivesse correto e a inflação brasileira fosse inteiramente inercial, existia ainda um grave problema na formulação do plano. Os preços relativos estavam desalinhados no momento do congelamento. Além disso, o aumento real dos salários concedido através de abonos associados à defasagem dos preços anteriormente descrita contribuiu de sobremaneira para a explosão do consumo observada no período. O resultado deste excesso de demanda foi aumento de preços nos setores onde estes eram mais flexíveis, tais como o de mão-de-obra, vestuário, automóveis usados, etc e cobrança de ágio na venda de produtos cujos preços eram controlados, tais como automóveis novos, matérias-primas, entre outros.

Sobre a cobrança de ágio, este é um processo natural decorrente do próprio tabelamento de preços. Se a quantidade produzida diminui e o preço da mercadoria está abaixo do seu valor de equilíbrio, os consumidores estarão sempre dispostos a pagar um valor maior do que este<sup>31</sup>. Em setores competitivos, este fenômeno manifesta-se com redução da quantidade produzida ao passo que em mercados oligopolizados aumenta a utilização da capacidade instalada e também a maquiagem de produtos (com o intuito de burlar o sistema de congelamento). Nos casos em que a lucratividade diminui muito, alguns produtores optam pela decisão radical de retirar suas mercadorias de circulação. Não há sentido em responsabilizar os produtores pela cobrança do ágio, tendo em vista que esta acontecia com a anuência do consumidor.

No que diz respeito aos preços e tarifas das empresas estatais, estes estavam defasados, ao contrário do que argumentava a equipe econômica do governo. Isto aconteceu porque a gestão do ministro anterior, Francisco Dornelles, havia atrasado os reajustes dos preços e tarifas destas companhias sob o pretexto de combater a inflação. Assim sendo, no ato

---

<sup>31</sup> O consumidor consome até a situação em que a sua utilidade marginal se iguala ao preço de mercado.

do congelamento, as empresas estatais saíram prejudicadas, pois seus preços encontravam-se extremamente defasados (BARBOSA ET AL., 1989).

#### **5.4. Aumento real de salário como fonte de pressão inflacionária.**

É difícil distinguir se o aumento do consumo verificado durante a vigência do Plano Cruzado foi causado mais pelo financiamento contínuo dos gastos do governo através do aumento da base monetária ou mais pelo acréscimo real concedido aos salários. Mesmo assim, o aumento real do salário não pode acompanhar um plano de estabilização econômica, se o resultado almejado for o combate à inflação. A hipótese básica é que o congelamento de preços não consegue alcançar a todos os setores da economia, seja por problemas de fiscalização, seja porque os produtos de preços congelados podem ser transformados em novos produtos depois do tabelamento, podendo assim ter preço diferenciado.

Dessa forma, depois do abono, o setor congelado terá o custo do trabalho contratado aumentado, de maneira que deverá diminuir a produção. Já o setor que não sofreu o congelamento pode, ao aumentar a produção (respondendo ao aumento de demanda gerado pelo abono salarial), mais que compensar a diminuição da demanda por trabalho verificada no primeiro setor. Assim sendo, a tendência é um aumento da massa salarial e, conseqüentemente, da demanda global (dada uma segunda hipótese de que a propensão a consumir dos trabalhadores é maior do que a dos capitalistas). O aumento da demanda (sendo a oferta inelástica no curto prazo) provoca pressão sobre os preços (LEVY, 1989).

O abono concedido aos trabalhadores foi fonte de pressão inflacionária porque correspondeu, na prática, a um aumento do salário real no curto prazo. Calculando os fatores de conversão estipulando uma inflação arbitrária para o mês de fevereiro (já que na época do lançamento do decreto-lei os números oficiais para o mês corrente ainda não estavam disponíveis) de 12,26%, o resultado obtido (utilizando-se a mesma fórmula de conversão do decreto-lei 2284/86) para o reajuste semestral dos salários seria aproximadamente 41,43% ao passo que o salário mínimo deveria ser Cz\$ 689,40. Pelo cálculo do decreto-lei, o salário mínimo passaria a valer Cz\$ 804,00 (com abono de 16%) e os demais salários seriam reajustados em 41,48% mais um abono de 8% sobre a remuneração real resultante em cruzados. A comparação destes números com os resultados obtidos anteriormente comprova a

tese de que os abonos concedidos pelo governo configuraram um aumento do salário real para toda a classe trabalhadora (BARBOSA ET AL., 1989).

Tabela 12: Fatores de atualização dos salários.

Mês	Decreto-Lei número 2284/86	Previsão de inflação para fevereiro de 1986: 12,26%
Março 1985	3,1492	3,2563
Abril 1985	2,8945	3,0501
Mai 1985	2,7112	2,8317
Junho 1985	2,5171	2,5916
Julho 1985	2,3036	2,3118
Agosto 1985	2,0549	2,0645
Setembro 1985	1,8351	1,8836
Outubro 1985	1,6743	1,6952
Novembro 1985	1,5068	1,4954
Dezembro 1985	1,3292	1,2866
Janeiro 1986	1,1436	1,1250
Fevereiro 1986	1,0000	1,0000
Salário mínimo real (Cz\$)	692,80	689,40
Reajuste semestral em março 1985 (%)	41,48	41,43

Fonte: BARBOSA, Fernando de Holanda. O reino mágico do choque heterodoxo. In: BARBOSA, Fernando de Holanda e SIMONSEN, Mário Henrique (orgs.). Plano Cruzado: inércia x inépcia. Globo, 1989, p. 95.

### 5.5. Contas externas em decadência: rumo a moratória

A partir do início do Plano Cruzado, o que se observou foi uma contínua deterioração das contas externas. Contudo, não se pode atribuir esses resultados negativos a condições internacionais desfavoráveis. Em primeiro lugar, o nível de atividade econômica dos principais parceiros comerciais do Brasil reduziu, mas não de maneira significativa. Segundo

dados da OCDE, o produto real destes países cresceu em 1986 cerca de 2,8% em relação ao ano anterior, ao passo que em 1985 o crescimento observado, em relação a 1984, foi de 3,2%.

Tabela 13: Indicadores externos.

Mês	Termos de troca (base: dez 1985 = 100)	Reservas internacionais (US\$ bilhões)	Libor / US\$	Prime rate
Dez. 1985	100,0	11,61	8,11	9,50
Jan. 1986	115,2	9,87	8,16	9,50
Fev. 1986	124,9	9,68	8,03	9,50
Mar. 1986	130,9	10,07	7,53	9,10
Abr. 1986	130,1	10,33	6,91	8,83
Mai 1986	139,3	10,42	7,00	8,50
Jun. 1986	138,6	10,39	7,09	8,50
Jul. 1986	100,3	9,50	6,66	8,16
Ago. 1986	102,0	9,11	6,18	7,90
Set. 1986	138,4	9,03	6,00	7,50
Out. 1986	138,1	8,01	6,00	7,50
Nov. 1986	140,5	7,35	6,06	7,50
Dez. 1986	135,2	6,76	6,23	7,50
Jan. 1987	123,2	5,38	6,17	7,50
Fev. 1987	114,7	4,97	6,44	7,50

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. IPEADATA: base de dados macroeconômicos. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

Os dados da tabela 13 corroboram a idéia de que as condições internacionais estavam favoráveis ao Brasil. No que tange aos preços internacionais das mercadorias transacionadas, verificou-se uma sensível melhora das relações de troca (razão entre preços dos produtos exportados sobre as mercadorias importadas) em favor do Brasil. Já as taxas de juros internacionais (LIBOR e *Prime Rate*) baixaram. Ainda, o efeito da desvalorização do dólar americano nos mercados internacionais foi benéfico para as exportações brasileiras, pois aumentou a competitividade da produção nacional no estrangeiro.

Mas então, o que provocou a crise cambial brasileira, que culminou com a moratória da dívida externa em 1987? Fatores internos certamente foram responsáveis pelo colapso das contas externas. O congelamento da taxa de câmbio associado ao aumento do salário médio real fez com que a relação câmbio / salário (indicador de competitividade externa) recuasse. O aumento dos salários reais aqueceu a demanda interna provocando aumento das importações. Como a oferta de divisas estrangeiras ainda estava abalada desde a crise mexicana de 1982, no curto prazo, este aumento das importações só poderia ser financiado pela queda das reservas internacionais. Por outro lado, o saldo da balança comercial via recuando, uma vez que as exportações caíam de maneira preocupante ao passo que as importações cresciam acompanhando o aquecimento da demanda interna (BARBOSA ET AL., 1989).

Tabela 14: Exportações (X), importações (M) e saldo da balança comercial mensal (BC).

Mês	X (em US\$ milhões)	M (em US\$ milhões)	BC (em US\$ milhões)
Jan. 1986	1.907	1.209	697,9
Fev. 1986	1.750	1.123	627,3
Mar. 1986	2.156	1.021	1.135,3
Abr. 1986	2.171	880	1.291,0
Mai 1986	2.289	951	1.337,7
Jun. 1986	1.999	929	1.070,6
Jul. 1986	2.204	1.199	1.005,3
Ago. 1986	2.094	1.149	944,9
Set. 1986	1.847	1.313	533,8
Out. 1986	1.337	1.420	-83,1
Nov. 1986	1.270	1.308	-38,4
Dez. 1986	1.325	1.543	-218,0
Jan. 1987	1.264	1.299	-35,6

Fonte: IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. IPEADATA: base de dados macroeconômicos. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.

A tabela 14 resume em números a precária situação da balança comercial brasileira, a partir de outubro de 1986. O déficit público no conceito operacional continuava, por seu turno, a níveis insustentáveis, tendo sido financiado de maneira perversa pela queda das exportações e aumento das importações, o que culminou na moratória da dívida externa em 20 de fevereiro de 1987 (SIMONSEN, 1989).

## 5.6. Uma abordagem heterodoxa

A par de toda a crítica ortodoxa ao “choque heterodoxo” implementado pelo Ministério da Fazenda - no fatídico 28 de fevereiro de 1986 - de acordo com esta ótica existem algumas considerações a serem feitas. Segundo Franco (1988), o sucesso de um plano de estabilização depende de muitos fatores conjunturais, de política, talento e liderança, e a falta de qualquer um desses pode comprometer um plano inicialmente bem estruturado ou teoricamente bem fundamentado<sup>32</sup>. E estes podem ser considerados como grandes cúmplices do fracasso do Plano Cruzado.

O excesso de comprometimento com austeridade fiscal e monetária, o que a ortodoxia usualmente exige dos governantes como a única solução para o problema inflacionário, segundo o mesmo autor, não é a melhor alternativa, principalmente quando se tratam de inflações “grandes”. Inflações pequenas podem ser eliminadas às expensas de recessões temporárias, entretanto, algumas evidências empíricas sugerem que o desaquecimento da economia não provoca uma redução geral de preços, quando as taxas de inflação se encontram extremamente elevadas. Ainda de acordo com Franco (1988), um estudo sobre o comportamento da curva de Phillips no Brasil nas décadas de 1960 e 1980 (1964-66; 1980-84), indica que uma inflação de 100%, abstraindo-se outras influências, seria trazida para 20%, se o hiato do produto fosse mantido em 20% durante dez anos<sup>33</sup>. Portanto, a questão do sacrifício e da “coragem”, ao gosto da tradição de Sargent, segundo esses números, não tem implicação prática decisiva sobre o controle da inflação.

---

<sup>32</sup> FRANCO, Gustavo H.B. Política de estabilização no Brasil: algumas lições do Plano Cruzado. Revista de Economia Política, v.08, n.02, p. 131.

<sup>33</sup> Ibidem, p.132.

Mario Henrique Simonsen, citado por Franco (1988), já havia alertado que apenas “coragem” ou política monetária e fiscal restritiva pode não ser o suficiente para combater hiperinflações, e que a estabilização envolve necessariamente alguma política de rendas ou, de maneira mais exata, algum mecanismo destinado a coordenar as decisões individuais de fixação de preços e salários na economia<sup>34</sup>.

Neste sentido, Conceição argumenta que o fracasso do Plano Cruzado revelou que nem mesmo um “confiável” programa governamental de estabilização pode ter sucesso se não houver a “criação” de um ambiente institucional (ou sistema de convenções) capaz de sobreviver e evoluir sem a presença da componente inflacionária. Ou seja, é papel das instituições organizar um arcabouço socioeconômico capaz de coordenar as decisões individuais, além de manter um ambiente propício (o mais seguro possível) para que atividade econômica siga seu rumo sem maiores percalços (CONCEIÇÃO, 2005, p. 190).

E o que parece ter sido observado durante o Plano Cruzado foi a total ausência de mecanismos institucionais capazes de dar sustentação ao ambiente de estabilidade econômica criado no primeiro momento. Quando o “monstro” da inflação foi finalmente controlado, faltou o apoio institucional para desferir o derradeiro golpe. Perder esta oportunidade fez a inflação ressurgir ainda mais voraz.

---

<sup>34</sup> FRANCO, Gustavo H.B. op. cit., loc. cit.

## CONCLUSÃO

Embora o sentimento de frustração e de impotência tenha contaminado a sociedade brasileira após o naufrágio do Plano Cruzado, muitos ensinamentos podem ser retirados após uma análise criteriosa dos motivos que levaram este plano à ruína. Um aspecto central a ser considerado (independente a posição teórica adotada), foi a total ausência de políticas públicas complementares (ao plano de estabilização) de longo prazo, capazes de sustentar o desenvolvimento econômico e social da nação. O principal exemplo disso foi a falta de um planejamento cujo objetivo fosse expandir a produção industrial a taxas assimiláveis pela economia.

Outro ponto a ser considerado foi a insistência da equipe econômica do governo em considerar a inflação brasileira como puramente inercial, sem ter atacado no momento certo (a partir da estabilização temporária dos preços) suas demais causas, principalmente a questão do financiamento do déficit público. O setor público permaneceu com um déficit elevado, no limite da plena utilização da capacidade da economia e sem um sistema adequado de financiamento de suas inversões. O peso dos encargos financeiros das dívidas interna e, principalmente, externa, imobilizou a capacidade de investimento estatal. Pode-se concluir que esta última foi o principal entrave aos investimentos públicos, tendo em vista que a transferência maciça de recursos ao exterior (para pagamento dos juros) através da geração de superávits na balança comercial manteve o Estado sem recursos para novas inversões. O setor privado, por sua vez, manteve uma postura cautelosa, pois foi pouco incentivado a investir, já que não foram criadas as necessárias linhas de crédito para financiamento de longo prazo. Ademais, o congelamento de preços, por seu turno, como foi demasiadamente longo acabou provocando distorções nos preços relativos entre os diversos setores da economia, levando alguns a permanecerem com valores defasados por um longo período, o que também contribuiu de maneira decisiva com este comportamento passivo de parte do empresariado.

A conseqüente explosão do consumo deixou nítida a incapacidade do setor produtivo brasileiro em atender aumentos da demanda, no curto prazo, sem o artifício do aumento dos preços. Sendo assim, tornava-se cada vez mais impraticável a manutenção do mecanismo de congelamento e quanto mais sua vigência era estendida, mais traumático se tornaria o seu abandono. Esse mecanismo, associado a uma política monetária e fiscal expansionista é uma

combinação inconsistente se o objetivo maior for combater a inflação. Quebrar a inércia inflacionária, neste contexto, através do artifício do congelamento de preços apenas fez ressurgir uma inflação artificialmente reprimida.

Logo nos seus primeiros meses de vida, o Plano Cruzado gozou de intenso apoio popular e, inclusive, apoio de grande parte da classe empresarial (com exceção dos banqueiros, que seriam os grandes prejudicados com a perda de suas receitas de *float*). Só que o mecanismo de congelamento criava distorções entre setores e desorganizava a atividade econômica, o que generalizou a insatisfação dos empresários (antes restritas aos prejudicados pelo tabelamento). Neste momento, seria urgente a intervenção do governo no intuito de retomar as rédeas da economia e desviá-la do iminente precipício que a aguardava mais à frente. Contudo, as atitudes (todas descritas ao longo deste trabalho) se mostraram tímidas e ineficazes. A grande base de sustentação popular também foi desmoronando aos poucos, não no sentido de uma “revolta” (como a dos empresários), mas sim em uma espécie de desencantamento, na medida em que a renda real começava a dar sinal de diminuição e o consumo, de arrefecimento.

Algumas conclusões pertinentes podem ser auferidas a partir desta monografia, quais sejam as que se seguem.

a) Um plano de estabilização idealizado a partir de premissas falsas, como considerar a inflação brasileira como puramente inercial, tem grande probabilidade de não obter sucesso.

b) O cerne da inflação brasileira estava no financiamento do déficit público, problema que equivocadamente o governo considerava como resolvido.

c) Antes do congelamento de preços, é preciso adquirir certa margem monetária e fiscal. Isso pode ser conseguido através do reajuste de preços administrados e tarifas públicas, redução de subsídios e, até mesmo, desvalorização do câmbio real. Em contrapartida, se estas medidas são impostas durante a fase de congelamento, o resultado esperado será uma redução da oferta agregada, o que vai agravar a questão do ágio e desabastecimento. Estes ajustes também comprometem a estabilidade de preços (podem exacerbar expectativas), exatamente como aconteceu durante o Plano Cruzado.

d) O congelamento de preços deve ser por um período curto e deve estar associado a medidas de política monetária e fiscal do governo. Sozinho, ele não pode funcionar.

e) Os preços relativos foram congelados em desequilíbrio nos diversos setores da economia, principalmente no caso das tarifas e preços públicos. Essa poderosa fonte de inflação reprimida contribuiu para a exacerbação das expectativas inflacionárias verificadas posteriormente.

f) As taxas de juros devem ser fixadas de acordo com as expectativas de inflação dos agentes econômicos e não de acordo com a meta de inflação estipulada pelo governo. No curto prazo, as taxas de juros nominais devem ser bem próximas às praticadas no momento imediatamente anterior à estabilidade de preços. Caso contrário, haverá excesso de moeda na economia que, embora afete as quantidades produzidas no curto prazo, no longo prazo somente provoca inflação.

g) Os pacotes fiscais foram infrutíferos, pois apenas previam aumento nas receitas, deixando de lado metas para redução das despesas. A dependência do governo em relação ao imposto inflacionário como fonte de financiamento de seus gastos também contribuiu de maneira decisiva para o insucesso do Plano Cruzado.

h) Os abonos salariais concedidos, associados ao aumento da renda disponível (devida à suspensão do imposto inflacionário) e a valorização do câmbio real observada no período causaram uma explosão consumista que era incompatível com a estabilidade de preços, dada a estrutura da oferta agregada no curto prazo. Ou seja, o ponto a ser atacado não deveria ser a inevitável queda do salário real que costuma acompanhar os ajustes fiscais, mas sim a divisão deste ônus entre a classe trabalhadora e o empresariado.

Enfim, a economia brasileira não resistiu ao esgotamento do Plano Cruzado, resultado principalmente da ausência de políticas macroeconômicas coordenadas e também de estratégias mais localizadas. A partir do insucesso do Cruzado, pelo menos mais dois planos de estabilização econômica foram lançados (ainda sob a presidência de José Sarney) com o mesmo propósito, entretanto, nenhum deles obteve sucesso. A sociedade brasileira não mais se deixou levar pelo mesmo tipo de euforia que a contagiou durante os primeiros meses do Plano Cruzado, nem tampouco voltou a acreditar nos mecanismos heterodoxos de combate a inflação, tais como o sistema de preços congelados. Foi esta passividade política que tornou possível o consentimento da sociedade quanto às medidas surreais de combate à inflação implementadas pelo próximo governo.

## BIBLIOGRAFIA

- ALVES, Sílvio Rodrigues. O desafio do déficit público. **Revista de Economia Política**, v.08, n.02, p. 139-145, 1988.
- AVERBUG, Marcello. Plano Cruzado: Crônica de uma experiência. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro-RJ, v.12, n.24, pp. 211-240, 2005.
- BARBOSA, Fernando de Holanda (et al.). O reino mágico do choque heterodoxo. In: BARBOSA, Fernando de Holanda e SIMONSEN, Mario Henrique (orgs.) **Plano Cruzado: inércia x inépcia**. Rio de Janeiro, Globo, 1989.
- \_\_\_\_\_ e PEREIRA, Pedro L. Valls. O insucesso do Plano Cruzado: a evidência empírica da inflação 100% inercial para o Brasil. In: BARBOSA, Fernando de Holanda e SIMONSEN, Mario Henrique (orgs.) **Plano Cruzado: inércia x inépcia**. Rio de Janeiro, Globo, 1989.
- BIASOTO JÚNIOR, Geraldo e OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. Ajuste interno e desequilíbrio externo: Balanço e perspectivas. In: CARNEIRO, Ricardo (org.) **A política econômica do Cruzado**. São Paulo, Editora Biental, 1987.
- CARNEIRO, Dionísio Dias e MODIANO, Eduardo. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.) **A ordem do progresso: Cem anos de política econômica republicana, 1889-1989**. Rio de Janeiro, Campus, 1989.
- CARNEIRO, Ricardo. A trajetória do Plano Cruzado. In: CARNEIRO, Ricardo (org.) **A política econômica do Cruzado**. São Paulo, Editora Biental, 1987.
- CONCEIÇÃO, Octávio Augusto Camargo. **Instituições, crescimento e mudança na ótica Institucionalista**. Porto Alegre, Fundação de Economia e Estatística, 2002.
- CYSNE, Rubens Penha. Plano Cruzado: concepção e erro de política fiscal. In: BARBOSA, Fernando de Holanda e SIMONSEN, Mario Henrique (orgs.) **Plano Cruzado: inércia x inépcia**. Rio de Janeiro, Globo, 1989.
- DATHEIN, Ricardo. **O crescimento do desemprego nos países desenvolvidos e sua interpretação pela teoria econômica: as abordagens neoclássica, keynesiana e schumpeteriana**. Campinas, Unicamp, 2000.
- FRANCO, Gustavo H.B. Política de estabilização no Brasil: algumas lições do Plano Cruzado. **Revista de Economia Política**, v.08, n.02, p. 131-138, 1988.
- GONTIJO, Cláudio. O plano de estabilização e a economia brasileira: Aspectos gerais. In: PAIVA, Paulo (org.) **Plano Cruzado: Ataque e defesa**. Rio de Janeiro, Editora Forense Universitária, 1986.

- IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura nº 71**, dezembro de 2005. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: maio 2011.
- KANDIR, Antônio. **A dinâmica da inflação**. São Paulo, Nobel, 1989.
- LEVY, Joaquim Vieira Ferreira e WERLANG, Sérgio Ribeiro da Costa. Congelamento com abono salarial gerando excesso de demanda. In: BARBOSA, Fernando de Holanda e SIMONSEN, Mario Henrique (orgs.) **Plano Cruzado: inércia x inépcia**. Rio de Janeiro, Globo, 1989.
- MARTONE, Celso Luiz. A reforma monetária. In: BRAGA, Carlos Alberto Primo et al. (org.) **O Plano Cruzado: Na visão dos economistas da USP**. São Paulo, Editora Pioneira, 1986.
- MODIANO, Eduardo. A ópera dos três cruzados: 1985-1989. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.) **A ordem do progresso: Cem anos de política econômica republicana, 1889-1989**. Rio de Janeiro, Campus, 1989.
- NASSIF, Luís. **O cruzado: por dentro do choque**. São Paulo, Livraria Cultura, 1986.
- PEREIRA, Bresser Luiz. Inflação inercial e Plano Cruzado. **Revista de Economia Política**, v.06, n.02, p. 09-24, 1986.
- PORTUGAL, Marcelo Savino. O combate à inflação no Brasil: do Cruzado ao Real. In: PORTUGAL, Marcelo Savino (org.) **A economia do Real**. Porto Alegre, Ortiz, 1996.
- RAMALHO, Valdir. Déficit público, política monetária e os erros de concepção do Plano Cruzado. In: BARBOSA, Fernando de Holanda e SIMONSEN, Mario Henrique (orgs.) **Plano Cruzado: inércia x inépcia**. Rio de Janeiro, Globo, 1989.
- ROSSETTI, José Paschoal. **O Brasil do Cruzado: Antecedentes e perspectivas**. São Paulo, Editora IOB, 1986.
- SACHS, J.D. e LARRAIN, F.B. Macroeconomia. São Paulo, Makron Books, 1995.
- SIMONSEN, Mario Henrique. Inércia inflacionária e inflação inercial. In: BARBOSA, Fernando de Holanda e SIMONSEN, Mario Henrique (orgs.) **Plano Cruzado: inércia x inépcia**. Rio de Janeiro, Globo, 1989.