

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
TESE DE DOUTORADO

Três ensaios sobre a economia brasileira nos anos 86 - 91: uma reavaliação clássica do período Cruzado – Collor; aspectos teóricos do Plano Collor e uma reavaliação clássica do Plano Collor (Plano Brasil Novo).

FERNANDO CARDOSO FERRAZ

Matrícula nº 113013762

ORIENTADOR: Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Rio de Janeiro
2017

FERNANDO CARDOSO FERRAZ

Três ensaios sobre a economia brasileira nos anos 86 - 91: uma reavaliação clássica do período Cruzado – Collor; aspectos teóricos do Plano Collor e uma reavaliação clássica do Plano Collor (Plano Brasil Novo).

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito à obtenção do título de Doutor em Economia, sob a orientação do Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Rio de Janeiro

2017

Três ensaios sobre a economia brasileira nos anos 86 - 91: uma reavaliação clássica do período Cruzado – Collor; aspectos teóricos do Plano Collor e uma reavaliação clássica do Plano Collor (Plano Brasil Novo).

Fernando Cardoso Ferraz

Tese de Doutorado submetida ao corpo docente do programa de pós-graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de doutor em ciências econômicas.

BANCA EXAMINADORA:

Presidente: Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos
Instituto de Economia – UFRJ

Prof. Dr. Eduardo Figueiredo Bastian
Instituto de Economia – UFRJ

Prof. Dr. Ricardo de Figueiredo Summa
Instituto de Economia – UFRJ

Prof^a. Dr^a. Julia de Medeiros Braga
Faculdade de Economia – UFF

Prof. Dr. Lucas Azeredo da Silva Teixeira
Instituto de Economia – Unicamp

FICHA CATALOGRÁFICA

F368 Ferraz, Fernando Cardoso.

Três ensaios sobre a economia brasileira nos anos 86-91: uma reavaliação clássica do período Cruzado – Collor, aspectos teóricos do Plano Collor e uma reavaliação clássica do Plano Collor (Plano Brasil Novo) / Fernando Cardoso Ferraz. – 2017. 2016 p. ; 31 cm.

Orientador: Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos.

Tese (doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, 2017.

Bibliografia: f. 213 – 216.

1. Inflação. 2. Conflito distributivo. 3. Juro exógeno. I. Bastos, Carlos Pinkusfeld Monteiro, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 332.41

À Georgia e Zoé.

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos, pela orientação e pela enorme ajuda prestada na elaboração desta tese.

À Georgia e Zoé pelo carinho e compreensão.

Aos meus pais Galeno e Mônica por todo apoio, sempre.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo principal estabelecer um debate extensivo sobre a inflação brasileira entre o Plano Cruzado (março de 1986) e o Plano Collor (março de 1990). A interpretação convencional acerca dos sucessivos fracassos dos planos de estabilização da década de oitenta e do subsequente sucesso do Plano Real cristalizou um consenso, a nosso ver equivocado, no qual, *grosso modo*, se atribui o insucesso aos supostos elementos heterodoxos dos planos e, em oposição, o sucesso do último plano ao “respeito aos fundamentos econômicos”. Objetiva-se, portanto, estabelecer uma releitura do processo inflacionário brasileiro no período, dos planos de estabilização e suas interpretações com base na teoria do conflito distributivo e da taxa de juro exógena.

Palavras-chave: inflação, conflito distributivo, juro exógeno, indexação, cruzado, Bresser, feijão-com-arroz, Collor.

Three essays on the Brazilian economy in the years 86 - 91: a classic reassessment of the interregnum Cruzado – Collor; theoretical aspects of the Collor Plan; a classic revaluation of the Collor Plann.

ABSTRACT

The main objective of this paper is to establish an extensive debate on Brazilian inflation between the Cruzado Plan (March 1986) and the Collor Plan (March 1990). The conventional interpretation of the successive failures of the stabilization plans of the 1980s and the subsequent success of the Real Plan crystallized a consensus, in which failure is alleged to the heterodox elements of the plans and, in opposition, the success is attributed to the "respect for economic fundamentals". It is therefore intended to establish a re-reading of the Brazilian inflationary process in the period and of the stabilization plans and their interpretations based on the distributive conflict theory and exogenous interest rate.

Keywords: Inflation, Cost Inflation, Distributive Conflict, Exogenous Interest Rate, Cruzado Plan, Bresser Plan, Feijão-com-Arroz Plan, Summer Plan, Collor Plan.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Inflação (%) ao mês – 1977 a 1992

Gráfico 2 – Relação Inflação x Intervalos de Indexação

Gráfico 3 - Inflação Mensal Oficial - 1985 a 1994

Gráfico 4 – Inflação Mensal Oficial – jan. 1986 a jun. 1987

Gráfico 5 – Taxa de Juros Nominal (Selic - % a.m.) e Inflação Oficial (% a.m.) – mar. 1986 a jun. 1987

Gráfico 6 - Inflação Mensal Oficial – jan. 1987 a dez. 1987

Gráfico 7 – CDB (% a.m.); *Overnight* –Títulos Públicos (% a.m.) e Inflação Oficial (% a.m.) – jan. 1987 a dez. 1987

Gráfico 8 – CDB (% a.m.); *Overnight* –Títulos Públicos (% a.m.) e Inflação Oficial (% a.m.) – jan. 1988 a dez. 1988

Gráfico 9 – CDB (% a.m.); *Overnight* –Títulos Públicos (% a.m.) e Inflação Oficial (% a.m.) – jan. 1989 a fev. 1990

Gráfico 10 – *Overnight* (% a.m.) e CDB (% a.m.) – 1978 a 1985

Gráfico 11 – Fases do Plano Collor x Inflação Oficial

Gráfico 12 – Base Monetária e M1 – evolução real (INPC) (base monetária de fev 1990 = 100)

Gráfico 13 – Composição da “Moeda” – fev 1990 a jan 1991

Gráfico 14 – CDB (% a.m.); *Overnight* –Títulos Públicos (% a.m.) e Inflação Oficial (% a.m.) – jan. 1990 a jan. 1991

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Impacto Salarial da Redução do Intervalo de Reajuste

Figura 2 – Dinâmica Inflacionária no Conflito Distributivo (caso brasileiro)

Figura 3 – Cronologia Plano Cruzado

Figura 4 - Cronologia Plano Bresser

Figura 5 – Cronologia Feijão-com-arroz

Figura 6 – Cronologia Plano Verão

Figura 7 – Processo de Criação de Moeda

Figura 8 – Balancetes dos BCs e Famílias na Criação de Moeda

Figura 9 – Cronologia Plano Collor

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Simulação Conflito Distributivo

Quadro 2 – Inflação Inercial (2 reajustes por período)

Quadro 3 – Inflação Inercial (4 reajustes por período)

Quadro 4 – Reajustes de Servidores Públicos Federais Civis do Poder Executivo

Quadro 5 – Dinâmica das Variáveis de Custo - Cruzado

Quadro 6 – Dinâmica das Variáveis de Custo - Bresser

Quadro 7 – Dinâmica das Variáveis de Custo – Feijão com Arroz

Quadro 8 – Dinâmica das Variáveis de Custo –Verão

Quadro 9 – Caso Extremo Neo – Cartalista

Quadro 10 – Caso Moderado Neo – Cartalista

Quadro 11 – Principais Medidas do Plano Brasil Novo

Quadro 12 – Limites do Bloqueio de Liquidez

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Inflação Oficial x Planos de Estabilização

Tabela 2 – Variação (%) nominal do salário Mínimo

Tabela 3 – Empréstimos Compulsórios - DL nº 2.288 (Cruzadinho)

Tabela 4 –Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Índice de variação real

Tabela 5.a – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%) – mar. 1986 a jun. 1987

Tabela 5.b – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%) – mar. 1986 a jun. 1987

Tabela 6 – Taxa de Inflação Oficial no ano de 1986

Tabela 7 – Fatores de Atualização dos Salários no Cruzado

Tabela 8 – Evolução do Salário Real em 1986 (fev=100)

Tabela 9 – Evolução do Salário Real 1986-1987 (mar 1986=100) – Índice Nacional de Custo da Construção e Indústria de São Paulo

Tabela 10 – Evolução do Salário Mínimo Real 1986-1987 (mar 1986=100)

Tabela 11 – Taxa de Câmbio (1986) (jan. 1986 – jun 1987)

Tabela 12 – Taxa de Inflação Oficial no ano de 1987

Tabela 13 – Congelamento e a Unidade de Referência de Preços - URP

Tabela 14.a – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%) – jan. 1987 a dez. 1987

Tabela 14.b – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%) – jan. 1987 a dez. 1987

Tabela 15 – Reajustes (%) de Tarifas e Estatais – Plano Bresser

Tabela 16 – Variação do Poder de Compra do Salário no Congelamento em relação a Julho 1987 (%)

Tabela 17 – Taxa de Câmbio (jan. 1987 – dez 1987)

Tabela 18 – Taxa de Inflação Oficial no ano de 1988

Tabela 19.a – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%) – jan. 1988 a dez. 1988

Tabela 19.b – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%) – jan. 1988 a dez. 1988

Tabela 20 – Produção Agrícola (1988) – Principais Culturas – Quantum e Variação %

Tabela 21 – Reajustes Mensais, setor construção e madeira e servidores (%)

Tabela 22 – Evolução do Salário Real 1988 (mar 1986=100) – Índice Nacional de Custo da Construção e Indústria de São Paulo

Tabela 23 – Taxa de Câmbio (jan. 1988 – dez. 1988)

Tabela 24 – Taxa de Inflação Oficial no ano de 1989

Tabela 25 – Fatores de Conversão a Contratos com Reajustes Semestrais

Tabela 26 – Fatores de Conversão a Contratos com Reajuste Anual

Tabela 27.a – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%) – jan. 1989 a fev. 1990

Tabela 27.b – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%) – jan. 1989 a fev. 1990

Tabela 28 – Restituição da URP

Tabela 29 – Evolução do Salário Real 1989 - 90 (mar 1986=100) – Índice Nacional de Custo da Construção e Indústria de São Paulo

Tabela 30 – Taxa de Câmbio (jan. 1989 – fev. 1990)

Tabela 31 – Var. (%) PIB, Div. Int. (%) PIB, Tx. Média Desemp. aberto e Inflação (%)

Tabela 32 – Dinâmica da Inflação de Custo – Março de 1986 a Fevereiro de 1990

Tabela 33 – Taxa de Inflação Oficial no ano de 1990

Tabela 34.a – Variação Percentual Real (INPC) dos agregados monetários em relação a fevereiro de 1990

Tabela 34.b – Variação Percentual Real (INPC) dos agregados monetários em relação a fevereiro de 1990

Tabela 35 – Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado por Emprestadores Finais – Valores Reais (INPC), Dez. 1989=100

Tabela 36 – Taxas de Juros – (fev. 1990 - jan. 1991)

Tabela 37 – Indicadores de Atividade Produtiva e Preços de Ativos de Risco

Tabela 38.a – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%) – jan. 1990 a jan. 1991

Tabela 38.b – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%) – jan. 1990 a jan. 1991

Tabela 39 – Evolução do Salário Real 1990 – jan. 91 (mar 1986=100) – Índice Nacional de Custo da Construção e Indústria de São Paulo

Tabela 40 – Evolução do Salário Mínimo – jan. 90 a jan. 91

Tabela 41 – Taxas de Variação, % ao mês – conflito distributivo

1	Introdução.....	16
2	Ensaio 1 – Uma reavaliação clássica do período Cruzado – Collor.....	22
2.1	Introdução	22
2.2	A Tradição da Inflação Inercial (<i>lato sensu</i>).....	23
2.2.1	Inflação inercial e conflito distributivo: uma visão geral	24
2.2.2	Inflação Inercial, Inflação por Conflito distributivo e Intervalos de indexação.....	30
2.2.3	Algumas Fragilidades da Teoria Inercialista de Inflação	38
2.2.4	Conclusão	40
2.3	Do Cruzado ao Collor – uma análise descritiva	42
2.3.1	Plano Cruzado (mar 86 – jun 86) / Cruzadinho (jul 86 – out 86) e Cruzado II (nov 1986 – jun 1987)	46
2.3.2	Plano Bresser (novo Cruzado): junho 1987 – dezembro 1987	71
2.3.3	Feijão com Arroz: janeiro 1988-dezembro 1988.....	86
2.3.4	Plano Verão: janeiro 1989–fevereiro 1990.....	99
2.4	Conclusão.....	114
3	Ensaio 2 - Aspectos teóricos do plano Collor	121
3.1	Introdução	121
3.2	A institucionalidade fiscal monetária nas economias modernas.....	122
3.3	Nexo Tesouro – Banco Central: Um esquema simplificado.....	130
3.4	Belluzo e Almeida – a Teoria da Impossibilidade da Estabilização	134

3.4.1	A natureza da moeda e a gestão monetária.....	135
3.4.2	A Gestão Monetária da Crise.....	140
3.4.3	A financeirização dos preços e a teoria da impossibilidade da estabilização 149	
3.4.4	A reforma monetária.....	152
3.5	A Crítica da Crítica e o Mecanismo de Zeragem Automática	156
3.5.1	A Crítica da Crítica - Pastore e Carvalho	158
3.5.2	O mecanismo de zeragem automática	162
3.6	Conclusão.....	163
4	Ensaio 3 – Uma reavaliação clássica do Plano Collor (Plano Brasil Novo)	167
4.1	Introdução	167
4.2	Plano Collor – aspectos gerais	168
4.3	O Bloqueio da Liquidez e a análise de Carvalho (1996)	172
4.3.1	Base Monetária e Haveres Financeiros	175
4.3.2	Volume de Crédito	179
4.3.3	Juros.....	181
4.3.4	Atividade Produtiva e Mercados de Risco	182
4.3.5	Conclusão	185
4.4	A segunda fase do Plano Collor – “Tira-teima” do debate da zeragem automática 187	
4.5	Análise clássica.....	189
4.5.1	Indexação de Ativos	191

4.5.2	Dinâmica dos Preços Administrados.....	192
4.5.3	Dinâmica Salarial	194
4.5.4	Dinâmica Cambial	199
4.5.5	Dinâmica dos Juros.....	201
4.6	Conclusão.....	203
5	Conclusão.....	205

1 Introdução

Os anos 1980 e início dos 1990 são cruciais para compreensão de vários aspectos da economia brasileira no século.

Inicialmente, tem-se no início dos anos 1980 a chamada crise da dívida externa que interrompeu a trajetória desenvolvimentista de gestão da política econômica brasileira. É interessante ressaltar que, embrionária no primeiro governo Vargas e explícita a partir do segundo governo Vargas, a opção desenvolvimentista perpassou diferentes orientações políticas em seu período de vigência. Conviveu com um certo populismo distributivista de Vargas e Goulart, prosperou democraticamente no governo JK e remanesceu durante a ditadura militar, ainda que pontuado por caráter regressivo e autoritário. Entretanto, não sobreviveu a crise da dívida e de financiamento externo dos anos 1980, em alguns aspectos pior que a dos anos 1930, a qual, por sua vez, já havia marcado a primeira transição crucial da economia brasileira pós-independência: o fim da hegemonia agroexportadora.

Vale também lembrar que o abandono da perspectiva desenvolvimentista no Brasil não se fez num vácuo político e ideológico internacional. Na verdade, seguiu uma tendência mundial de cancelamento de políticas desenvolvimentistas (no sul) e de *welfare state* (no norte), num quadro de hegemonia neoliberal.

Entretanto, mais que uma radical mudança da gestão da economia, fruto da crise financeira internacional e da mudança de hegemonia política internacional, a década de 1980 fez surgir, também em função da aceleração do processo inflacionário e do fracasso em debelá-lo, se não um consenso, ao menos uma clara hegemonia fiscalista que inicialmente colocava o desequilíbrio fiscal como responsável pela alta inflação e, em sequência, a falta de correção de tal desequilíbrio como a razão do fracasso dos planos de estabilização dos anos de 1980 e de 1990. Assim, de uma só vez, a falta de empenho na busca do equilíbrio fiscal passava a ser a razão do desequilíbrio inflacionário, ao mesmo tempo em que se desqualificava a abordagem heterodoxa, identificada como substrato teórico dos planos de estabilização postos em prática.

É claro que o caso brasileiro não apresenta maior originalidade, posto que a inflação dos anos de 1970 nos países desenvolvidos e a hegemonia da Curva de Phillips aceleracionista e da tese da existência de uma taxa natural de desemprego (ou de uma taxa não aceleracionista) geraram como subproduto uma reafirmação da ortodoxia, da qual é parte a desqualificação de políticas de gestão macroeconômica de cunho keynesiano.

Entretanto, no Brasil, a originalidade foi uma certa aceitação por escolas de pensamento não marginalistas da ideia da falência do Estado, associada às peculiaridades do mercado monetário brasileiro que, em conjunto com a “crise fiscal”, teriam papel central na aceleração inflacionária do período, bem como na forte desaceleração do crescimento.

Com a vantagem própria a análises *a posteriori*, é possível afirmar com segurança que a estabilização se fez adotando uma estratégia perfeitamente compatível com a abordagem heterodoxa, ao se basear numa âncora cambial, e sem que qualquer mudança radical precisasse ser implementada no mercado monetário brasileiro ou nas relações institucionais entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil.

Apesar dessa circunstância, tanto explicitamente no campo ortodoxo, quanto de forma velada no heterodoxo, a narrativa dominante foi a de que a crise fiscal dos anos 1980 teria sido responsável pelo fenômeno inflacionário do período. Tal narrativa não é somente objeto de interesse acadêmico, mas passou a ser recorrentemente utilizada como antídoto para qualquer proposta de política fiscal de caráter expansionista, sempre associada a uma suposta irresponsabilidade fiscal, como a que estaria por trás da alta inflação dos anos de 1980. Dadas as considerações anteriores, é fundamental que dentro de uma perspectiva heterodoxa seja apresentada uma leitura da inflação, e especificamente da aceleração inflacionária verificada após o fracasso do Plano Cruzado, que seja inteiramente calcada em elementos explicativos que privilegiam o conflito distributivo. Mais ainda, cabe à heterodoxia confrontar as razões para que o Plano Collor tenha sido adotado, tendo como fundamento supostos não ortodoxos.

Como sabido, tal plano teve consequências desastrosas para a economia brasileira: recessão de 4,35%, redução de 6,2 p.p. da taxa de investimento como proporção do PIB, aumento na taxa de desemprego aberto média de 1,02% p.p. e inflação de 1.794,74% no ano. Contudo, em alguma medida, pode ser utilizado como demonstração de uma

aventura heterodoxa malsucedida. Examiná-lo dentro dessa perspectiva, e entender seus dilemas e limitações, nos parece relevante para reconstruir sua *démarche* analítica e recuperar a narrativa heterodoxa do período, movimentos necessários para que se possa construir opções de política econômica não fiscalista, no século XXI.

O presente trabalho tem como objetivo principal debater a natureza e as causas da inflação brasileira, entre o Plano Cruzado (março de 1986) e o Plano Collor (março de 1990). A interpretação convencional¹ acerca dos sucessivos fracassos dos planos de estabilização da década de 1980 e do subsequente sucesso do Plano Real cristalizou um consenso, a nosso ver equivocado, no qual, *grosso modo*, se atribui o insucesso daqueles planos a seus supostos elementos heterodoxos e, em oposição, o sucesso do último plano ao “respeito aos fundamentos econômicos”. Objetiva-se, por conseguinte, discutir essa percepção, a partir de uma releitura do processo inflacionário brasileiro do período, dos planos de estabilização adotados e de suas interpretações.

Para tal, este trabalho está dividido em três ensaios, a saber: (i) uma reavaliação clássica do período Cruzado – Collor²; (ii) os aspectos teóricos do Plano Collor e (iii) uma avaliação clássica do Plano Collor. É suposto que a tese almeje construir um discurso econômico no qual os três ensaios se relacionem e que ao mesmo tempo possam ser lidos de forma independente e sustentável.

O primeiro ensaio (“uma reavaliação clássica do período Cruzado – Collor”), é importante na narrativa geral desta tese visto que coloca, sob uma perspectiva mais ampla, o processo inflacionário brasileiro e o debate no qual ele está inserido. É neste contexto em que se apresenta, de maneira geral, a discussão entre as tradições da inflação de custo, de conflito distributivo e por inércia.

Adota-se, como ponto de partida, um esquema simplificado de inflação de custo apresentado por Serrano (2010). A partir de então expõe-se um modelo que estabelece a relação entre a inflação e os intervalos de indexação de preços. Completa-se assim a

¹ Para exemplo ver Franco (2004) e Werneck; Abreu (2014).

² Exclusive Plano Collor uma vez que o estudo deste, nestes termos, será objeto específico do último capítulo.

exposição do arcabouço teórico que servirá como referência para a avaliação que virá a seguir.

Assim sendo, na seção subsequente será desenvolvida uma avaliação histórico-descritiva na qual se propõe julgar os elementos responsáveis pela aceleração inflacionária pós Plano Cruzado. A hipótese previamente aventada é a de que a aceleração inflacionária no período decorre, principalmente, do encurtamento sucessivo dos intervalos de indexação e de choques de custos (majoritariamente de preços administrados).

O segundo capítulo tem como objetivo o exame das bases teóricas do Plano Collor. O texto “Crise e Reforma Monetária no Brasil” de Belluzzo e Almeida (1990) publicado antes da adoção do plano, foi, ao que tudo indica, o documento teórico mais relevante na fundamentação do plano e traz questões cuja superação parece, ainda hoje, central na organização do pensamento heterodoxo sobre processos inflacionários e, conseqüentemente, sobre a proposição de políticas monetária e fiscal³. O recorrente diagnóstico da crise fiscal como condicionante do mau desempenho da economia, em suas diversas dimensões, ultrapassa, em grande medida, os domínios da ortodoxia, sendo “contrabandeada” por parcela considerável da heterodoxia e, em particular, pela produção de autores da Unicamp.

No contexto específico em consideração, Belluzzo e Almeida relacionam a “crise fiscal” da economia brasileira, assim como a subordinação da gestão da moeda, à política de ajustamento praticada no começo da década de 1980. Por subordinação da gestão da moeda entende-se a conformação de uma “economia com duas moedas” na qual coexistem o “dinheiro velho”, funcional para a circulação e a “moeda indexada”/“moeda financeira” para determinação de padrão de preços e reserva de valor. Esta última, por sua vez, geraria uma retroalimentação do problema fiscal, dado que se baseia na prática de taxas de juros elevadas e na garantia de liquidez para os títulos públicos.

Pretende-se, portanto, estabelecer uma interpretação de viés heterodoxo que abandone dois conceitos centrais implícitos no artigo de Belluzzo e Almeida (1990) acerca do fenômeno inflacionário brasileiro nas décadas de 1980 e 1990. O primeiro, de caráter

³ Exemplo da persistência desta visão é a publicação em 2002, com bastante influência sobre o pensamento heterodoxo nacional, de “Depois da Queda”. Este livro de Belluzzo e Almeida reproduz toda a parte teórica do texto “Crise e Reforma Monetária no Brasil” (1990) sem nenhuma modificação.

mais geral, diz respeito ao próprio conceito de “crise fiscal” e o segundo, de caráter específico, refere-se ao questionamento acerca da normalidade, ou não, da institucionalidade fiscal-monetária brasileira.

Em relação ao primeiro ponto defende-se, de maneira bastante realista, a proposição de que um país não se torna insolvente em sua própria moeda. Vale sublinhar que o entendimento do *modus operandi* de uma economia monetária na qual o país emite sua moeda leva à subversão da visão ortodoxa do funcionamento da economia e de seus mecanismos de financiamento. Abandona-se, portanto, visão convencional de que a economia de um país deve ser tratada tal qual uma economia doméstica em que a prática de um “orçamento equilibrado” se impõe como necessidade. Por sua vez, este procedimento torna necessária a redefinição da real função dos principais “instrumentos de financiamento”. Tributos deixam de ser um instrumento de financiamento do governo e passam a ser entendidos como um meio de se regular a renda disponível do setor privado. Do mesmo modo, a venda de títulos, também deixa de ser entendida como um meio alternativo de financiamento do governo e transforma-se em ferramenta para regulação da liquidez da economia, funcionando como instrumento de determinação da taxa básica de juro da economia.

Quanto ao segundo ponto, relativo à indexação da dívida pública brasileira, argumenta-se que tal mecanismo é completamente “normal e esperado” em um contexto de inflação elevada e crônica. Mais do que isso, este processo, verificado do mesmo modo em outras experiências de inflação alta e persistente, evitou a formação de uma crise cambial e, em alguma medida, protegeu e possibilitou que a estrutura produtiva e financeira brasileira permanecesse operando em um regime de relativa normalidade. Ou seja, a referida indexação é consequência, e não causa, do processo inflacionário. Sua interpretação como uma particularidade da institucionalidade brasileira torna mais turva a análise do fenômeno inflacionário doméstico, o que acaba favorecendo interpretações equivocadas e a consequente incorporação de argumentos *ad hoc* (por muitas vezes de cunho ortodoxo), sem consistência teórica.

Conforme dito, pretende-se discutir a visão convencional que, ao fim e ao cabo, sempre acaba apontando para os fundamentos econômicos (leia-se, déficit público) como origem dos processos inflacionários.

Para complementar a visão do Plano Collor com base na compreensão de um arcabouço teórico-institucional consistente, é necessário expor, ainda que brevemente o debate acerca da crítica de Pastore (1990) em relação ao plano e a subsequente réplica de Carvalho (1993). A crítica de Pastore tem como ponto central a ideia de que o plano “aparentemente partiu do diagnóstico de que era o próprio estoque de M4 que, crescendo, produzia a inflação”. Em sua réplica Carvalho argumenta, consistentemente, que o objetivo do plano era conter o fluxo de M1 por intermédio do bloqueio de M4. Este debate ganha ressonância nos artigos de Valdir Ramalho (1995 e 1997) e Luiz Fernando Rodrigues de Paula (1996). A partir da leitura destes autores pretende-se analisar e estabelecer uma compreensão coerente com toda a teoria exposta no decorrer da tese acerca do mecanismo de zeragem automática.

Realizada a avaliação e estabelecido o diagnóstico acerca dos problemas teóricos que marcaram o Plano Collor, no terceiro e último ensaio, para a avaliação deste plano, desenvolve-se de maneira mais metódica o mesmo tipo avaliação histórica-descritiva utilizada no primeiro capítulo.

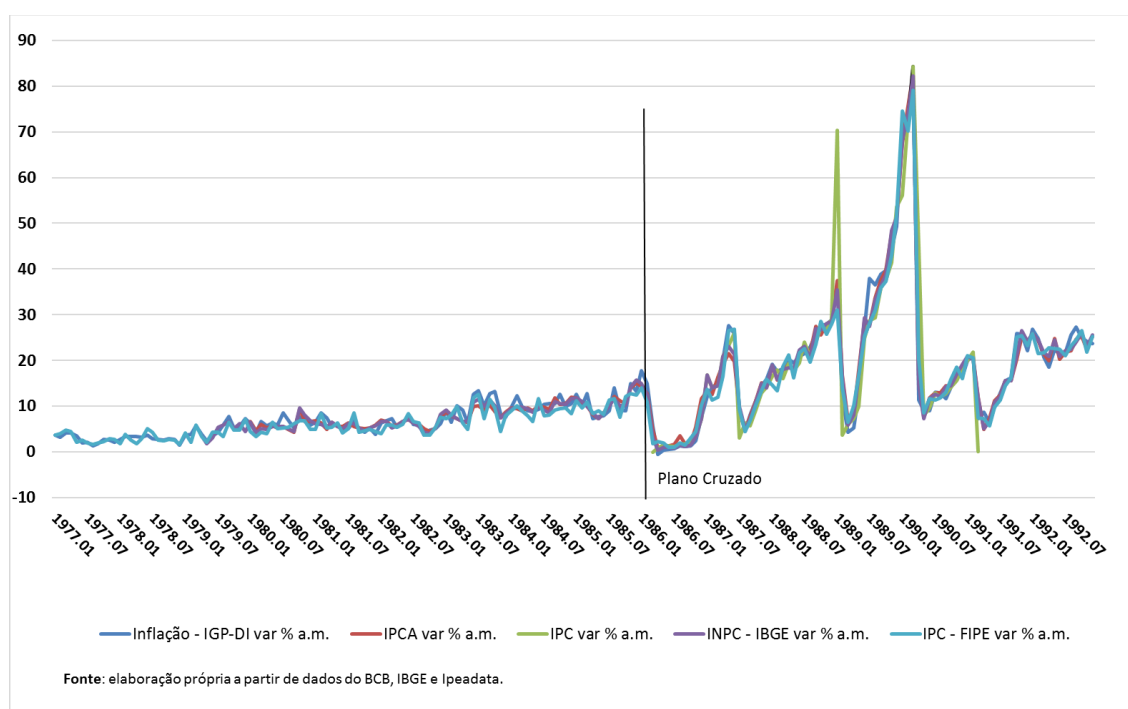
Por fim, a tese é concluída relacionando-se as hipóteses postas sob escrutínio e os resultados encontrados.

2 Ensaio 1 – Uma reavaliação clássica do período Cruzado – Collor

2.1 Introdução

Após o fim do Plano Cruzado, a economia brasileira entrou em um processo de desestabilização econômica marcado por forte aceleração inflacionária (vide figura 2-1). O objetivo deste ensaio é examinar de perto e interpretar o processo inflacionário brasileiro compreendido entre o Plano Cruzado e o Plano Collor, à luz das teorias dominantes à época e propor uma interpretação alternativa baseada em um modelo clássico de inflação desenvolvido a partir da tradição sraffiana.

Gráfico 1 - Inflação (%) ao mês – 1977 a 1992



Dizendo de outro modo, pretende-se expor, em linhas gerais, a família de modelos que forjou a base teórica (de inflação de custos) da interpretação heterodoxa do processo inflacionário dos anos oitenta e, em seguida, avaliar sua capacidade explicativa. *Grosso modo*, este conjunto de modelos tem como hipótese central a capacidade de os agentes econômicos estabelecerem o *mark-up* nominal baseado em expectativas altistas de preços, ou no crescimento da instabilidade da própria economia. Em oposição, será apresentado um modelo clássico de inflação que tem na interação entre taxa de câmbio,

salários nominais e taxa de juros seu principal determinante⁴. A hipótese aqui defendida e analisada é que a aceleração da taxa de inflação no pós-cruzado decorre do processo de encurtamento da periodicidade dos reajustes salariais (encurtamento na periodicidade da indexação) e da ocorrência de choques de custo.

Após essa breve introdução, o ensaio apresenta uma segunda seção que consiste numa exposição geral cujo objetivo é estabelecer as bases teóricas da inflação de custo. Ainda nesta seção definiremos com clareza as diferenças centrais entre a inflação inercial e a inflação por conflito distributivo, para determinarmos, em seguida, a relação entre inflação e encurtamento do período de indexação, no quadro do arcabouço teórico considerado Ros (1993). A terceira seção trata, por sua vez, da análise histórico-descritiva e da estruturação de base de dados das variáveis relevantes para a explicação do fenômeno inflacionário. Por fim, na quarta e conclusiva seção, avaliaremos a aderência dos fatos às teorias expostas.

2.2 A Tradição da Inflação Inercial (*lato sensu*)

A interpretação que defendemos acerca do fenômeno inflacionário nas décadas de oitenta e noventa ocorrido em toda América Latina e em particular no Brasil atribui, em grande medida, a intensificação da inflação ao alijamento destes países dos mercados internacionais de crédito, fenômeno ocorrido após os choques do petróleo e de juros. Uma vez que estes países estivessem reinseridos no mercado internacional de crédito e que a escassez de financiamento externo fosse dirimida estariam repostas as condições para a estabilização. Defende-se, portanto, que, conforme verificado na prática, qualquer tentativa de estabilização adotada num quadro de permanência das restrições externas estaria fadada ao fracasso, independentemente de sua matriz teórica (ortodoxa ou heterodoxa). Note-se que esta interpretação traz implícita a importância do câmbio, e sua interação com a reação do salário e juro nominal na determinação da inflação.

A escolha de se avaliar o conjunto de modelos que compõe a matriz teórica latino-americana de inflação de custos tem como objetivo qualificar com rigor a interpretação dos “fracassos” dos “planos de estabilização heterodoxos” empreendidos ao longo da década de oitenta. Esta qualificação faz parte de uma tentativa de se contestar a narrativa

⁴ Para detalhes ver Pivetti (2014), Stirati (2001) e Bastos (2002).

dominante que atribui o sucesso das políticas de estabilização da década de noventa a uma suposta aplicação do consenso ortodoxo. Em tese, tal consenso teria como cerne o manejo pretensamente adequado dos fundamentos econômicos, o que acaba por reduzir-se, ao fim e ao cabo, ao controle dos gastos públicos. Conforme dito acima, entende-se aqui que a capacidade de fixar a taxa de câmbio é um elemento central no controle inflacionário e, ademais, que este elemento esteve presente, mesmo que de maneira não explícita, tanto nas tentativas frustradas (heterodoxas) quanto nas tentativas bem-sucedidas de estabilização. Segundo Bastos (2002, p. 3)

“in spite of this change in emphasis, the theoretical framework that informed both failed and successful stabilization plans is basically the same. Accordingly, the differences in practical or applied policy terms, between the 90’s plans and its 80’s ancestors, as well the success of the former, is primarily due to changes in the international economic environment.”

Importante dizer que não é objeto deste trabalho contestar ou estabelecer um diálogo direto com a ortodoxia, mas sim tentar construir uma interpretação acerca do processo inflacionário de viés heterodoxo, a partir da análise da dinâmica dos componentes de custo consistente com a teoria do conflito distributivo. Neste sentido, nossa interlocução será principalmente com autores que construíram o debate e a própria formulação das políticas inflacionárias no período os quais, independentemente de suas origens teóricas, acabaram produzindo proposições distintas daquelas que tradicionalmente compõem o receituário tradicional.

2.2.1 Inflação inercial e conflito distributivo: uma visão geral

Esta seção expõe o esquema analítico desenvolvido por Serrano (2010)⁵ cujo objetivo é esclarecer as propriedades essenciais dos processos de inflação de custos, expressos em aumentos persistentes nos preços de produção. Com base nesse esquema destacaremos duas versões da teoria de inflação de custos. A primeira delas constitui o que doravante chamaremos de teoria inercialista básica (ou do salário relativo) e a segunda de teoria do conflito distributivo. Em particular, a escolha destas duas teorias se justifica: (i) pelo fato de os pressupostos da “teoria inercialista” terem pautado, em grande medida, as políticas

⁵ Seguiremos o esquema proposto por Serrano por considerarmos ser a exposição mais simples de inflação de custos e que ainda assim permite a comparação de diferentes modelos de inflação de custos (em particular o modelo básico de inflação inercial e o modelo básico de conflito distributivo).

de estabilização de viés mais heterodoxo na década de 1980⁶ e; (ii) pela circunstância de este trabalho acatar a hipótese de que a versão do conflito distributivo constitui a teoria mais aderente ao processo inflacionário brasileiro do período.

Buscando entender a lógica dos modelos de interpretação de inflação antes referidos, partimos do suposto de uma economia fechada na qual a taxa de salário é o único elemento de custos. O nível geral de preços de produção P pode ser descrito em termos da adição de uma margem bruta nominal de lucros (a que chamaremos também de *mark-up* nominal) “ n ” sobre os custos históricos “ W_{-1}/B_{-1} ” (aonde W é o salário nominal e B o produto por trabalhador) ou, de outra forma, em termos de uma margem bruta real de lucros (*mark-up* real) “ m ” sobre os custos de reposição unitários atuais “ W/B ”. Supondo não haver variação na produtividade (i.e, $B=B_{-1}$) e igualando-se estas duas identidades ((1) e (2))

$$P = (1 + n) \left(\frac{W_{-1}}{B_{-1}} \right), \quad (1)$$

$$P = (1 + m) \left(\frac{W}{B} \right) \quad (2)$$

chega-se a igualdade a

$$(1 + m) = \frac{(1+n)}{(1+w)}. \quad (3)$$

Ou seja, a margem de lucro real sobre os custos de reposição é igual à razão entre o nível da margem de lucro nominal e a taxa de crescimento dos salários nominais. Passando-se logaritmo natural nas equações (1) e (2) e tirando a primeira diferença, obtém-se a taxa de inflação. Novamente, pode-se escrever a taxa de inflação em termos de custo histórico e margem nominal ou, alternativamente, em termos da taxa de crescimento do custo corrente no nível corrente e das mudanças no nível da taxa de lucro real. Assim as novas identidades ficariam da seguinte forma:

⁶ Sobre este ponto é interessante a passagem de Serrano (1986) sobre o volume de modelos de inflação inercial produzidos à época, a extensão da aceitação de que de alguma forma a inflação brasileira seria de caráter inercial e a necessidade de se qualificar com rigor as teorias inercialista. “É tão raro encontrar uma proposição que seja aceita consensualmente entre economistas acadêmicos que, quando nos deparamos com uma, somos levados a desconfiar que o consenso só existe porque cada grupo de economistas interpreta o conteúdo da proposição de forma diferente”. (SERRANO, 1986, p. 106).

$$p = (n - n_{-1}) + w_{-1} \text{ (custos históricos), e} \quad (4)$$

$$p = [(n - n_{-1}) - (w - w_{-1})] + w.^7 \text{ (custos correntes).} \quad (5)$$

Mark-ups nominais versus mark-ups reais

Baseando-se nas identidades contábeis acima expostas podemos começar a “manipular” as variáveis, de acordo com a teoria que se quiser construir.

A primeira possibilidade é que o produtor fixe a margem de lucro nominal. Neste caso, não há variação entre (n) e (n-1) portanto a identidade (4) ficaria,

$$p = w_{-1} \quad (6)$$

Ou seja, para uma dada margem de lucro nominal qualquer, a inflação no período atual será a taxa de crescimento do salário nominal no período anterior. Recorrendo a identidade que relaciona margem de lucro nominal e margem de lucro real, fica claro que quando a taxa de crescimento dos salários nominais aumenta (aceleração) a margem real de lucro cai. Importante ressaltar que a existência da defasagem entre o ajuste dos salários e a inflação é o que garante a mudança na distribuição de renda. Ou seja, as mudanças nas taxas de crescimentos dos custos (salários) chegam aos preços apenas um (ou mais, a depender da frequência de reajustes de preços) período após sua modificação, fazendo com que os assalariados garantam ganhos permanentes caso os reajustes nominais passem a acompanhar a inflação.

Para efeito de ilustração, estabelecemos um preço fictício com a regra de *mark-up* nominal fixo na tabela abaixo. Este exemplo supõe uma elevação na taxa de crescimento do salário nominal no terceiro, quinto e sexto período. Fica evidente que toda elevação na taxa de crescimento dos salários implica uma perda relativa e permanente de participação do lucro sobre o produto (renda).

⁷ Para chegar a esta identidade deve-se lançar mão da identidade, $(1 + m) = \frac{(1+n)}{(1+w)}$, acima descrita.

Quadro 1 – Simulação Conflito Distributivo

Inflação	Crescimento dos Custos (salários)	Preço	Salário	Lucro	Part. % do lucro no produto
	2%	100	50	50	50,0%
2%	2%	102	51	51	50,0%
2%	3%	104,0	52,5	51,5	49,5%
3%	3%	107,2	54,1	53,1	49,5%
3%	4%	110,4	56,3	54,1	49,0%
4%	5%	114,8	59,1	55,7	48,5%
5%	5%	120,5	62,0	58,5	48,5%

Elaboração própria

Uma vez estabilizada a taxa de crescimento dos salários, também se estabiliza a participação relativa dos grupos na renda.

A segunda possibilidade baseia-se na hipótese de que os produtores fixam a margem real de lucro (m). Ora, se a margem de lucro real está fixa, por definição não deverá haver mudanças na distribuição. De fato, se $(n - n_{-1}) - (w - w_{-1}) = 0$, então a taxa de inflação será sempre igual à taxa corrente de crescimento dos salários.

$$p = w \quad (7)$$

Isto significa que os salários reais não serão afetados por mudanças no salário nominal. Em outras palavras, considerada fixa a margem de lucro real os “aumentos de salários nominais, por maiores que sejam, só aumentam a inflação e não mudam em nada a distribuição de renda” (SERRANO, 2010, p. 399).

A terceira possibilidade diz respeito a um caso intermediário no qual a margem nominal se ajusta parcialmente (em “ x ” por cento) ao aumento da taxa de crescimento dos salários. Assim temos que:

$$(n - n_{-1}) = x(w - w_{-1}) \quad (8)$$

Neste caso, a inflação acaba sendo uma média ponderada (com ponderações x e $(1-x)$) entre os aumentos de custos do período atual e do período anterior:

$$p = xw - (1 - x)w_{-1} \quad (9)$$

Com o ajuste parcial, o resultado (qualitativamente) é similar ao caso da margem nominal fixa, isto é, a aceleração (aumentos na taxa de crescimento) dos salários nominais implica aumentos nos salários reais. Note-se, observando a equação (8), que os casos acima analisados são exatamente os extremos quando $x = 1$ (margem real de lucro fixa) e $x = 0$ (margem nominal de lucro fixa).

Salários nominais e inflação

Até agora fixamos uma variável (*mark-up*) e vimos como a inflação se comporta em relação à evolução dos salários nominais. Resta definir de que maneira os salários nominais se comportam em relação à inflação. Serrano (2010) propõe decompor os aumentos nos salários nominais (desejados) em duas parcelas, a saber: (i) uma que expressa a tentativa por parte dos trabalhadores garantir ganhos salariais reais e (ii) outra que está relacionada à recomposição gerada pela expectativa inflacionária. Neste caso, “os trabalhadores esperam e sabem que haverá alguma inflação durante o período de vigência do contrato de trabalho” (SERRANO, 2010). Assim, propõe-se a seguinte equação para descrever a taxa de crescimento do salário nominal:

$$w = c + ap_{-1} \quad (10)$$

Em que “ c ” representa o elemento autônomo que pode encampar a tentativa de obtenção de ganhos reais acima descrita e “ ap_{-1} ” representa o elemento de indexação e tentativa de recomposição da inflação. Note-se que “ a ” deverá ser menor que um (hipótese) porque é improvável que os trabalhadores, em sua totalidade, consigam assegurar a indexação total⁸. Aplicando esta fórmula salarial, supondo “ c ” e “ a ” constantes (hipótese) e “ a ” menor do que um, nos modelos acima desenvolvidos (*mark up* nominal constante, *mark-up* real constante e o híbrido, respectivamente equações 5, 6 e 8) a taxa de inflação sempre irá tender à:

$$p = \frac{c}{(1-a)} \quad (11)$$

⁸ “Essa formulação geral nos permite seguir a sugestão de Sraffa de dividir os salários em dois componentes: o “elemento sempre presente de subsistência”, que mais ou menos automaticamente leva a algum crescimento dos salários nominais quando os preços dos bens-salários aumentam, e o outro componente dos salários, resultante da barganha entre trabalhadores e capitalistas, em que os trabalhadores tentam disputar uma parte do excedente da economia.” (Serrano, 2010)

Os modelos terão resultados diferentes para variações permanentes em “ c ” e “ a ”. Na verdade, como uma elevação destas variáveis implica em uma elevação da inflação o resultado acima discutido para os modelos se mantém. Isto é, no caso do *mark-up* nominal fixo ocorre ganho real para os trabalhadores (inflação só acelera depois do aumento dos custos salariais) e no caso do *mark-up* real fixo não há mudança de distribuição entre salários e lucros. No caso intermediário o salário real (*mark-up* real) irá crescer menos (cair menos) que proporcionalmente ao aumento da taxa de inflação.

É importante destacar que em caso de elevações em “ c ” e “ a ” (para todos os casos) a mudança na taxa de inflação (aceleração) ocorre e se dissipa, isto é a inflação muda de patamar, mas não continua acelerando⁹. Isto significa que o modelo não é aceleracionista e, tampouco, inercialista posto que, por hipótese, definimos que $a < 1$. Para concluir a exposição teórica geral resta dizer que o modelo básico inercialista pressupõe que o *mark-up* real seja fixado de forma exógena (isto é, não há mudança distributiva; $x = 1$) e o reajuste salarial, por parte dos trabalhadores, pelo pico real e sem ganho¹⁰. Isto é, $a = 1$ e $c = 0$ ¹¹. Aplicando estas hipóteses na equação (9) tem-se que $w = p_{-1}$ e aplicando este resultado na equação (6), que descreve a inflação no caso do *mark-up* real fixo, tem-se que $p = p_{-1}$. Assim, a inflação inercial fica caracterizada. A teoria do conflito distributivo, em oposição à teoria inercialista, tem como hipóteses que $a < 1$, $c > 0$ (o que caracteriza o conflito distributivo ativo) e que os empresários, apesar de a assimetria de poder de barganha em relação aos trabalhadores, fixam a margem de lucro nominal. Portanto, em síntese é possível afirmar que:

- na teoria inercialista as empresas determinam o *mark-up* real ($x=1$), os trabalhadores conseguem indexar totalmente seus salários ($a=1$) e não há conflito distributivo permanente ($c=0$) e;
- no caso de conflito distributivo, as empresas determinam o *mark-up* nominal ($x<1$), os trabalhadores não conseguem indexar integralmente seus salários ($a<1$) e há conflito distributivo permanente ($c>0$).

⁹ Até aqui a inflação apenas aumenta porque supomos aumentos exógenos nos custos (salários).

¹⁰ Ou seja a taxa de crescimento desejada (e conseguida) para os salários nominais é a inflação do período anterior.

¹¹ Na teoria da inflação inercial o $c > 0$, que caracteriza o conflito distributivo, é temporário e nunca a causa da inflação apenas ocasiona sua aceleração.

2.2.2 Inflação Inercial, Inflação por Conflito distributivo e Intervalos de indexação

Apresentado o esquema básico desenvolvido por Serrano (2010) no qual estão claras as hipóteses centrais subjacentes à abordagem inercialista e à abordagem da inflação por conflito distributivo, passaremos a considerar mais uma variável, o intervalo de indexação, e investigar seu efeito sobre a operação dos modelos. Pretende-se, com isso, captar o efeito da redução dos intervalos de indexação sobre a inflação e vice-versa. Para tanto, tomaremos como base a exposição presente em Ros (1993).

Para introduzirmos a noção de intervalo de indexação na teoria da inflação (tanto inercial quanto de conflito distributivo) necessitamos, mais uma vez, eleger um marco analítico teórico básico. Nesse sentido, vamos supor que, independentemente da regra de fixação do salário nominal, seja possível estabelecer uma relação entre o salário real médio do intervalo de indexação (a que chamaremos de ω) e as seguintes variáveis: o intervalo de indexação (ψ), o salário real de pico ou salário obtido imediatamente após a rodada de negociações ($\hat{\omega}$) e a inflação acumulada no intervalo de indexação (p_ψ). Nesse caso, o salário médio real será função positiva do salário real de pico e função negativa do tamanho do intervalo de indexação e da inflação acumulada no período. Formalmente,

$$\omega = \phi(p_\psi, \psi, \hat{\omega}) \text{ aonde } \phi_{p_\psi}, \phi_\psi < 0, \phi_{\hat{\omega}} > 0 \dots \dots \dots (i)$$

Para conseguirmos inserir a noção de intervalo nas funções salário e preço podemos, por hipótese, considerar duas variáveis adicionais: uma dada fração (λ) do intervalo de indexação (ψ) e uma taxa constante de inflação ao longo do intervalo de indexação. Assim sendo, tem-se que o salário médio real ao longo do período é:

$$\omega = \hat{\omega} \left(\frac{P_{t-\lambda}}{P_t} \right) \quad (ii)$$

Em que P_t é o nível de preços em t e $\lambda = \psi/2$. Se definirmos λ como uma fração de tempo (um ano por exemplo), então $(P_t/P_{t-1}) = (P_t/P_{t-\lambda})^{1/\lambda}$ e substituímos em ii, tem-se que:

$$p = \left(\frac{\hat{\omega}}{\omega} \right)^{1/\lambda} - 1, \text{ ou correspondentemente, } (1 + p)^\lambda = \frac{\hat{\omega}}{\omega} \quad (iii)$$

Em que p mede a taxa de inflação acumulada para o período. Note-se, contudo, que um aspecto central das experiências de alta inflação é a “ciclicidade” entre a inflação e os intervalos de indexação. É esperado que, na proporção em que a inflação aumente, os

intervalos de indexação se reduzam. Segundo Ros (1993, p. 62), “seja como consequência da incerteza associada a uma taxa de inflação mais elevada ou simplesmente como uma reação à queda do valor médio dos contratos, conforme aumenta a inflação o intervalo de indexação tenderá a diminuir”. Tal processo pode ser descrito por intermédio de uma função linear e contínua. Por suposto, essa é uma forma estilizada de descrever relações entre variáveis e apenas uma simplificação de um processo que, na realidade, ocorrer de maneira descontínua.

$$\lambda = \lambda_0 / (1 + p) \quad (\text{iv})$$

Modelo de Inflação Inercial e o Intervalo de Indexação

Apresentada a variável associada ao intervalo de indexação e sua relação com salários (custos) e inflação passamos, então, a recuperar as hipóteses centrais do modelo inercialista básico:

Hipótese 1: o *mark-up* real está dado.

Hipótese 2: os trabalhadores reajustam seus salários pelo pico de salário real do período anterior, como estratégia para manter seus salários reais médios constantes. Em outras palavras, eles conseguem, por meio de luta política, indexar seus salários nominais à inflação do período anterior.

Esta segunda hipótese desdobra-se em:

$$\omega^* = \omega_{-1} \quad (\text{v.a})$$

$$\hat{\omega}_{-1} = \hat{\omega} \quad (\text{v.b})$$

Dadas as hipóteses antes descritas, é possível manejar as equações constitutivas do modelo com o objetivo de caracterizar a inflação como função da inflação anterior, do salário real médio desejado e do salário médio real efetivo.

Aplicando uma defasagem temporal à equação iii chegamos a seguinte variação:

$$p_{-1} = \left(\frac{\hat{\omega}_{-1}}{\omega_{-1}} \right)^{1/\lambda} - 1, \text{ correspondentemente } (1 + p_{-1}) = \left(\frac{\hat{\omega}_{-1}}{\omega_{-1}} \right)^{1/\lambda} \quad (\text{iii}')$$

Outra forma de rerepresentar a equação (iii') resulta da aplicação da potência λ aos dois lados da igualdade, expediente que permite reescrever a equação, como se segue:

$$(1 + p_{-1})^\lambda = \frac{\hat{\omega}_{-1}}{\omega_{-1}}, \text{ correspondentemente, } \hat{\omega}_{-1} = (1 + p_{-1})^\lambda \omega_{-1} \quad (\text{iii}'')$$

A hipótese da indexação salarial total significa que o salário real de pico na negociação em curso num determinado momento é igual ao salário real de pico obtido na negociação anterior, isto é: $\hat{\omega} = \hat{\omega}_{-1}$. A partir desta hipótese e, imputando iii'' em iii, temos:

$$(1 + p)^\lambda = (1 + p_{-1})^\lambda \frac{\omega}{\omega_{-1}}, \quad \text{correspondentemente,} \quad (1 + p) = (1 + p_{-1}) \left(\frac{\omega}{\omega_{-1}}\right)^{1/\lambda} \quad (\text{vi})$$

Substituindo (v) em (vi) tem-se que:

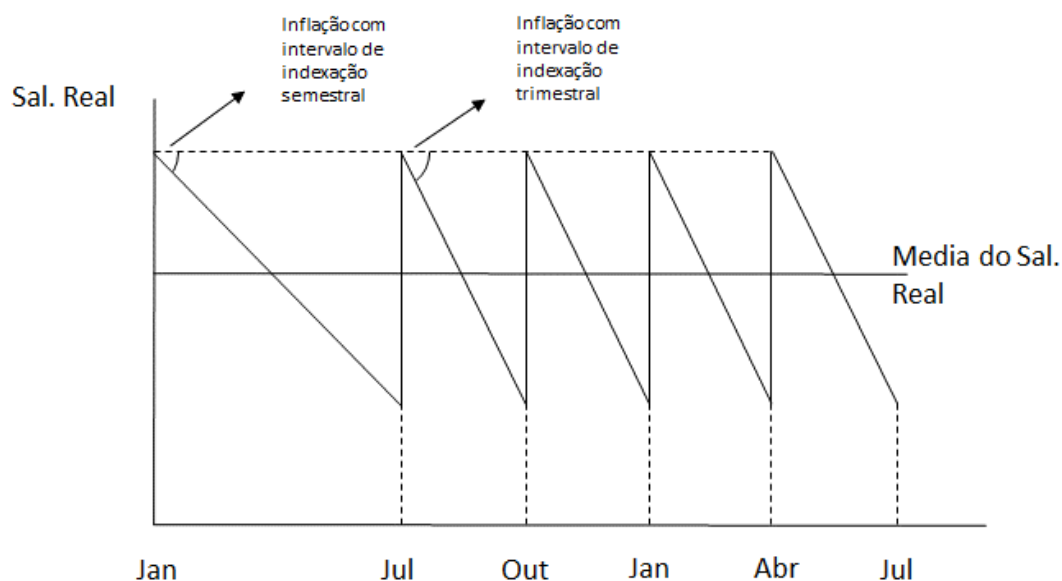
$$p = (1 + p_{-1}) \left(\frac{\omega^*}{\omega}\right)^{1/\lambda} - 1 \quad (\text{vii})$$

As proposições derivadas das equações v e vii são perfeitamente aderentes aos resultados da exposição da seção anterior. Isto é, na ausência de choques o salário médio real passado e presente são iguais ($\omega = \omega_{-1}$) e, portanto, a inflação passada é coincidente com a inflação anterior ($p = p_{-1}$). Aqui temos uma inflação inercial plenamente caracterizada. Note-se que na inflação inercial, nos termos aqui tratados, não há qualquer “força endógena” que cause uma aceleração permanente. Nesse caso não há conflito distributivo, mas tão somente desvios temporários.

“Devido a presença de defasagem no processo de adaptação, os choques de preços relativos – tais como desvalorização cambial ou mudanças nas tarifas públicas – afetam temporariamente a igualdade entre o salário real desejado e o salário real médio e ao reduzir este último ($\omega^* < \omega - 1 = \hat{\omega}$) desencadeiam uma aceleração na inflação ($p > p_{-1}$) até um novo patamar de inflação estável.” (ROS, 1993, p. 66)

Em resumo, a magnitude da aceleração derivada do choque dependerá do próprio tamanho do choque, isto é, do desvio que ele ocasiona nos salários reais (ω_{-1}/ω) e da duração do intervalo de indexação. Quanto menor o intervalo de indexação (λ) maior o impacto de um dado choque na inflação. Dada a hipótese de resiliência do *mark-up* real, toda tentativa de proteção dos trabalhadores via encurtamento dos intervalos de reajuste será imediatamente repassada a inflação. A figura 1 exemplifica uma redução no intervalo de indexação de uma periodicidade semestral para trimestral.

Figura 1 – Impacto Salarial da Redução do Intervalo de Reajuste



Elaboração própria.

Há que se levar em consideração o possível efeito da interação entre a inflação e o intervalo de indexação presente em nosso modelo pela relação entre as equações iv e vii.¹² Observa-se que uma elevação na inflação reduz o intervalo de indexação e que uma redução no intervalo de indexação (para uma dada diferença entre salário desejado e salário real médio) eleva a inflação.

A tese presente em Ros (1993) defende o ponto de vista de que a teoria da inflação inercial seria mais aderente a situações de baixa e média inflação. Nestes casos, mesmo com o aumento da frequência dos reajustes, resultante de uma aceleração inflacionária, haveria uma tendência de a inflação convergir e se estabilizar em um novo patamar mais elevado.

“...si como resultado de una aceleración de la tasa de inflación la frecuencia de los ajustes aumenta, la inflación finalmente convergirá hacia una nueva tasa constante siempre y cuando los mecanismos de adaptación operen a una velocidad suficiente. Em ausencia de choques recurrentes la inflación constituye un proceso inherentemente estable.” (ROS, 1993, p. 67).

Uma breve simulação mostra que o impacto de um choque ($c > 0$, de acordo com a exposição de Serrano (2010)) que cause um desequilíbrio temporário entre o salário real desejado e o salário real efetivo tem como consequência uma aceleração da inflação. Isso

¹² $\lambda = \lambda_0 / (1 + p)$ e $p = (1 + p_{-1}) (\frac{\omega^*}{\omega})^{1/\lambda} - 1$, respectivamente.

evidencia que quanto menores os intervalos de reajuste (λ) entre os “períodos de referência”, isto é, quanto maior a frequência de reajuste de preços e salários, maior será o impacto do choque sobre a inflação.

Os quadros abaixo foram construídos respeitando as hipóteses do modelo aqui desenvolvido, quais sejam, o salário real desejado é igual ao salário real do período anterior e a inflação é determinada de acordo com equação vii acima derivada

$$(p = (1 + p_{-1})\left(\frac{\omega^*}{\omega}\right)^{1/\lambda} - 1).$$

Supõe-se uma inflação inicial de 10,0% por “período referência” e um desequilíbrio entre salário desejado e salário efetivo (derivado de um choque qualquer) ocorrendo no período 2. Para a primeira simulação se estabelece dois reajustes por período ($\lambda = 0,5$) e na segunda quatro reajustes por período ($\lambda = 0,25$).

Quadro 2 - Inflação Inercial (2 reajustes por período)

Período	inflação	Salário real desejado (ω^*)	Salário real (ω)
0	10,0%	100	100
1	10,0%	100	100
2	21,9%	100	95
3	21,9%	95	95
4	21,9%	95	95

Elaboração própria.

Quadro 3 - Inflação Inercial (4 reajustes por período)

Período	inflação	Salário real desejado (ω^*)	Salário real (ω)
0	10,0%	100	100
1	10,0%	100	100
2	35,1%	100	95
3	35,1%	95	95
4	35,1%	95	95

Elaboração própria.

No primeiro caso, para uma “frustração salarial” da ordem de 5% tem-se uma aceleração da inflação de 10% (por período) para 21,9%, enquanto que no segundo, o mesmo choque coloca a inflação em 35,1%. Logo, fica também que a inflação se estabiliza após o choque.

Modelo de Inflação por Conflito Distributivo e o Intervalo de Indexação

Na teoria da inflação por conflito distributivo, em oposição à teoria anteriormente exposta, supõe-se que capitalistas e trabalhadores não detêm poder suficiente para determinar *ex ante*, o *mark-up* e o salário nominal, respectivamente. Disso resulta uma situação de impasse não resolvida entre lucros (em seu sentido mais amplo, isto é, incluindo juros) e salários, a qual somente será dirimida, a favor dos capitalistas, pelo comportamento da inflação. A ideia central deste modelo está bem sintetizada por Serrano (1986, p.111) na passagem que se segue:

“Nem os trabalhadores têm o poder de alterar diretamente o *mark-up*, nem os capitalistas têm o poder de alterar diretamente os salários nominais. **Admitindo que o salário real desejado (ou considerado necessário) pelos trabalhadores seja maior que o salário que os capitalistas querem (ou acham que podem) pagar** inicia-se um processo inflacionário que faz com que, após a negociação de cada contrato de trabalho, as firmas remarquem seus preços e que os salários sejam gradativamente reduzidos até atingirem um valor globalmente compatível com o *mark-up* desejado pelas empresas.” (grifo nosso).

Conforme dito anteriormente (e o grifo na passagem busca ressaltar isto), nesta teoria as classes sociais tentam, sistematicamente, alterar a distribuição funcional da renda a seu favor. Isto significa que diferentemente da versão inercial básica, em que os trabalhadores têm como salário desejado o salário real médio do período anterior na versão do conflito distributivo o salário desejado é o salário real de pico. Já antecipando resultados, outra implicação associada a hipótese do conflito distributivo ativo é que uma eliminação da indexação formal e da memória inflacionária tanto na forma de choque heterodoxo (Lopes), quanto na forma de moeda indexada (Lara e Arida), são capazes de reduzir o patamar da inflação, não sendo suficientes, contudo, para eliminá-la na ausência de uma solução para o conflito distributivo. Ou seja, enquanto “se mantiverem estáveis os termos do conflito distributivo, isto é, a diferença entre o salário negociado e o salário real obtido” estará em curso um processo de aceleração inflacionária.

De forma distinta do modelo inercialista antes apresentado, aqui o salário real desejado (ω^*) é uma variável exógena e isto gera implicações significativas para os resultados do modelo. Se no modelo inercialista básico os trabalhadores sempre demandam e conseguem o reajuste pelo salário de pico real para, em consequência, garantirem o salário real médio do período anterior ($\omega^* = \omega_{-1}$), no modelo de conflito distributivo isso não ocorre.

No modelo básico de conflito distributivo tem-se que:

Hipótese 1: firmas fixam *mark-up* nominal.

Hipótese 2: os trabalhadores desejam o salário real de pico e não o salário real médio. “a diferença entre os dois mede a incompatibilidade distributiva estrutural, que é resultado de um impasse social entre os principais grupos ou classes” (SERRANO, 1986, p. 111).

Desta segunda hipótese resulta que:

$$\omega^* = \hat{\omega} \quad (\text{v.a}')$$

Utilizando a hipótese v.a' em iii¹³ chega-se em:

$$p = \left(\frac{\omega^*}{\omega}\right)^{1/\lambda} - 1 \quad (\text{vii}')$$

Examinando esta equação percebe-se que, diferentemente do caso inercial, na ausência de conflito ($\omega = \omega^*$) a inflação tenderia a zero. No entanto, em caso de conflito distributivo ativo não há razão para que essa igualdade ocorra. Antes pelo contrário. Na verdade, supõe-se que o salário real sempre será diferente do salário real desejado. Note-se que, neste caso, para uma dada incompatibilidade distributiva (diferença entre salário real desejado e salário real efetivo) e para um dado regime de indexação c haverá um nível estável de inflação inercial.

Até aqui, apesar da relação simplificada entre “inflação” e “intervalo de indexação” estabelecida pela equação iv¹⁴, determinou-se a inflação “para um dado regime de indexação” (λ). Em seguida, entra em foco a questão da relação entre os intervalos de indexação e a dinâmica inflacionária, isto é o tema dos efeitos da inflação sobre os intervalos de indexação.

Para o modelo inercialista, como a inflação é inerentemente estável, os intervalos de indexação também o são e, portanto, podem ser caracterizados como uma variável exógena. Em oposição, no caso do conflito distributivo, a despeito da existência de

¹³ $p = \frac{\hat{\omega}}{\omega}^{1/\lambda} - 1$

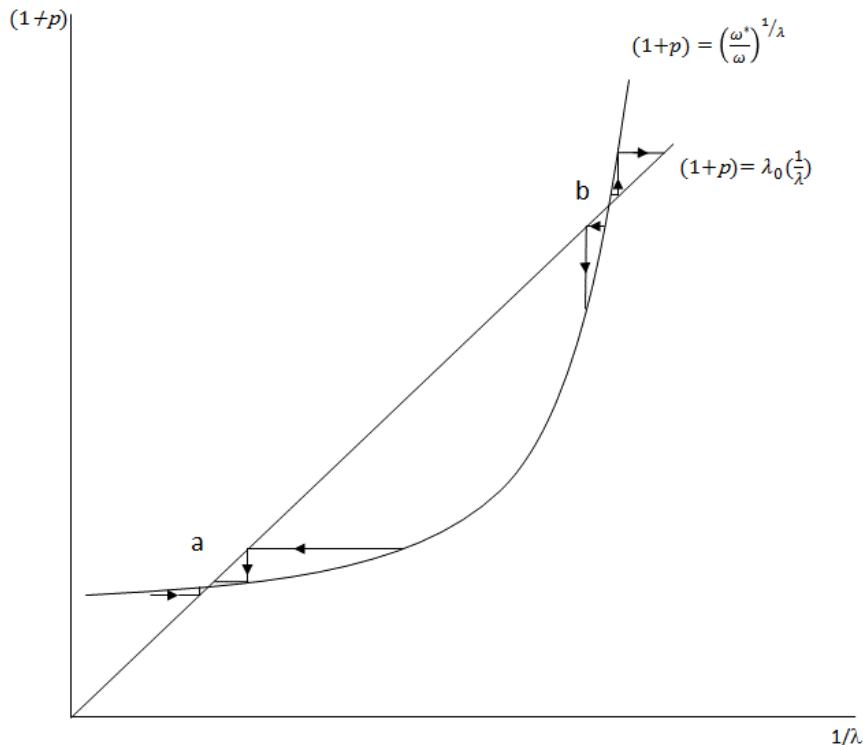
¹⁴ $\lambda = \lambda_0 / (1 + p)$

choques, a própria incompatibilidade distributiva transforma o intervalo de indexação em uma variável de ajuste, determinada endogenamente.

“Haverá, então, uma pressão permanente para mudar as regras de indexação – e em particular a duração do intervalo de indexação – as quais, ainda que possam ser temporariamente reprimidas devido a uma correlação particular de força, fazem com que a inflação se converta em um processo potencialmente instável”. (ROS, 1993, p. 69)

Esta relação está representada no gráfico abaixo, no qual estão plotadas as equações vii.b e iv que descrevem as relações entre a inflação e o desvio do salário médio desejado e o salário médio obtido, e entre inflação e intervalos de indexação. A primeira descreve uma trajetória exponencial para a inflação, isto é, para um dado desvio entre salário desejado e salário aferido (ω^*/ω), a tendência a redução do intervalo de indexação cresce mais que proporcionalmente a inflação, enquanto a segunda equação apresenta uma relação linear na qual, para um dado intervalo de indexação inicial (λ_0), ocorre a elevação da inflação a uma taxa constante à medida que se encurta o intervalo de indexação.

Gráfico 2 – Relação Inflação x Intervalos de Indexação



Fonte: Ros (1993)

O gráfico apresenta dois “pontos críticos”. O primeiro (ponto a) é estável e está associada a um baixo patamar de inflação. O segundo (ponto b) é instável e associa-se a uma inflação mais elevada. Ros (1993) interpreta o ponto b como sendo uma barreira hiperinflacionária. À esquerda deste ponto tem-se uma tendência à convergência inflacionária e de regime de indexação. À direita deste ponto, a interação entre a inflação e os intervalos de indexação tornariam o processo inflacionário aceleracionista e explosivo. Choques, ou mesmo elevados desequilíbrios entre o salário desejado e o salário de fato obtido, podem implicar saída do equilíbrio estável. “Um caso característico é o da hiperinflação alemã dos anos vinte, interpretada como consequência de um descompasso muito elevado entre as demandas dos trabalhadores e o baixo salário real implícito no câmbio real desvalorizado, associado ao excedente comercial requerido para se pagar as reparações de guerra”. (ROS, 1993, p. 69)

O exercício que será desenvolvido na próxima seção procura acompanhar a relação entre as principais variáveis de custo da economia, a saber, salários, câmbio, juro nominal e preços administrados e entender a relação/interação de seus regimes de indexação com o processo inflacionário brasileiro, na segunda metade da década de 1980 e no princípio da década de 1990.

2.2.3 Algumas Fragilidades da Teoria Inercialista de Inflação

As hipóteses inercialistas de que os empresários fixam o *mark-up* real e de que os trabalhadores exigem e são exitosos na tentativa de obter os reajustes pelo pico de seus salários reais ($x = 1$ e $a = 1$, no esquema de Serrano (2010)) apresentam algumas fragilidades de difícil superação.

Tais fragilidades resumem-se no questionamento de que: (i) se o *mark-up* real está dado ($x = 1$) e, portanto, não há mudança distributiva conforme vimos acima, não há justificativa para que os trabalhadores demandem aumentos na taxa de crescimento do salário nominal; e (ii) por que aumentar os salários nominais exatamente de acordo com a inflação passada?

A primeira dificuldade é superada quando se segrega o grupo “trabalhadores” em subgrupos. Caso um grupo de trabalhadores negocie e obtenha aumento salarial nominal e um outro não, a inflação deixa de ser neutra e gera redistribuição de renda entre os trabalhadores. Isso ocorre porque, dado o *mark-up* real fixo, o custo salarial unitário das

empresas e os preços vão aumentar menos que a taxa de crescimento dos salários nominais dos trabalhadores que obtiveram o aumento. Assim, a “variável de ajuste” acaba sendo o salário real do grupo que não demandou (ou não conseguiu) aumento. Nestes termos, faz todo o sentido requerer aumentos nominais e, mais ainda, faz sentido nunca lutar por aumentos nominais inferiores aos obtidos por outros grupos¹⁵.

Outra variação do modelo que justificaria o pedido por aumento de salários nominais, em um contexto de *mark-up real* dado, diz respeito à inclusão de outros tipos de custo na formação dos preços. Neste caso, a inflação passa a ser uma média ponderada entre o aumento dos salários nominais e o aumento de outros custos. Mais uma vez, os salários reais dos trabalhadores irão cair sempre que o aumento nominal do salário for inferior ao crescimento do preço de outros custos.

Este argumento, em essência, define a inflação inercial como sendo um problema de coordenação. Conforme metáfora utilizada por Bastos (2002), nesse caso o processo inflacionário se assemelha a dinâmica da arquibancada de um estádio. Quando um espectador se levanta na arquibancada todos os espectadores que estão atrás deste acabam se levantando para poder ver a partida. Em assim sendo, a coordenação¹⁶ entre agentes seria suficiente para debelar o processo inflacionário.

O questionamento da inexistência de lógica para a demanda de reajuste de salário pelos trabalhadores (num quadro de impossibilidade de ganhos reais derivada da hipótese de *mark-up real* exogenamente determinada) poder ser contestado de maneira relativamente simples e com argumentos dotados de lógica econômica. Já a segunda dificuldade, o porquê de os trabalhadores almejem aumentar os salários nominais exatamente de acordo com a inflação passada, é mais difícil de ser tratada. Como visto, o que determina o fato de determinados grupos de trabalhadores não incorrerem em perdas reais de salário

¹⁵ Esta teoria também pode ser entendida o que Serrano (1986) chamou de “versão do salário relativo” da teoria inercial. Isto é, devido a fatores políticos, institucionais e de costumes os trabalhadores seriam muito resistentes a mudanças nos salários relativos. Assim, em uma

“economia inflacionária e na qual os reajustes salariais não são sincronizados, ocorrendo em datas diferentes para diversos grupos de trabalhadores, a perseguição deste objetivo (a preservação da estrutura salarial) levaria os trabalhadores a adotar a prática de recomposição periódica de seus salários nominais pelos picos de salário real do período imediatamente anterior. Este comportamento, além de estabilizar o salário real médio na ausência de choques inflacionários, garantiria a estabilidade da estrutura salarial”. (SERRANO, 1986, p. 110)

¹⁶ O “senta aí” dos estádios de futebol operaria como o mecanismo de coordenação. Até que alguém levantasse mais uma vez e todo o processo se repetisse.

é a garantia de obtenção de aumentos nominais idênticos aos dos outros trabalhadores, independentemente da inflação do período anterior. Logo, requerer a indexação do salário nominal de acordo com inflação passada só adquire sentido econômico se algum outro grupo de trabalhadores conseguir a indexação integral.

“A superação dessas (e algumas outras) deficiências dos modelos inercialistas requer que se adote o modelo básico da visão do conflito distributivo, em que as margens nominais de lucro em geral não são sempre reajustadas plenamente. Nesse caso, [...], qualquer aumento da taxa de variação dos salários nominais, embora acabe por aumentar posteriormente a inflação no mesmo montante, aumenta também, ao menos em parte, o salário real médio e reduz a margem de lucro real, por conta da defasagem no repasse dos aumentos de custos aos preços. Isso explica facilmente porque é do interesse dos trabalhadores obter aumentos dos salários nominais, e resolve o primeiro problema apontado.

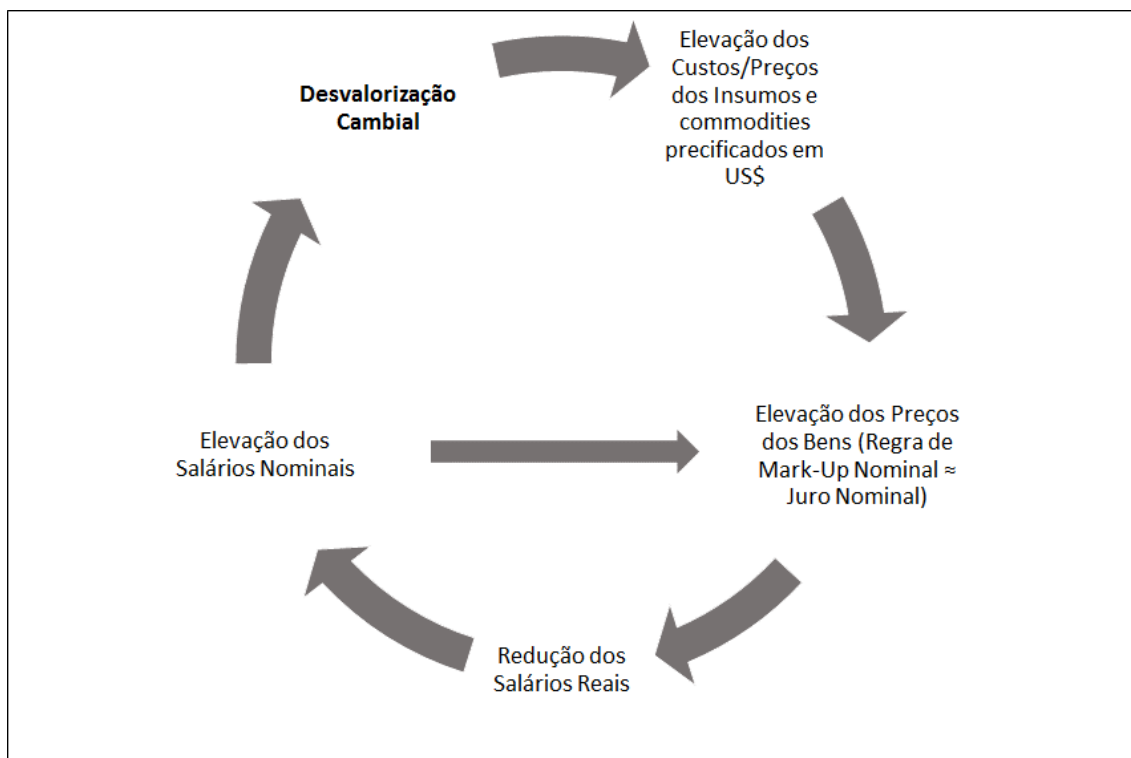
Por outro lado, se as margens de lucro nominais estão dadas ou são reajustadas parcialmente, qualquer redução no ritmo de crescimento dos salários nominais vai aumentar a margem de lucro real e diminuir os salários reais médios. Dessa maneira, só faz sentido para os trabalhadores que quiserem evitar perdas de salário real abrir mão de reajustes nominais de salários se as margens nominais de lucro forem sempre reduzidas ao mesmo tempo e no mesmo montante. É exatamente essa assimetria básica que, uma vez que os trabalhadores não tenham como atuar diretamente sobre as margens nominais de lucro das firmas, faz com que haja grande e compreensível resistência de parte dos trabalhadores a qualquer redução do crescimento dos seus reajustes nominais, tornando crônica (e assim “inercial”) a taxa de inflação”.(SERRANO, 2010, p. 409–410)

2.2.4 Conclusão

Dada a exposição anterior, espera-se ter ficado a razão pela qual considera-se, *a priori*, a teoria do conflito distributivo a mais adequada para explicar processos inflacionários, em geral. Esta afirmativa não significa, de maneira alguma, que tal abordagem contemple de forma abrangente todos os processos inflacionários. Isto é, nada impede que em circunstâncias e contextos específicos outras abordagens sejam mais adequadas para análise e explicação da inflação.

Uma hipótese a ser discutida neste trabalho é a de que o processo inflacionário brasileiro na década de 1980 apresentava como fundamento uma inflação por conflito distributivo, na qual os choques e o encurtamento dos intervalos entre reajustes jogaram papel relevante. De forma mais objetiva, naquele período a espiral ascendente de preços teria refletido a interação entre as variações da taxa de câmbio nominal, dos salários nominais e dos juros nominais, variações usualmente deflagradas pela desvalorização da taxa de câmbio (BASTOS, 2002). A figura 2 ilustra esta cadeia de ações que tem origem na desvalorização cambial.

Figura 2 – Dinâmica Inflacionária no Conflito Distributivo (caso brasileiro)



Elaboração própria.

A desvalorização cambial impacta os custos e preços dos insumos das firmas brasileiras. Estas reagem elevando os preços de forma a respeitar a regra de *mark-up* nominal (que caminha em sintonia com a taxa juro nominal). O aumento de preços implica, por seu turno, redução dos salários reais. A perda no poder de compra dos trabalhadores deflagra uma reação, que se expressa em uma subsequente elevação do salário nominal. Vale destacar que aqui, reside uma das principais questões tratadas nesta tese, qual seja, discutir como a evolução do processo inflacionário pode determinar modificações na “regra” dos reajustes salariais. Em outros termos, procura-se explicar como se dá a indexação e a mudança do intervalo de indexação salarial (e de outras variáveis de custo também) e como, por sua vez, esse fato volta a relacionar-se com o processo inflacionário? Após essa rodada de ajustes, a depender do patamar da inflação e de sua taxa de variação, ocorrem novas sequências de reajuste de preços/salários até que se torna necessária uma nova desvalorização cambial (para estabilizar o balanço de pagamentos) que perpetua o processo de aceleração inflacionária. A avaliação deste processo para o caso brasileiro da segunda metade da década de oitenta é desenvolvida na seção que se segue.

2.3 Do Cruzado ao Collor – uma análise descritiva

É objetivo específico desta seção reexaminar o período entre o Plano Cruzado e o Plano Collor¹⁷. Trata-se de uma seção histórico-descritiva cujo propósito é discutir de maneira mais ampla o contexto no qual o Plano Collor se inseriu e interpretar com maior clareza esse período que, em contraposição aos Planos Cruzado e Real, até então, mereceu pouco destaque na academia. A “reconstrução” e avaliação deste período utiliza como fio condutor a teoria da inflação anteriormente exposta. Em assim sendo, partimos do levantamento das “principais variáveis de custo” da economia (câmbio, salários, juro e preços administrados) e da análise da dinâmica de indexação de cada uma delas, rotina necessária para se possa avaliar a adequação da teoria aqui defendida à realidade econômica do período. A periodização utilizada para fins analíticos seguirá a própria cronologia dos planos e as políticas de estabilização empreendidas entre os planos Cruzado e o Plano Collor, conforme tabela abaixo.

Tabela 1 - Inflação Oficial x Planos de Estabilização

mês/ano	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Janeiro	12,64	14,37	16,82	16,51	70,28	56,11	20,95	25,92
Fevereiro	10,16	12,72	13,94	17,96	3,6	72,78	20,2	24,48
Março	12,71	-0,11	14,4	16,01	6,09	84,31	11,79	21,62
Abril	7,22	0,78	20,96	19,28	7,31	44,8	5,01	20,84
Mai	7,78	1,4	23,14	17,78	9,94	7,87	6,68	24,5
Junho	7,84	1,27	21,30	19,53	24,83	9,55	10,83	20,85
Julho	8,92	1,19	3,05	24,04	28,76	12,92	12,14	22,08
Agosto	14,0	1,68	6,36	20,66	29,34	12,03	15,62	22,38
Setembro	9,13	1,72	5,68	24,01	35,95	12,76	15,62	23,98
Outubro	9,05	1,9	9,18	27,25	37,62	14,2	21,08	26,07
Novembro	13,97	3,29	12,84	26,92	41,42	15,58	26,48	22,89
Dezembro	15,07	7,27	14,14	28,79	53,55	18,3	24,15	25,58
	Cruzado	Cruzadinho	Cruzado II	Plano Bresser	Feijão com Arroz	Plano Verão	Collor	Collor II

Até outubro de 1985: IGP-DI; de novembro de 1985 a fevereiro de 1986: IPCA; de março a outubro de 1986: IPC-IBGE; de novembro de 1986 a junho de 1987: INPC; de julho de 1987 a dezembro de 1990: IPC-IBGE; a partir de janeiro de 1991: INPC

Fonte: Modiano (2014)

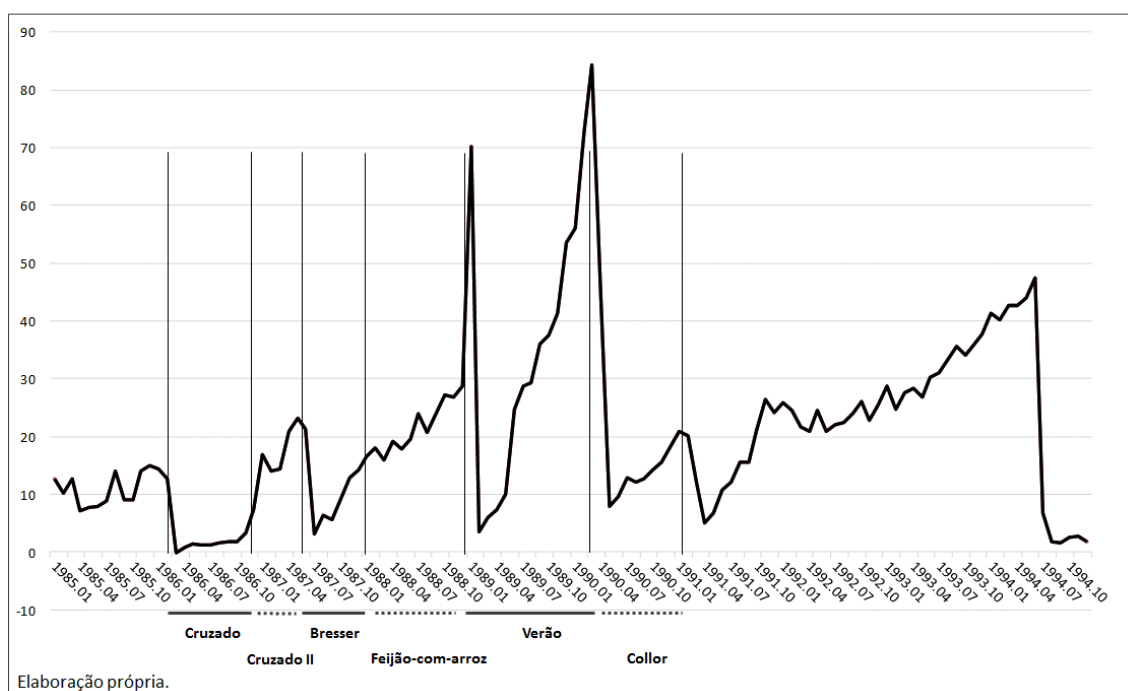
O comportamento da inflação descrito no gráfico 2-2 sugere uma relação estreita entre a periodização baseada na cronologia dos planos de estabilização e o próprio processo inflacionário. Sublinhe-se que essa constatação é quase tautológica na medida em que, por óbvio, modificações/rupturas na dinâmica do processo inflacionário ensejam mudanças na política econômica e vice-versa. O contexto histórico-econômico no qual a

¹⁷ Plano Cruzado inclusive e Collor exclusive uma vez que deverá ser objeto específico dos ensaios subsequentes.

aceleração inflacionária se insere, já interpretado pela abordagem do conflito distributivo está bem caracterizado em Serrano (1986, p. 115):

“a recuperação da economia a partir de 1984 e o clima de maior liberdade política e sindical trazido pela mudança de governo levaram a um rápido fortalecimento do poder de barganha dos trabalhadores que, depois de anos de reduções de seus salários reais por conta da aceleração inflacionária, expurgos, leis salariais restritivas e recessão começaram a reivindicar a reposição dessas perdas. A manutenção de taxas de juros e margens de lucros elevadas tornou-se incompatível com a recuperação dos salários na velocidade desejada, ampliando a incompatibilidade distributiva estrutural...”.

Gráfico 3 - Inflação Mensal Oficial - 1985 a 1994



No segundo semestre de 1985, com a liberação de preços do congelamento temporário e o choque de oferta agrícola a inflação já vinha se acelerando¹⁸. A partir deste momento tem começo a dinâmica inflacionária de queda brusca da inflação, sempre derivada de congelamento de preços, seguida de aceleração inflacionária. Este processo se repete cinco vezes entre 1986 e 1992 (cruzado – fev/86, Bresser – jun/87, Verão – jan/89, Collor – abr/90 e Collor 2 - mar/91). Observando-se o gráfico acima, à primeira vista cabe

¹⁸ Para detalhes ver Bastian et al. (2016).

destacar o aparente sucesso do plano cruzado¹⁹, entre março de 1986 e outubro do mesmo ano (antes de sua descompressão), o viés explosivo da inflação ao final dos planos feijão com arroz (70,28% a.m. em jan/89) e verão (84,31% a.m. em mar/90) e a aparente estabilização da inflação em um novo patamar, ao final de 1991, seguido de nova aceleração no começo de 1993.

O exercício proposto para o prosseguimento deste capítulo é avaliar a validade da hipótese de que a aceleração pós-cruzado e o aumento da instabilidade, iniciada ao redor de novembro de 1986, conforme se verifica na tabela acima, é derivada do encurtamento da periodicidade de indexação das variáveis inflacionárias chave, e de alguns choques de custos. Vale sublinhar que esse processo se desenrolou em um contexto de conflito distributivo ativo e ininterrupto. Portanto, como já discutido, toda a análise aqui desenvolvida toma como marco teórico de inflação o modelo de inflação por conflito distributivo. Isso, por sua vez, não significa que o modelo inercial básico será abandonado, a partir de então. Ao contrário, lançaremos, eventualmente, mão do modelo assim como de suas proposições, principalmente para compará-las com a teoria de conflito distributivo e para avaliar a interação entre a teoria e as políticas efetivamente adotadas.

Num modelo de inflação por conflito distributivo, a inflação decorre da elevação de algum custo, seja ele salário, *mark up*, taxa de câmbio ou alguma *commodity*, que ao mudar a distribuição de renda previamente existente promove uma reação nas variáveis nominais (certamente sujeitas a condições econômicas objetivas para que tal ocorra como políticas salariais vigentes, políticas de câmbio e juros do Banco Central, etc) buscando compensar a mudança inicial. É com base nesse encadeamento que buscaremos analisar a inflação do período. Primeiramente tentaremos identificar elementos de choque, que no caso brasileiro foi, historicamente, a pressão sobre a taxa de câmbio (ver Bastian et al. (2016)). Contudo, no período os choques de custos derivados de preços administrados parecem ter sido os que apresentaram maior relevância. Estes choques resultam da própria dinâmica dos programas de estabilização: inicialmente os preços são congelados e, em seguida, com a pressão da inflação sobre os preços mais sujeitos ao controle, liberam-se

¹⁹ Aqui destaca-se que o índice oficial de inflação, a partir de julho, aproximadamente, começa a deixar de refletir a inflação real haja vista a “proliferação do ágio, que não era captado pela coleta oficial, ao desabastecimento, que reduzia o tamanho da amostra dos preços, e à introdução de “produtos novos”, que se tornaram um expediente comum para burlar o congelamento.” (MODIANO, 2014, p. 295)

os preços. Quando a inflação se acelera, um novo congelamento volta a parecer inevitável²⁰. Promove-se, por conseguinte, um realinhamento (choque) dos preços administrados para, em seguida, estabelecer novo congelamento. Esses choques acabam impactando outras variáveis distributivas, como câmbio, salários e juros, seja por intermédio da mudança de seus prazos de correção, ou seja pelo fato de o encurtamento de seus prazos implicarem aceleração inflacionária. É esta dinâmica que se pretende analisar mais de perto nas seções que se seguem. Assim, cada período/plano analisado deverá conter as seguintes seções: (i) aspectos gerais; (ii) indexação de ativos; (iii) dinâmica dos preços administrados; (iv) dinâmica salarial; (v) dinâmica cambial e (vi) dinâmica dos juros.

Emerge da análise do processo inflacionário do período o conceito de *dinâmica de transição*. Este conceito refere-se a um período no qual o afrouxamento do controle governamental dos preços da economia (em um contexto de congelamento) e a expectativa de um novo congelamento acarretam a radicalização do conflito distributivo. Trata-se de um movimento generalizado de reajustes preventivos, fundados, principalmente, na expectativa (quase certeza) de um novo congelamento. Note-se que a expectativa de congelamento, de modo geral, é resultante de dois fatores. O primeiro deles pode ser considerado “exógeno” e está associado a mudanças nas equipes econômicas dos governos. O segundo fator, que implica admitir certa circularidade, diz respeito à própria aceleração da inflação. É importante sublinhar que este é um fenômeno de curtíssimo prazo, derivado de tensões não consideradas pela teoria do conflito distributivo, defendida neste trabalho como a mais adequada para explicar o processo inflacionário brasileiro. À primeira vista a *dinâmica de transição* parece ter operado particularmente nos intervalos de “5/1987 a 6/1987”, “12/1988 a 01/1989”, “10/1989 a 03/1990”. A avaliação da pertinência deste conceito será desenvolvida em detalhes, nas seções que se seguem.

²⁰ Isso fica bastante claro na seção de análise do Plano Feijão com Arroz realizada adiante.

2.3.1 Plano Cruzado (mar 86 – jun 86) / Cruzadinho (jul 86 – out 86) e Cruzado II (nov 1986 – jun 1987)

Antecedentes²¹

Antes de focalizarmos o debate acerca do Plano Cruzado propriamente dito, cabe retroceder um pouco e entender as regras gerais de indexação vigentes no período imediatamente anterior ao seu lançamento. Em março de 1985, o então Ministro da Fazenda Francisco Dornelles com o objetivo, dentre outras coisas, de impedir a aceleração da inflação modificou as regras de cálculo da correção monetária

“estendendo a “memória” do processo inflacionário de um para três meses. Até março as correções monetária e cambial eram determinadas pela inflação do próprio mês em curso [...] A partir de abril, as taxas mensais de correção resultariam de uma média geométrica da inflação dos três meses anteriores. Além disso, minidesvalorizações diárias do cruzeiro, que distribuíam uniformemente a taxa de correção cambial prefixada para o mês, eliminariam a especulação em torno da data e do percentual do reajuste subsequente”. (MODIANO, 2014, p. 286)

Observe-se que essa regra funciona, por um lado, como uma média móvel de três meses diminuindo a volatilidade do indexador e o seu impacto na inflação. Por outro lado, ela estende a memória da inflação fortalecendo sua inércia.

“A fórmula de cálculo das correções monetária e cambial, embora pudesse auxiliar a contenção da inflação em um contexto de aceleração inflacionária, agia de maneira perversa na presença de taxas de inflação declinantes, na medida em que os custos financeiros das empresas e do próprio governo cresciam acima das taxas de inflação”. (MARQUES, 1998, p. 110)

Após uma “quebra de nível” na taxa de inflação, em agosto de 1985 quando a inflação salta de uma média de 7,94% ao mês no intervalo abril-julho para 14,0%, Francisco Dornelles foi substituído por Dílson Funaro no Ministério da Fazenda. Mais uma vez, a regra de indexação foi alterada, na tentativa de expurgar a inflação do mês de agosto dos meses subsequentes. Na verdade, a partir de outubro, volta-se a sistemática anterior e as correções monetárias e cambiais tornam a ser referenciadas à inflação do mês anterior. Note-se que isto implica um aumento do grau de indexação da economia. Modiano (2014) defende a tese de que o retorno à tal sistemática com a consequente redução da memória inflacionária parecia indicar que a economia estava caminhando na direção da

²¹ Como o cruzado é o primeiro plano a ser avaliado, por óbvio que apenas este plano contará com seção “antecedentes”.

indexação plena. “No caminho da “moeda indexada”, preços, taxa de câmbio e ativos financeiros tornavam-se crescentemente atrelados às variações mensais da ORTN. No entanto, não havia uma regra clara e amplamente aceita para a indexação dos salários que permanecia oficialmente baseada na política de reajustes semestrais estabelecida em 1979.” (MODIANO, 2014, p. 288)

Em relação aos salários, cumpre lembrar que no ano de 1985, o governo ainda permitia livre negociação de abonos e regras de indexação, desde que os aumentos salariais não fossem repassados aos preços. Obviamente, essa restrição depende do poder de polícia/controlado do governo, o que na prática significava que os empresários poderiam repassar os aumentos para os preços. Conforme tabela 1, em novembro de 1985, o IPCA passa a ser o índice de inflação oficial e indexador universal das rendas do capital e do trabalho (salários). Os reajustes salariais continuaram com a frequência semestral estabelecida na Lei nº 6.708 de 1979.

Na tabela abaixo, fica evidente que o reajuste do salário mínimo seguiu também este padrão. Isto é, para o ano de 1985 houve apenas dois reajustes.

Tabela 2 - Variação (%) nominal do salário mínimo

Mês/Ano	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Janeiro	-	-	20,00	25,00	58,07	62,91
Fevereiro	-	-	-	17,33	-	56,11
Março	-	34,00	41,79	18,18	-	83,30
Abril	-	-	-	16,35	-	-
Maio	100,00	-	20,00	20,00	27,39	-
Junho	-	-	20,00	19,01	47,42	5,00
Julho	-	-	-	20,02	24,83	27,14
Agosto	-	-	21,83	24,98	28,76	6,09
Setembro	-	-	21,83	21,91	29,34	16,39
Outubro	-	-	10,00	25,00	53,01	6,09
Novembro	80,12	-	13,64	29,96	46,00	29,64
Dezembro	-	-	20,00	31,25	41,42	6,09
Cruzado	Cruzadinho	Cruzado II	Plano Bresser	Feijão com Arroz	Plano Verão	Collor

O cálculo é realizado vis-à-vis a taxa de inflação oficial.

Até outubro de 1985: IGP-DI; de novembro de 1985 a fevereiro de 1986: IPCA; de março a outubro de 1986: IPC-IBGE; de novembro de 1986 a junho de 1987: INPC; de julho de 1987 a dezembro de 1990: IPC-IBGE; a partir de janeiro de 1991: INPC

Elaboração própria a partir de dados do Ipeadata.

Conforme registrado no gráfico 3 a aceleração da inflação a partir do final do ano de 1985 estimulou um aumento da frequência de reajustes salariais para não se comprimir em demasia os rendimentos do trabalho.

“No início de 1986, a expectativa era de forte aceleração da inflação, em consequência do repasse para toda a economia de taxas elevadas de inflação, através dos mecanismos de indexação. A redução quase generalizada na periodicidade dos reajustes salariais, de seis para três meses, reforçava essa expectativa” (MARQUES, 1998, p. 113)

De acordo com o modelo teórico antes exposto, um aumento da frequência do reajuste salarial pode implicar em um acirramento do conflito distributivo colocando a inflação em uma trajetória de aceleração. Neste contexto é lançado o Plano Cruzado em 28 de fevereiro de 1986.

Aspectos Gerais

O Decreto-Lei nº 2.283, de 27 de fevereiro, atualizado pelo DL nº 2.284²², de 10 de março de 1986, disciplinou o plano Cruzado que apresentava como características mais marcantes o estabelecimento do cruzado (Cz\$) como novo padrão monetário e o congelamento de preços como estratégia de desindexação. A taxa de conversão estabelecida foi de mil cruzeiros por cruzado (1.000,00 Cr\$ = 1,00 Cz\$) e convencionou-se que as moedas iriam circular concomitantemente pelo prazo de um ano (DL nº 2.284, Art. 2º, § 1º e 2º).

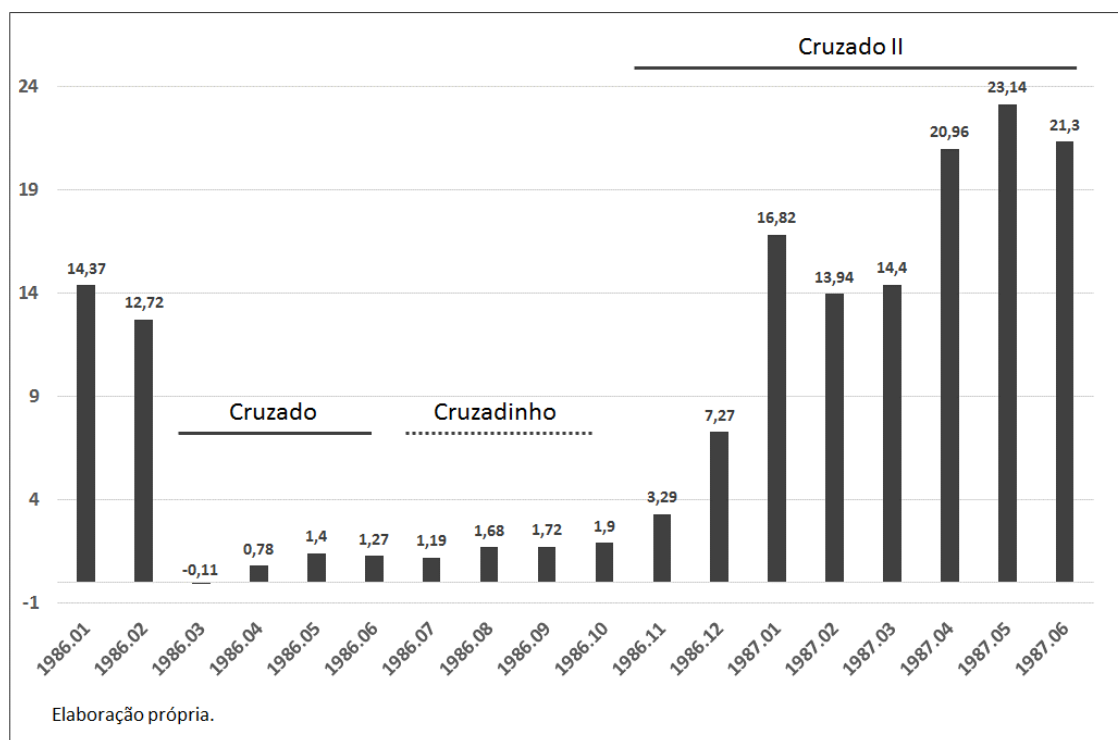
O regramento estabelecido pelo plano não previu nenhuma compensação pela inflação passada nem pela perda futura. Por exemplo, os preços públicos e administrados encontravam-se na média, significativamente defasados, dada a sua utilização como parte da política de preços praticadas nos anos anteriores.

Foi criado o índice de preços ao consumidor (IPC) que viria a substituir o IPCA, como índice oficial. Na verdade, mantiveram-se as mesmas ponderações do IPCA e a criação deste novo índice visava apenas deslocar a base do índice para o dia 28 de fevereiro, expediente que viria a ser utilizado novamente no Plano Bresser. Esse recurso foi empregado para garantir que o índice de março não registrasse inflação uma vez que era objetivo do plano a “inflação zero”.

²² Tamanho era o destaque do fenômeno inflacionário na sociedade e no debate econômico que o DL nº 2.284 dispõe em seu prólogo: “O Presidente da República, usando das atribuições que lhe confere o artigo 55, itens I e II, da Constituição, e Considerando que o Decreto-lei nº 2.283, de 28 de fevereiro de 1986, foi publicado com algumas incorreções; Considerando que a adesão unânime do povo brasileiro, ao plano monetário de combate à inflação, foi, igualmente, fonte de sugestões para o aperfeiçoamento das medidas; [...]”

O programa de estabilização foi muito bem-sucedido em seu período inicial. Conforme se vê no gráfico 2-3 a inflação caiu de um patamar de aproximadamente 13,00% a.m. para uma média de 1,22% a.m., nos oito meses que se seguiram ao lançamento do plano. A partir de então a taxa de inflação aumenta de aceleradamente indicando o relativo fracasso do plano.

Gráfico 4 – Inflação Mensal Oficial – jan 1986 a jun 1987



A interpretação mais difundida acerca da incapacidade do plano Cruzado de estabilizar a inflação atribui ao excesso de demanda, somado ao desalinhamento dos preços relativos, o principal determinante de seu fracasso. Não iremos contestar diretamente esta tese apesar de fazer parte de nossa interpretação a ideia, consistente com os fracassos nas tentativas de estabilização subsequentes, de que o cerne do processo inflacionário estava no afastamento do país dos mercados de capitais e, portanto, no aumento da restrição externa. Isto é, a escassez de divisas é o que teria obstruído toda tentativa de estabilização a despeito da magnitude de qualquer ajuste recessivo que viesse a ser adotado. Nas palavras de Lavoie (2015, p. 545)

“Monetary authorities have no or little control over one of the main sources of price inflation in a country - the rising cost of raw materials, since the inflation rate of commodity prices depends on world demand for commodities and not on domestic demand”.

Segundo Bastos (2001, p. 2-3)

“O surto da alta inflação que atingiu a América Latina durante os anos 80 e parte dos 90, bem como a estabilização econômica da região nessa década são consequência direta da mudança dramática das condições externas dessas economias. [...] Em primeiro lugar, o continente passou a comprometer parcela substancial de suas exportações com o pagamento das rendas enviadas ao exterior e, em segundo, os fluxos de capitais passaram a ser negativos. Essa situação forçava os países a adotarem políticas de elevadas desvalorizações reais da taxa de câmbio e de manutenção das taxas reais então alcançadas, gerando persistentes pressões inflacionárias (para a dinâmica juros, câmbio e preços, ver quinta seção). É curioso notar que essas políticas eram adotadas sob a égide do FMI, com o nome genérico de políticas de estabilização, quando na verdade nada mais inflacionário que violentas desvalorizações cambiais em economias já altamente inflacionárias e com generalizados esquemas formais e/ou informais de indexação.”

Entre julho e novembro de 1986 (cruzadinho), ocorre uma inflexão na política econômica a partir do diagnóstico de que as pressões inflacionárias seriam oriundas do excesso de demanda. Como será visto adiante, na prática, inicia-se um aperto monetário em julho de 1986, o que parecia ser a política macroeconômica possível, em vésperas das eleições gerais, marcadas para dia 15 de novembro.

Além da inflexão na política monetária, o “cruzadinho”, lançado pelo Decreto-Lei nº 2.288, de 23 de julho, tem como principais elementos a criação do Fundo Nacional de Desenvolvimento e a instituição do empréstimo compulsório “para absorção temporária do excesso de poder aquisitivo” (DL nº 2.288, de 1986) incidente sobre consumidores de gasolina ou álcool para veículos automotores, bem como sobre adquirentes de automóveis de passeio e utilitários. A taxa de empréstimo compulsório sobre os preços de aquisição dos produtos seguiu o padrão descrito na tabela 3.

Tabela 3 – Empréstimos Compulsórios - DL nº 2.288 (Cruzadinho)

Empréstimos Compulsórios - DL nº 2.288 (cruzadinho)	
Gasolina e Álcool Combustível	28%
Veículos novos ou com até 1 ano de fabricação	30%
Veículos com mais de um e até dois anos de fabricação	20%
Veículos com mais de dois e até quatro anos de fabricação	10%

Elaboração própria.

Os objetivos gerais destas duas ações são, basicamente, arrefecer o consumo e fornecer *funding* para o programa “Plano de Metas” de investimentos públicos e privados²³. De certo, a decisão de expurgar o efeito da nova taxaço sobre os preços dos bens diretamente afetados e, assim, postergar o primeiro disparo do gatilho salarial teve um alto custo político, minando a credibilidade do plano²⁴.

Apesar de o índice de inflação oficial ainda estar em um patamar bastante reduzido entre julho e novembro de 1986 (média de 1,9% a.m.), este, de fato, não refletia a inflação real. De acordo com Marques (1988, p. 123):

“As taxas de inflação registradas pelos diversos institutos de pesquisa perderam grande parte de seu significado na segunda metade do ano, devido à generalização da cobrança de ágios e a outros expedientes que resultavam em aumento de preços, como perda de qualidade de produtos, redução na quantidade ou peso estipulados, “lançamento” de produtos antigos, levemente alterados, com preços mais elevados, etc.”

A política contracionista do cruzadinho não surtiu efeito no controle da demanda. Isso é explicado, em grande parte, pelo fato de que a expectativa de descongelamento (derivada de todas as pressões relativas a desabastecimento e do custo fiscal para as estatais que tiveram seus preços já defasados congelados) produziu uma expansão da demanda.

Em 21 de novembro é anunciado o Cruzado II que foi, em termos gerais, uma tentativa de aumento de arrecadação (em 4% do PIB) via aumento de IPI sobre alguns produtos selecionados e elevação de algumas tarifas e preços do setor público.

²³ Para detalhes ver o próprio D.L. nº 2.288, de 23 de julho de 1986, e Marques (1988).

²⁴ Segundo Marques (1988, p. 122) “foi determinado ao Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística que excluísse do cálculo do IPC o empréstimo compulsório, sob o argumento de que este não era equivalente a um imposto indireto, pois seria restituído aos consumidores após três anos, sob a forma de cotas do FND. Depois de grande polêmica, a direção do IBGE decidiu divulgar os índices de preços exclusive e inclusive os empréstimos compulsórios. Entretanto, para fins de indexação salarial seria considerado o IPC sem o empréstimo compulsório.”

Mais uma vez, tentou-se expurgar o efeito dos “aumentos administrados” do IPC. No entanto a pressão popular forçou o governo a recuar. Houve, contudo, alteração na regra de cálculo do IPC. Retornou-se “a um índice com base na cesta de consumo para assalariados com rendimentos até cinco salários mínimos, revista para excluir vários itens – e, ademais, com o expurgo de variações anormais.” (MACARINI, 2007, p. 8). Ou seja, na prática adotou-se às ponderações do INPC que conferiam menores pesos aos preços majorados pelo Cruzado II. O plano também regulamentou, pelo Decreto-Lei nº 2.302, de 21 de novembro de 1986, o gatilho salarial (escala móvel). Basicamente, convencionou-se que toda inflação acima dos 20% (inflação acumulada) comporia o chamado resíduo inflacionário a ser incorporado ao gatilho subsequente.

É importante destacar que o Cruzado II apresenta exatamente os dois elementos que, de acordo com a abordagem teórica apresentada, explicam o processo de aceleração inflacionária, quais sejam, um choque de custos e a redução da periodicidade de reajuste salarial. O choque de custos refere-se à elevação dos preços administrados e a redução da periodicidade de reajuste diz respeito a endogeneidade da indexação salarial associada ao mecanismo da escala móvel.

De fato, a conjugação do choque de preços administrados com o disparo subsequente do gatilho salarial deflagrou a aceleração inflacionária que definiria o fim do plano cruzado. Em novembro de 1986 (ver tabela 1), a inflação saltou para 3,29% aumentando para 7,27%, em dezembro e estabeleceu-se em um patamar entre 16,82% e 21,30% (18,43 na média), entre janeiro e junho de 1987.

2.3.1.1 Indexação de ativos

O art. 7º do DL nº 2.283/1986 proibiu a utilização de “cláusula de reajuste monetários nos contratos de prazos inferiores a um ano”. O indexador dos contratos com prazos superiores a doze meses seria a nova Obrigação do Tesouro Nacional – OTN que substituiu a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional – ORTN. A OTN também teria seu valor congelado por um ano. Para os contratos com taxas de juros prefixadas o art. 8º do decreto-lei previa uma taxa de desvalorização diária do cruzeiro da ordem de 0,45% ao dia. Esta taxa correspondia à média diária de inflação registrada entre dezembro de 1985 e fevereiro de 1986. Destaque-se que a poupança, o PIS/PASEP e o FGTS foram as

exceções quanto ao congelamento nos valores dos ativos. A periodicidade do reajuste dessas contas passou de mensal para trimestral.

Por fim, os aluguéis seriam convertidos de acordo com uma regra do tipo “média-pico”. Adotou-se a conversão de cruzeiros para cruzados através do fator de atualização (o mesmo utilizado para os salários – ver tabela 7) multiplicando-se o valor do último aluguel pago pelo fator referente ao mês no qual ocorreu o último ajuste e, subsequentemente, realizava-se o ajuste “média-pico” de acordo com a periodicidade do contrato. Isto é, um multiplicador de 0,7307 para contratos com reajustes semestrais e um multiplicador de 0,5266 para contratos com cláusula de reajuste anual. Por exemplo, supondo um aluguel com reajuste semestral cujo último reajuste datasse de dezembro de 1985, para um valor de Cr\$ 100.000,00, a conversão seria de $(100.000/1.000)$ multiplicado pelo fator relativo a dezembro (1,3292) e pelo o multiplicador de contratos semestrais (0,7307). O novo aluguel seria, então, de Crz\$ 97,13.

Durante toda a primeira fase do Plano Cruzado (Cruzado e Cruzadinho) não houve mudanças nas regras de indexação.

A interpretação de Modiano (2014), e com a qual concordamos, é que, no bimestre novembro/dezembro de 1986, o choque inflacionário deflagrado pelo Cruzado II foi de tal magnitude que reestabeleceu, em grande medida, os mecanismos de indexação na economia brasileira. “O governo reinstituíu as minidesvalorizações cambiais diárias do cruzado, atrelou os contratos financeiros aos rendimentos das recém-criadas Letras do Banco Central (LBCs), e permitiu que os bancos voltassem a emitir Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) pós-fixados”.(MODIANO, 2014, p. 296)

Ao “encerrar” o ano de congelamento proposto pelo Plano Cruzado a economia se viu alvo de uma reindexação, com o reajuste do valor nominal da OTN e com a reintrodução da correção monetária em bases mensais dispostos no decreto-lei nº 2.322, de 26 de fevereiro de 1987.

2.3.1.2 Dinâmica dos Preços Administrados

Seguindo a sistemática adotada por Marques (1998)²⁵ iremos destacar um grupo de treze produtos e serviços relevantes, como referência para a análise da dinâmica dos preços administrados. São eles: trigo, energia elétrica, telecomunicações, gasolina, óleo diesel, óleo combustível, GLP, álcool, carvão, produtos siderúrgicos, correios e telégrafos, transporte ferroviário e serviços portuários.

Os dois pontos principais destacados nesta seção são a defasagem relativa dos preços administrados, quando comparados a anos anteriores, e os choques iniciados a partir de novembro de 1986. Para efeito de nossa análise este último fator (choques de preços) é o mais relevante.

Tabela 4 - Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Índice de variação real¹

Produto / Mês	1983	1984	1985	Até 02/1986	1986	Até 06/1987
Trigo	100,00	138,23	104,09	90,94	59,30	139,61
Energia Elétrica	100,00	101,07	123,20	111,94	110,08	168,49
Telecom.	100,00	92,25	74,99	74,43	73,37	81,76
Gasolina	100,00	124,40	92,06	85,67	94,95	96,35
Óleo Diesel	100,00	128,42	88,61	82,50	57,12	73,58
Óleo Combustível	100,00	122,71	90,83	83,24	56,81	81,05
GLP	100,00	126,46	84,87	78,12	53,53	86,21
Alcool Hidratado	100,00	137,17	101,41	94,40	104,82	106,48
Carvão	100,00	96,68	88,09	99,06	79,01	99,31
Siderúrgicos	100,00	106,80	108,66	99,18	67,45	85,07
Correios e Telégr.	100,00	86,46	84,36	73,70	86,51	89,27
Transp. Ferroviário	100,00	104,59	124,67	108,92	71,03	123,36
Serviços Portuários	100,00	96,50	144,63	126,36	82,40	117,60

Fonte: elaboração própria a partir de Brasil: Programa Econômico, mar. 1988.

1 - Deflacionados pelo IPCA.

Como se observa na tabela anterior, na data do congelamento, a maioria dos itens registrava uma significativa defasagem em relação às suas médias em anos recentes (1983, 1984 e 1985). São exceções as tarifas industriais de energia elétrica, o carvão, os produtos siderúrgicos, o transporte ferroviário e os serviços portuários. Apesar de o

²⁵ À diferença da exposição da autora utilizaremos o IPCA no lugar do IGP-DI como deflator para efeito de avaliação de variação real.

impacto fiscal e de custo para as empresas públicas atingidas por essa defasagem não ser objeto específico deste trabalho, essa informação mostra-se relevante na medida em que há alguma correlação entre a magnitude da defasagem e sua “sustentabilidade”²⁶. Por razões de natureza política uma defasagem expressiva, muito provavelmente, implicaria (e implicou) um “descongelamento antecipado” destes preços (como de fato ocorreu em novembro de 1986). É a avaliação destes choques de custos que nos interessa.

Em julho de 1986, no âmbito do cruzadinho²⁷, verificou-se uma elevação de 28% no valor de consumo da gasolina e do álcool²⁸, seguida do expurgo desses aumentos das estatísticas oficiais. Vale notar que, apesar de o expurgo da elevação destas alíquotas “atrasar” o funcionamento dos mecanismos formais de indexação (principalmente no caso da indexação endógena estabelecida pela regra do gatilho salarial), tais aumentos, ainda assim, exerceram pressão inflacionária como elemento de custo.

Na sequência do cruzadinho, com o Plano Cruzado II, preços públicos e impostos indiretos registraram aumentos expressivos. Tal elevação se fez no âmbito de um “pacote fiscal”, adotado como resposta à percepção de que a pressão de demanda derivada da anarquia fiscal constituía um vetor constitutivo da aceleração inflacionária. Exemplo de tal diagnóstico aparece nos textos de boxes da revista *Conjuntura Econômica* (FGV), de novembro de 1986

“É preciso escolher – Lenta, mas gradualmente, a inflação vai galgando novos patamares. O IGP-DI acumulou um aumento de 1,39% em outubro depois de ter crescido 1,09% em setembro. As perspectivas para os próximos meses não são alentadoras. De fato, o aumento nos custos salariais e demais custos torna inviável a permanência do tabelamento de preços, principalmente, se for acionado o gatilho da escala móvel. Assim, parece inevitável uma inflação corretiva nos primeiros meses de 1987. **As opções do Governo são já conhecidas: ou retorna-se à indexação e tenta-se conviver com a inflação ou caminha-se para um programa ortodoxo de combate à alta dos preços.**” (“*Conjuntura Econômica*”, 1986, p. 4, grifo nosso).

e

²⁶ A palavra sustentabilidade está posta entre aspas de propósito pois, como será visto mais adiante (ensaio 2), faz parte do arcabouço teórico deste trabalho a abordagem das finanças funcionais (LERNER, 1978) que questiona o próprio conceito de “sustentabilidade fiscal”.

²⁷ Decreto-lei nº 2.288.

²⁸ Houve ainda a elevação do preço de aquisição dos veículos em 30% (novos ou com até um ano de aquisição), 20% (entre um ano e dois de fabricação) e 10% (entre dois e quatro anos de fabricação) conforme tabela 3.

“Lições da história – As taxas de juros atingiram patamares elevados em outubro – 70% ao ano nos CDBs para os grandes aplicadores. O governo parece ter optado, a curto prazo, pelo ajuste monetário da demanda interna e do balanço de pagamentos. **Entretanto, a experiência brasileira demonstra que resultados melhores ocorrem quando se conjuga o aperto monetário com a austeridade fiscal e o alinhamento da taxa de câmbio** – como ocorreu em 1983/1984.” (“Conjuntura Econômica”, 1986, p. 5, grifo nosso)

O argumento do desajuste fiscal como razão para a aceleração inflacionária está construído em um plano macroeconômico geral. A ele se somaria uma segunda fonte de pressão sobre a inflação, qual seja, o fato de a adoção de políticas de preços executadas por intermédio de empresas públicas, deteriorarem a condição financeira das mesmas. A passagem em Marques (1998, p. 124) chama a atenção para esse ponto:

“As finanças do governo também foram pressionadas pela decisão de assumir o prejuízo de empresas estatais, devido à precária situação financeira de várias delas, decorrente da defasagem das tarifas públicas.”

Dadas as considerações anteriores, apresentaremos, a seguir a dinâmica dos preços dos produtos/serviços administrados, mês a mês. Para efeito de exposição organizamos os produtos/serviços em dois grupos, a saber: os participantes da matriz energética e os demais (ver tabelas abaixo).

Tabela 5.a – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%)

Mês/Produto	Trigo	Telecomunicações	Produtos Siderúrgicos	Correios e Telégrafos	Transp. Ferroviário	Serviços Portuários	IPCA
jan/86	-	27,20	8,95	-	-	-	14,37
fev/86	-	-	-	-	-	-	12,72
mar/86	-	-	-	-	-	-	4,77
abr/86	-	-	-	-	-	-	0,78
mai/86	-	-	-	-	-	-	1,40
jun/86	-	-	-	-	-	-	1,27
jul/86	-	-	-	-	-	-	1,19
ago/86	-	-	-	-	-	-	1,68
set/86	-	-	-	-	-	-	1,72
out/86	-	-	-	-	-	-	1,90
nov/86	-	35,00	-	80,00	-	-	5,45
dez/86	-	-	-	-	-	-	11,65
Acum. em 86	-	71,72	8,95	80,00	-	-	75,52
jan/87	-	-	-	-	-	-	13,21
fev/87	-	-	30,00	-	44,00	54,00	12,64
mar/87	-	-	-	79,14	54,90	-	16,37
abr/87	-	66,97	38,70	-	-	45,50	19,10
mai/87	-	29,90	38,00	-	46,60	16,80	22,09
jun/87	513,03	33,80	32,00	50,00	38,30	42,00	20,68
Acum. 06/87	513,03	190,20	228,45	168,71	352,24	271,63	160,40

Fonte: elaboração própria a partir de Brasil: Programa Econômico, mar. 1988.

1 - Exclui os efeitos do Decreto-lei nº 2.288 (cruzadinho).

Tabela 5.b – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%)

Mês/Produto	Energia Elétrica	Gasolina	Óleo Diesel	Óleo Combustível	GLP	Alcool Hidratado	Carvão	IPCA
jan/86	-	-	-	-	-	-	25,70	14,37
fev/86	8,00	13,03	13,14	9,79	10,71	13,10	25,25	12,72
mar/86	20,00	-	-	-	-	-	-	4,77
abr/86	-	-	-	-	-	-	-	0,78
mai/86	-	-	-	-	-	-	-	1,40
jun/86	-	-	-	-	-	-	-	1,27
jul/86	-	-	-	-	-	-	-	1,19
ago/86	-	-	-	-	-	-	-	1,68
set/86	-	-	-	-	-	-	-	1,72
out/86	-	-	-	-	-	-	-	1,90
nov/86	21,00	60,16	-	-	-	60,35	-	5,45
dez/86	-	-	-	-	-	-	-	11,65
Acum. em 86	56,82	81,03	13,14	9,79	10,71	81,42	57,44	75,52
jan/87	-	-	-	-	-	-	-	13,21
fev/87	-	15,73	28,06	-	-	15,73	-	12,64
mar/87	44,40	-	-	40,00	61,29	-	43,36	16,37
abr/87	56,40	30,92	37,28	42,42	40,00	31,01	41,63	19,10
mai/87	21,72	28,37	32,11	31,00	28,57	28,86	-	22,09
jun/87	45,00	35,85	44,44	42,23	44,44	35,40	61,20	20,68
Acum. 06/87	298,60	164,23	235,46	271,50	319,34	164,54	227,30	160,40

Fonte: elaboração própria a partir de Brasil: Programa Econômico, mar. 1988.

1 - Exclui os efeitos do Decreto-lei nº 2.288 (cruzadinho).

A retomada dos aumentos dos preços administrados (à exceção dos aumentos do cruzadinho, expurgados dos índices oficiais) ocorre em novembro de 1986, quando observa-se elevações para telecomunicações (35,00%), correios e telégrafos (80,00%), energia elétrica (56,82%), gasolina (81,03%) e álcool hidratado (60,35%).

Segundo Marques (1988), estes aumentos não solucionaram a questão da defasagem setorial entre custos e preços (acumulados nos nove meses de congelamento), dado que grande parte dos aumentos foi derivado da elevação do IPI. A autora argumenta, ainda, que ao realizar um reajuste “seletivo” sobre um pequeno número de produtos, “o governo colocou em xeque a credibilidade do congelamento, gerando a expectativa de que seria inevitável um aumento substancial e generalizado de preços”.

O choque do reajuste dos preços administrados, ocorrido em novembro, acelerou a inflação, cujo índice oficial alcançou 7,27%, no mês de dezembro. Em decorrência, a inflação acumulada atingiu 22,15%, disparando o gatilho salarial pela primeira vez, desde o início do congelamento.

Tabela 6 - Taxa de Inflação Oficial no ano de 1986

Mês	Inflação % a.m.	Inflação acum. %	Plano
Janeiro	14,37%		
Fevereiro	12,72%		
Março	-0,11%	-0,11%	
Abril	0,78%	0,67%	Cruzado
Mai	1,40%	2,08%	
Junho	1,27%	3,37%	
Julho	1,19%	4,61%	
Agosto	1,68%	6,36%	
Setembro	1,72%	8,19%	Cruzadinho
Outubro	1,90%	10,25%	
Novembro	3,29%	13,87%	Cruzado II
Dezembro	7,27%	22,15%	

De janeiro a fevereiro: IPCA; de março a outubro: IPC-IBGE; de novembro de 1986 dezembro: INPC.

Conforme visto na seção anterior, essa sequência de elevações dos preços administrados, seguida do decorrente disparo do gatilho salarial, pode ser interpretada como o sinal do malogro do plano cruzado, uma vez que se perde aquilo que constituía a conquista central do plano, a desindexação. A partir de então a espiral “preços administrados → salários → câmbio → juro nominal → demais preços”, que julgamos fundamentar a “versão brasileira” do conflito distributivo, volta a operar a pleno vapor, com intervalos de indexação ainda mais curtos do que os vigentes antes do plano.

Por fim, analisando-se as tabelas 5.a e 5.b, para o período de janeiro a junho de 1987, percebe-se que todos os treze produtos/serviços analisados apresentaram reajustes acumulados acima da inflação. Sublinhe-se que alguns dos produtos, como por exemplo energia elétrica, passaram a ser reajustados mensalmente a partir de maio deste mesmo ano.

“Contando com a retração da demanda para amortecer a aceleração inflacionária, o governo cedeu às pressões pela liberalização dos preços, suspendendo abruptamente quase todos os controles em fevereiro de 1987.” (MODIANO, 2014, p. 296).

2.3.1.3 Dinâmica salarial

O fato de os salários e preços (em geral) apresentarem frequências de reajuste distintas forçou o governo a desenhar regras específicas de conversão que assegurassem ao plano certa neutralidade distributiva. O art. 19 do Título “Dos Vencimentos, Soldos, Salários, Pensões e Proventos” estabeleceu que: “todos os salários e remunerações serão convertidos em cruzados em 1º de março de 1986, pelo valor médio da remuneração real dos últimos seis meses segundo a fórmula do Anexo II, utilizando-se a tabela do Anexo III (Fatores de Atualização)”. Este procedimento, calculava o valor presente de acordo com o fator de atualização definido no DL nº 2.284, conforme tabela abaixo.

Tabela 7 - Fatores de Atualização dos Salários no Cruzado

Mês	Fatores de Atualização	Salário Mínimo	Conversão em Cruzados
mar/85	3,1492	Cr\$ 166.560,00	524,53
abr/85	2,8945	Cr\$ 166.560,00	482,11
mai/85	2,7112	Cr\$ 333.120,00	903,15
jun/85	2,5171	Cr\$ 333.120,00	838,50
jul/85	2,3036	Cr\$ 333.120,00	767,38
ago/85	2,0549	Cr\$ 333.120,00	684,53
set/85	1,8351	Cr\$ 333.120,00	611,31
out/85	1,6743	Cr\$ 333.120,00	557,74
nov/85	1,5068	Cr\$ 600.000,00	904,08
dez/85	1,3292	Cr\$ 600.000,00	797,52
jan/86	1,1436	Cr\$ 600.000,00	686,16
fev/86	1	Cr\$ 600.000,00	600,00
mar/86		Cz\$ 804,00	

Fonte: Anexo III, DL nº 2.284.

Tal sistemática de reajuste implicou em ganhos de 16,1% comparativamente ao poder de compra do salário mínimo médio do semestre anterior. Foi ainda concedido, para todos os salários, um abono de 8,0%. De acordo com Modiano (1988b, p. 273), “não houve *rationale* econômica para a magnitude do abono salarial decretado”. Ainda de acordo com este autor, esta foi uma decisão de cunho político que visava promover uma redistribuição pró-assalariados.

Serrano (2010), de maneira correta em nosso entendimento, contesta esta posição²⁹. O autor faz uma simulação que busca avaliar qual seria o aumento no salário capaz de manter o salário real médio constante antes do plano (ω_{antes}) e após o plano ($\omega_{pós}$), isto é, entre o plano e o disparo do gatilho salarial. Supondo uma inflação constante após o congelamento tem-se que:

$$\omega_{pós} = (1 + aumento) \left(0,5 + \frac{0,5}{1 + inflação} \right) \omega_{antes}$$

Assim, para que $\frac{\omega_{pós}}{\omega_{antes}} = 1$, dada a inflação de 20% (definida para o disparo do gatilho salarial) distribuída de forma constante no tempo, bastaria um aumento salarial de 9,1%.

O exercício anterior sugere que, de fato apenas o aumento do salário mínimo (16,1% no total) teve impacto redistributivo. Ou seja, os 8% de abono dados sobre os salários em geral foram relativamente neutros do ponto de vista distributivo.

É importante sublinhar que, no período analisado não houve congelamento de salário. As datas-base de negociação salarial das categorias foram mantidas e o intervalo de seis meses, vigente anteriormente, foi estendido para um ano. Completado um ano, seria obrigatório o reajuste de, no mínimo 60,0% da variação acumulada do IPC, sendo os 40,0% restantes sujeitos à negociação. Por fim, criou-se o mecanismo do gatilho salarial que, em princípio, atualizaria os salários de acordo com uma escala móvel, sempre que a inflação acumulada ultrapassasse 20,0%, a partir da primeira negociação. Assim sendo, em março de 1986 o “contador do gatilho” foi zerado, circunstância que se repetiria após as rodadas de negociação e, também, após o “disparo do gatilho”. Note-se que a assincronia dos reajustes salariais não foi eliminada sendo possível, ainda, uma interpretação da inflação “inercial do salário relativo”. Conforme visto na tabela 2, na prática, não houve aumentos no salário mínimo ao longo do ano de 1986. Para nossa avaliação é importante reter que, conforme destacado por Marques (1998, p. 115), o gatilho salarial tornava endógena a periodicidade da indexação salarial: “quanto maior a inflação, menor a extensão do intervalo de reajuste”.

²⁹ “A ausência de redução de margens de lucro nominais em geral nos permite ver que boa parte dos, ou diversos dos, reajustes de salários nominais acima do nível que os convertia ao valor do salário real médio anterior ao Plano Cruzado não foi aumento “populista” de salário real, e sim compensação pela ausência de queda das margens nominais em geral, com vistas a garantir a neutralidade distributiva do plano.” (SERRANO, 2010, p. 411)

Antes de avaliarmos a evolução do salário real e os intervalos de reajuste, iremos discutir uma hipótese interessante presente em Giambiagi (1988) que dialoga diretamente com a avaliação que estamos nos propondo a realizar. Isto é, a avaliação em termos gerais do impacto da mudança nos intervalos e regime de indexação sobre a inflação e no efeito específico do impacto da implementação da escala móvel/gatilho salarial sobre a inflação no período.

Giambiagi argumenta que em um sistema de indexação baseado na escala móvel, os movimentos sobre salários e preços derivados de choques exógenos (salariais ou não salariais) podem não ser exatamente os normalmente esperados. O autor esclarece que em um espaço “salário médio real (w) x inflação (p)” existem três regiões cada uma delas associada a uma relação específica entre salário médio real e inflação. Na primeira, que vai até o momento em que o gatilho é disparado, prevalece o previsto, ou seja, uma relação negativa entre aquelas variáveis. Na segunda região predomina o fato de o mecanismo de indexação operar de uma forma tal, que torna ambígua a relação entre o salário real médio e a inflação. Neste caso prevalece uma descontinuidade, a qual determina que uma elevação na inflação implique um aumento no salário real médio. Por fim, na terceira região, em que a inflação opera acima de 20% ao mês, o salário real médio volta a ser uma função inversa da inflação, como em um sistema de indexação com periodicidade fixa³⁰. De posse de tais argumentos, o autor conclui que

“[...] embora do ponto de vista teórico a escala móvel seja um mecanismo superior de proteção do salário real em relação ao sistema tradicional de indexação, a existência de limites práticos que impedem que a indexação seja perfeita faz com que o salário real continue vulnerável diante da inflação. **Nessas condições, entretanto, os conflitos que normalmente seriam “equacionados” através de aumentos relativamente pequenos da inflação podem dar origem a aumentos significativos desta, com riscos de lançar a economia na rota da hiperinflação.**” (GIAMBIAGI, 1988, p. 81, grifo nosso)

Em sua avaliação sobre a experiência real do conflito distributivo no ano de 1986, Giambiagi julga ter havido, ao longo do ano, uma elevação expressiva da remuneração do trabalho, concomitante a uma queda real nas tarifas, câmbio e margem de lucro³¹. No final do ano, a situação teria ficado “insustentável” e teria motivado elevações de preços

³⁰ É importante dizer que o autor deixa clara a hipótese de que não é possível estabelecer um intervalo de indexação inferior a um mês.

³¹ Apesar de a massa de lucro ter aumentando na maioria dos setores em virtude da elevação das vendas.

expressivas. No entanto, segundo o autor, “a peculiaridade da situação resultante da vigência da escala móvel é que põe sérios obstáculos à concretização da forma tradicional de transferir renda dos trabalhadores para os capitalistas, representada pela inflação, na medida em que num longo intervalo de taxas esta é parcialmente estéril no sentido de reduzir o salário real”. (GIAMBIAGI, 1988, p. 83–84)

É certo que, apesar de os reajustes de salários que precederam o plano não terem configurado propriamente uma política de rendas ativa, a avaliação de dados salariais de 1986 indica que houve ganhos reais para os trabalhadores neste ano.

Tabela 8 – Evolução do Salário Real em 1986 (fev=100)

Mês	Sal. Nom. Médio da Indústria de SP ¹	Rend. Nom. Médio com Carteira ²	Rend. Nom. Médio sem Carteira ²	Rend. Nom. Médio autônomos ²
jan/86	104,4	105,7	110	110,8
fev/86	100	100	100	100
mar/86	113,5	108,8	110,3	121,1
abr/86	115,7	115,3	118,1	123,7
jun/86	117,3	119,4	128,6	135,6
jun/86	116,9	120	125,6	146,1
jul/86	120,1	126,6	133	160
ago/86	122,5	129,3	137,1	172,8
set/86	123,9	131,1	140,1	168,8
out/86	126,6	133,2	142,1	182,3
nov/86	130,5	139	150,9	202,2
dez/86	127,2	162,4	182,3	209,8

Fonte: Conjuntura Econômica - FGV e IBGE. In: Moraes, P. B. 1990.

O deflator utilizado foi o INPC

1 - Estado de São Paulo

2 - Região metropolitana da cidade de São Paulo

Tabela 9 – Evolução do Salário Real 1986-1987 (mar 1986=100) – Índice Nacional de Custo da Construção e Indústria de São Paulo

Mês	Índice nacional de Construção (INCC)				Salários Indústria SP
	Carpinteiro	Servente	Pedreiro	Ajudante Especializado	
mar/86	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
abr/86	95,4	95,4	95,4	95,4	97,7
mai/86	96,0	95,4	96,0	94,7	99,4
jun/86	97,9	96,7	99,2	94,8	98,6
jul/86	99,8	97,4	100,8	93,6	100,9
ago/86	103,3	99,3	104,4	99,0	102,3
set/86	107,8	103,6	108,7	101,2	101,1
out/86	114,6	107,6	114,8	104,0	103,0
nov/86	123,0	112,2	122,0	108,1	107,7
dez/86	124,3	113,0	122,6	106,4	106,7
jan/87	122,5	109,9	121,5	106,6	101,1
fev/87	123,0	109,7	123,4	107,7	99,2
mar/87	119,6	107,2	120,3	107,7	109,0
abr/87	111,1	97,5	110,3	102,7	109,2
mai/87	108,5	97,0	109,9	99,5	111,3
jun/87	107,9	96,0	108,0	99,0	110,8
jul/87	97,9	86,9	98,0	88,2	92,5
ago/87	92,5	82,7	92,7	82,5	87,7
set/87	95,2	85,9	95,5	84,7	92,4
out/87	96,8	87,1	96,5	86,7	94,5
nov/87	95,5	87,3	95,3	85,2	107,4
dez/87	94,2	87,0	93,9	82,6	105,1

Fonte: Conjuntura Econômica - FGV.

O deflator utilizado foi o IPCA

É possível observar nas tabelas 8 e 9 que, a partir de abril de 1986, inicia-se um forte processo de ganhos salariais em diversos setores da economia (construção, indústria, autônomos, etc.). Importante lembrar que, entre setembro e novembro de 1986, os ganhos reais provavelmente estão superestimados visto que, nesse período, o índice oficial de inflação não refletia a variação real nos preços. O ponto de inflexão se dá entre dezembro e janeiro, exatamente quando o gatilho salarial dispara pela primeira vez (dezembro de 1986, sendo pago no fim de janeiro de 1987).

Em oposição ao ano de 1986, no qual o único reajuste de salário mínimo foi o determinado quando do lançamento do plano Cruzado, entrou então em funcionamento a “espiral inflação-salário”, descrita nas seções anteriores, e na qual, entre dezembro de 1986 e maio 1987, o gatilho seria disparado cinco vezes (em dezembro de 1986 e em fevereiro, março, abril e maio de 1987 – todos com vigência no mês subsequente). Sublinhe-se que os reajustes implementados passaram a ser adotados praticamente em

bases mensais. É interessante perceber, ainda, que apesar de essa “endogenização” da indexação ter entrado em operação, os trabalhadores contabilizaram perdas devidas ao elevado nível da inflação e ao fato de o gatilho reajustar o salário em no máximo 20%. A tabela que se segue revela a dimensão do encurtamento do intervalo de indexação e da flutuação do valor real do salário mínimo, a despeito deste movimento. Sublinhe-se que antes do Plano Cruzado a periodicidade de reajuste do salário mínimo era semestral, com incidência nos meses de maio e de novembro.

Tabela 10 - Evolução do Salário Mínimo Real 1986-1987 (mar 1986=100)

Vigência	Dispositivo Legal	Valor	Salário Real
nov/85	Decreto nº 91.861, de 1985	Cr\$ 600.000,00	
mar/86	Decreto-Lei nº 2.284 ¹ , de 1986	Cz\$ 804,00	100
jan/87	Portaria nº 3.019, de 1987	Cz\$ 964,80	98,2
mar/87	Decreto nº 94.062, de 1987	Cz\$ 1.368,00	104,6
mai/87	Portaria nº 3.149, de 1987	Cz\$ 1.641,60	90,7
jun/87	Portaria nº 3.175, de 1987	Cz\$ 1.969,92	88,4
ago/87	Decreto-Lei nº 2.351, de 1987	Cz\$ 1.970,00	70,8
set/87	Decreto nº 94.815, de 1987	Cz\$ 2.400,00	81,0
out/87	Decreto nº 94.989, de 1987	Cz\$ 2.640,00	84,4
nov/87	Decreto nº 95.092, de 1987	Cz\$ 3.000,00	87,8
dez/87	Decreto nº 95.307, de 1987	Cz\$ 3.600,00	93,4

O deflator utilizado foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC)

2.3.1.4 Dinâmica cambial

A princípio, o câmbio foi fixado no nível vigente no dia 27 de fevereiro de 1986, isto é, Cz\$ 13,77/US\$ - compra e Cz\$ 13,84/US\$ - venda. Esta cotação seria mantida fixa, da mesma maneira que todos os outros preços congelados da economia. A leitura mais comum acerca da determinação deste congelamento baseia-se na ideia de que a posição externa brasileira era relativamente confortável e de que a então “recente desvalorização do dólar norte-americano, ao qual o cruzeiro estava atrelado, em relação às moedas europeias e ao iene japonês, não sugeriam a necessidade de uma maxidesvalorização compensatória ou defensiva do cruzado”.(MODIANO, 2014, p. 291). Havia, no entanto, já naquele tempo, oposição a esta visão, conforme atesta a passagem da Revista Conjuntura Econômica (1986, p. 43) do IBRE:

“Desde a instituição do Plano Cruzado, quando a taxa de câmbio nominal foi, também, congelada, vem-se alertando para a inexistência de uma folga na taxa de câmbio na magnitude que o Governo vinha anunciando. Argumentavam os técnicos governamentais que a folga do cruzado com relação a uma cesta de

moedas era da ordem de 30%, uma vez que esta foi a desvalorização do dólar frente às demais moedas fortes no período março 83 até março 86.”

Não se pretende discutir aqui, pelo menos diretamente, a adequação do nível da taxa de câmbio em relação à inserção comercial/externa brasileira. O fato relevante para nossa análise é, em primeiro lugar, a avaliação da existência, ou não, de choques cambiais e, em segundo, a dinâmica da indexação cambial (e em um momento posterior no qual a inflação encontra-se em níveis ainda mais elevados de indexação da economia ao câmbio – dolarização). Note-se que em um segundo plano, como uma restrição, em nossa interpretação acerca do processo inflacionário, conforme visto na seção 2.2.4, está a questão da pressão associada a posição de reservas do país frente a suas obrigações externas.

Apesar de a primeira alteração na taxa oficial de câmbio ter ocorrido apenas no mês de outubro de 1986, o câmbio no mercado paralelo pareceu (após pequeno interregno depois do lançamento do plano) ter apresentado uma tendência persistente à desvalorização. De acordo com Baer (2009), com o lançamento do Plano Cruzado, o ágio do câmbio paralelo teria sofrido uma pressão baixista e permanecido em torno de “25% durante seis semanas após seu lançamento devido a um acordo informal entre o governo e os principais *dealers*” (BAER, 2009, p. 188). A tabela 11 permite uma avaliação mais geral da evolução do ágio, no ano de 1986.

Tabela 11 - Taxa de Câmbio (jan. 1986 – jun 1987)

Mês	Cz\$/US\$	Var. cambial (%)	Cz\$/U\$ Paralelo ¹	Ágio - Paralelo/Oficial (%)	Inflação Oficial (%)
jan/86	12.155,00	-	16.000,00	31,63	14,37
fev/86	13.840,00	13,86	18.434,88	33,20	12,72
mar/86	13,84	0,00	17,49	26,40	-0,11
abr/86	13,84	0,00	19,03	37,50	0,78
mai/86	13,84	0,00	20,34	47,00	1,40
jun/86	13,84	0,00	20,65	49,20	1,27
jul/86	13,84	0,00	22,06	59,40	1,19
ago/86	13,84	0,00	23,85	72,30	1,68
set/86	13,84	0,00	23,33	68,60	1,72
out/86	14,09	1,81	26,74	89,80	1,90
nov/86	14,20	0,75	28,82	103,00	3,29
dez/86	14,94	5,23	28,23	89,00	7,27
jan/87	16,54	10,70	26,35	59,34	16,82
fev/87	19,80	19,70	32,00	61,66	13,94
mar/87	22,14	11,87	30,50	37,73	14,40
abr/87	25,43	14,86	34,00	33,68	20,96
mai/87	34,00	33,66	37,80	11,19	23,14
jun/87	43,38	27,59	54,00	24,49	21,30

1 - Posição de fechamento do mês.

Fonte: elaboração própria a partir de Ipeadata e Folha de São Paulo.

Ainda segundo Baer em abril, os *dealers* romperam o acordo o que acarretou um rápido aumento da taxa de ágio. Na visão deste autor, a sistemática elevação do ágio verificada a partir de então teria sido ocasionada mais pelo excesso de demanda agregada decorrente da política de renda associada a valorização dos salários, e menos por um movimento especulativo relacionado às expectativas de desvalorização do cruzado. “A pressão sobre o ágio do mercado paralelo foi resultado das consequências de maiores níveis de renda, como demanda por micro computadores estrangeiros, cujas importações foram proibidas devido à política de “reserva de mercado” e viagens constantes ao exterior – a compra de moeda estrangeira à taxa de câmbio oficial por parte de viajantes brasileiros era limitada.” (BAER, 2009, p. 188). Moraes (1990), no entanto, apresenta visão divergente, sugerindo que a causa do aumento do ágio teria sido a manutenção de taxas de juros nominais deprimidas. Neste contexto, os investidores teriam incentivos a fugir para ativos fora do controle do governo. Bastos (2001, p. 21-22) apresenta um argumento análogo, atribuindo a pressão altista sobre o câmbio a um forte movimento especulativo:

“No caso brasileiro não havia liberdade de fluxos de capitais e após o Plano Cruzado a taxa de câmbio estava congelada. Isso, entretanto, não

impossibilitou o movimento de especulação contra a moeda brasileira. O congelamento da taxa de câmbio nominal, combinado à inflação residual pós-lançamento do plano de estabilização, implicou valorização cambial, reduzindo a lucratividade esperada ou desejada do setor exportador. Este passou então a atacar a nova taxa cambial por meio da drástica redução das exportações, num movimento que em poucos meses eliminou o que alguns economistas chamavam de “superávit estrutural”.

A partir de agosto de 1986, com a edição do “cruzadinho”, a especulação acerca de uma maxidesvalorização passou a pressionar o ágio para cima, o qual alcançou 89,8% no mês de outubro.

“Ainda em outubro, o governo descongelou a taxa de câmbio promovendo uma modesta desvalorização do cruzado de 1,8% e anunciando uma política de minidesvalorizações eventuais, baseadas num indicador da relação câmbio/salário. Como o indicador sugeria que a taxa de câmbio estava sobrevalorizada em pelo menos 10% em relação a fins de fevereiro de 1986, a expectativa de uma nova e maior desvalorização do cruzado estimulou ainda mais o adiantamento de exportações e a antecipação de importações, levando a uma deterioração maior das contas externas nos meses posteriores.” (MODIANO, 2014, p. 295)

Na política cambial, o governo voltou a praticar minidesvalorizações diárias, o que, no entanto, não gerou melhoras no saldo da balança comercial, que havia se tornado deficitária em outubro de 1986, mantendo-se negativa até janeiro de 1987. No final de fevereiro, em uma posição de forte vulnerabilidade externa, com escassez de reservas cambiais, o governo declarou a suspensão do pagamento, dos juros das dívidas externas aos bancos privados, por tempo indeterminado. A tabela 11 mostra a dimensão do comportamento do câmbio *vis-à-vis* à inflação, no período do cruzado.

É importante frisar, em consonância com a interpretação de Bastos (2001), que o câmbio foi o primeiro elemento de custo significativo a ser descongelado no Plano Cruzado, reproduzindo fielmente a espiral de custos descrita na figura 2 deste ensaio.

“O fim do “mega superávit estrutural” em poucos meses, somado ao déficit de conta de serviços e a conta capital negativa tiveram como consequência progressiva perda de reservas e forçaram o descongelamento do câmbio em outubro de 1986. Ou seja, o câmbio foi precisamente o primeiro preço a ser descongelado no Plano Cruzado, decretando assim, em termos práticos, o fim dessa experiência de estabilização.” (BASTOS, 2001, p. 23)

2.3.1.5 Dinâmica dos Juros

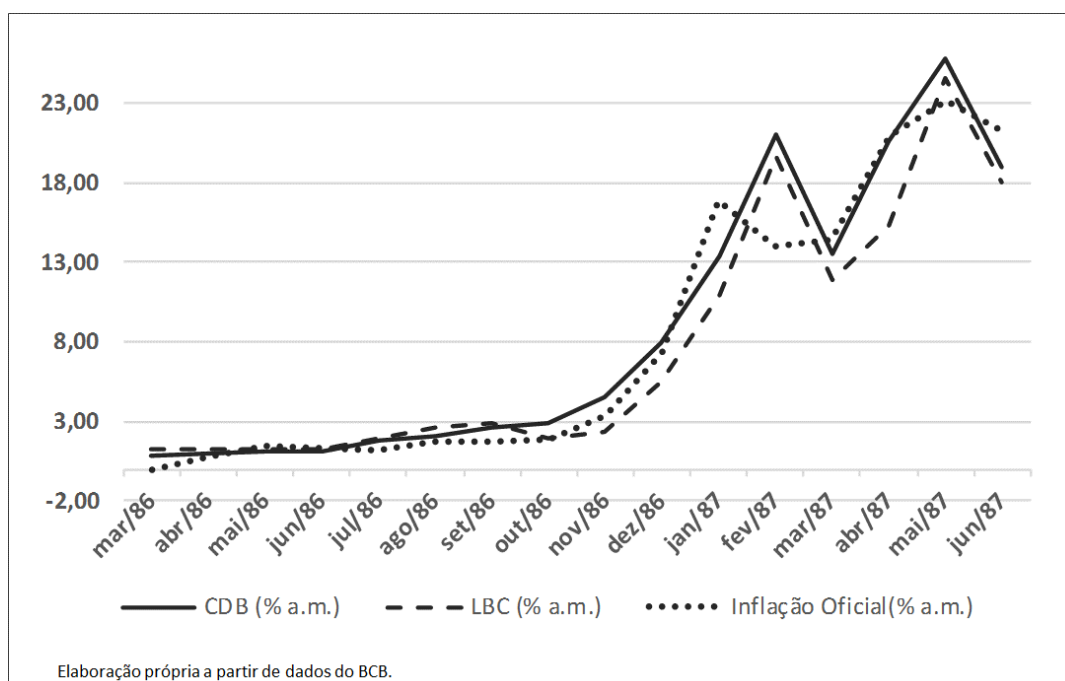
A visão mais usual acerca da política monetária no plano Cruzado é a de que a concepção eminentemente inercial do processo inflacionário implicaria desconsiderar a necessidade

de uma política de juros ativa. Como o congelamento trazia implícito a necessidade de “inflação zero” para garantir a sustentabilidade do plano, a redução da taxa de juro seria um importante sinalizador do comprometimento do governo com o processo de estabilização. Nas palavras de Moraes (1990, p. 44),

“a política monetária que o governo adotou na fase inicial do congelamento de preços foi implicitamente definida quando se procurou desindexar a economia, proibindo-se a utilização de cláusulas de correção monetária em qualquer contrato com prazo inferior a um ano. Com isso, as ORTNs com prazo de vencimento entre março de 1986 e fevereiro de 1987 que rendiam em média juros de 15% ao ano acima da correção monetária passaram a render uma taxa nominal de 15% ao ano. Transformava-se um título indexado em um título prefixado sob a hipótese de que a taxa de inflação seria de fato nula.”

Em outras palavras, a ORTN, instrumento que funcionava como uma espécie de moeda indexada³², corrigida com frequência mensal de acordo com a inflação oficial, foi transformada na OTN e teve seu valor nominal congelado por 12 meses. De fato, após o congelamento verifica-se uma queda significativa nas taxas de juros da economia após a instituição do congelamento com a taxa nominal mantendo-se em torno de 15% ao ano, para o primeiro trimestre de vigência do plano.

Gráfico 5 – Taxa de Juros Nominal (Selic - % a.m.) e Inflação Oficial (% a.m.)



³² O conceito de moeda indexada será discutido com maior profundidade no segundo ensaio desta tese.

De acordo com Moraes (1990) a fixação da rentabilidade da ORTNs em 15% ao ano tornava inviável a fixação de uma taxa de *overnight* superior à rentabilidade diária destes títulos por parte do Banco Central. O autor registra ainda que o mercado de títulos públicos era composto basicamente por instituições financeiras e não por um “investidor final”. As instituições financeiras compravam títulos públicos com recursos captados junto ao público. A remuneração das financeiras seria indexada à ORTN (ou ao câmbio) e sua taxa de captação (remuneração do “investidor final”) seria indexada à taxa do *overnight*.

O juro real negativo derivado da aceleração (ainda que pequena) da inflação e da incapacidade de o Banco Central elevar a taxa de *overnight*, em um contexto de aquecimento da demanda e de possibilidade de pressões especulativas, levou a autoridade monetária a lançar, em julho de 1986:

“um novo título, a Letra do Banco Central (LBC), que teria como rendimento diário o custo do dinheiro no mercado de reservas bancárias por um dia. O carregamento desse título poderia ser feito sem qualquer risco, uma vez que se garantia que não haveria qualquer descolamento entre as taxas de remuneração e de financiamento. Quando o primeiro leilão de LBCs foi realizado, permitiu-se que todas as instituições que possuíam OTNs em suas carteiras pudessem trocá-las pelo novo título. Com isso, o Banco Central ficaria livre para colocar a taxa de juros no *overnight* no patamar que desejasse [...]” (MORAES, 1990, p. 44-45)

Portanto, com a criação das LBCs completa-se o aperfeiçoamento dos mecanismos de determinação da taxa de juros e, concomitantemente, a constituição das bases da moeda indexada, processo devidamente caracterizado por Barros (1993, p. 9) como “o triângulo, tendo o governo como captador de recursos a juros reais, o intermediário financeiro ganhando um generoso “*spread*” praticamente sem risco e o aplicador com liquidez e juros reais garantidos”.

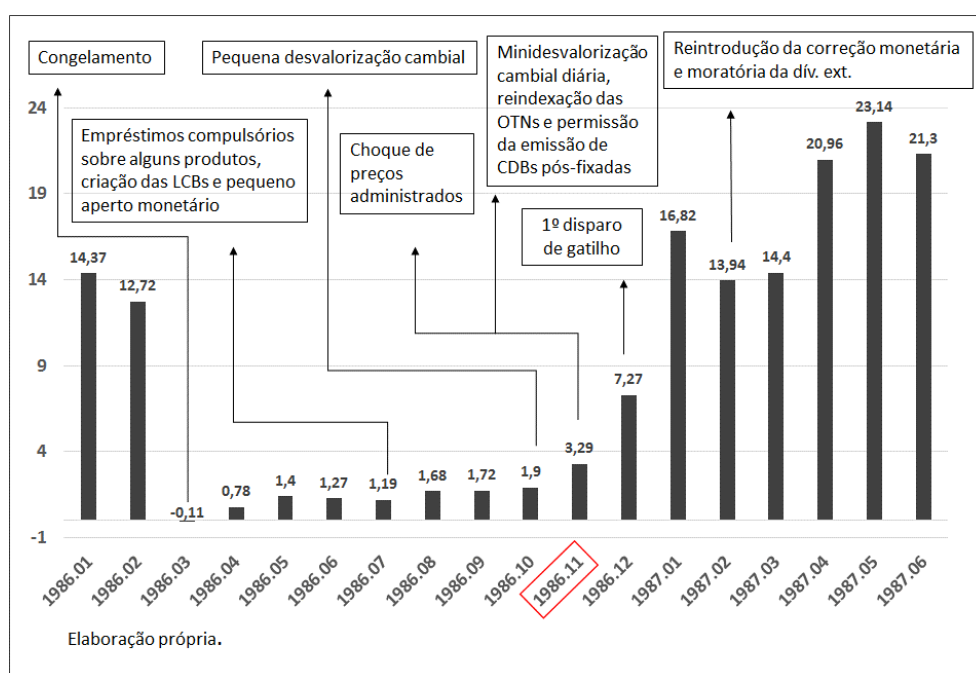
Reconstruída a capacidade de o Bacen definir com precisão a taxa de juro inicia-se um processo de mudança na trajetória dos juros. Segundo documento do Banco Central, a elevação da remuneração dos títulos públicos para 18% em junho e, 26%, em julho, foi realizada “objetivando desestimular a retenção de estoques e, ao mesmo tempo, evitar que o aumento observado na massa de salário real continuasse sendo desviado para consumo” (“Brazil Programa Econômico - Banco Central do Brasil”, 1986). Ocorre, nesse momento, a reversão do processo de “monetização” da economia. Isto é, após

grande crescimento da base monetária e do M1, estes dois agregados passam a diminuir, indicando uma migração dos depósitos à vista e papel moeda para ativos remunerados.

A subsequente elevação na taxa de juros nos meses de agosto e setembro significou, no contexto de congelamento de preços, uma pressão adicional de custos. Apesar de a taxa mensal ter caído no bimestre seguinte (outubro – novembro), tal pressão remanesceu no período do Cruzado II, dada a força do choque de custo derivada da elevação dos preços administrados. Adicionalmente, a operação do gatilho salarial colocou a inflação e os juros em trajetória aceleracionista.

A avaliação do plano Cruzado permite defender a hipótese de que os ganhos salariais obtidos ao longo do ano, descritos em seção anterior, estiveram associados a uma política monetária que dificultava a fixação “defensiva” de *mark-ups* nominais, enquanto não impunha regras para os reajustes salariais. Esta condição vai se tornando fraca, à medida que o controle de preços arrefece (em todas suas dimensões) e acaba por malograr em novembro de 1986, quando o choque de preços administrados completa e consolida o retorno da indexação generalizada, com a reindexação das Obrigações do Tesouro Nacional (OTNs) e com a permissão da emissão de CDBs pós-fixadas pelos bancos. A figura 3 a seguir organiza cronologicamente os principais eventos acima descritos.

Figura 3 - Cronologia Plano Cruzado



As considerações anteriores permitem interpretar o plano Cruzado como uma breve tentativa de “mediação do conflito distributivo” com viés pró-salário, a qual fracassou devido ao gradual êxito dos diversos agentes, e em particular empresários, em restabelecer as condições de proteção de suas margens de lucro. A posição aqui defendida, afinada com a de Bastos (2001) é a de que a intercorrência deflagra a espiral de custos (preços – salários) é a desvalorização cambial iniciada em outubro/novembro. Finda a experiência do cruzado, os mecanismos de indexação estariam aperfeiçoados acarretando um conflito distributivo mais violento, do qual resultaria uma inflação com forte tendência aceleracionista.

Transição Cruzado - Bresser

Em abril de 1987, com a inflação atingindo o nível de 20,96% a.m., ocorre a substituição de Dílson Funaro por Bresser Pereira no ministério da Fazenda. O novo ministro foi recebido com ceticismo, por parte substantivada ortodoxia econômica. Alguns argumentos publicados na época pela Revista Conjuntura Econômica (FGV) ilustram, em termos gerais, posições associadas ao conjunto dos economistas de orientação ortodoxa, de então. Senão, vejamos:

“a incerteza quanto aos rumos da política econômica a serem tomados pela nova equipe do Ministério da Fazenda está desestimulando o investimento na indústria, que já começa a dar sinais de desaquecimento” e “agora, teme-se a repetição do mesmo erro [políticas fiscal e monetária excessivamente frouxas]. Com alguns retoques, voltam à cena as mesmas propostas de combate à inflação via represamento dos preços aplicado durante 1986.” (“Conjuntura Econômica”, 1987, p. 2)

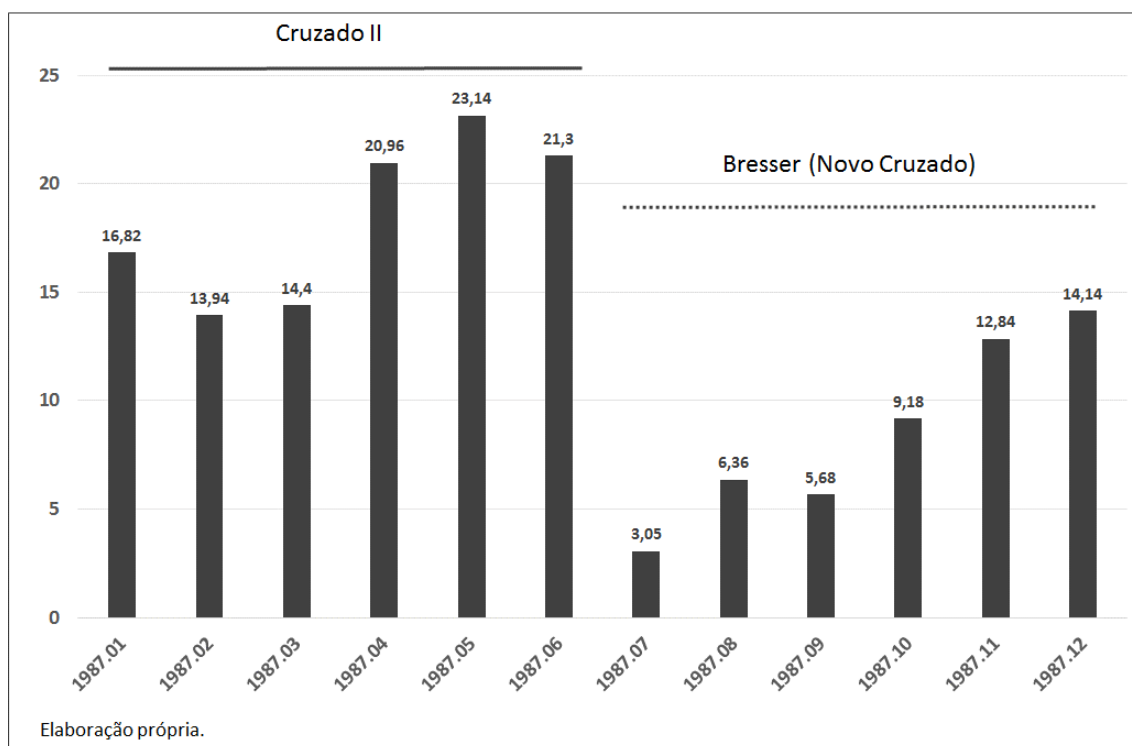
Apesar de a desvalorização cambial supracitada vir indicando um viés de política econômica aderente às proposições do *mainstream*, rumores sucessivos de um iminente congelamento de preços faziam parte do ambiente econômico. É nesse ambiente que o Plano Bresser é apresentado, no dia 12 de junho de 1987.

2.3.2 Plano Bresser (novo Cruzado): junho 1987 – dezembro 1987

“As hiperinflações clássicas aconteceram porque, não havendo indexação, o sistema financeiro nacional foi destruído, ao mesmo tempo em que a transformação de toda liquidez adicional em compra de dólares provocava a desvalorização real sucessiva da taxa de câmbio, acelerando a inflação e levando-a ao infinito.” (PEREIRA, 1987b)

A citação de Luiz Bresser Pereira publicada pela Folha de S. Paulo, no dia 13 de janeiro de 1987, ano em que ele viria a se tornar ministro da fazenda, mostra uma interpretação acerca dos processos inflacionários em países periféricos, compatível com a visão aqui defendida³³. Bresser traça um plano de estabilização consistente com essa visão e que apresenta como um de seus principais elementos a institucionalização de um novo esquema de indexação. Em suma, o Plano Bresser buscava promover um choque deflacionário (com um novo congelamento) suprimir o gatilho salarial e sustentar uma taxa de inflação mais reduzida, supostamente, em função da redução do déficit público. Um ponto relevante do Plano é o estabelecimento de uma “meta de inflação” maior que zero. Na verdade, o objetivo do Bresser era reduzir o nível da inflação por meio de um congelamento e garantir a reindexação da economia neste patamar mais baixo³⁴.

Gráfico 6 - Inflação Mensal Oficial – jan 1987 a dez 1987



³³ Como veremos no capítulo seguinte, no qual se discute os aspectos teóricos do Plano Collor, defende-se o processo de indexação da economia como algo completamente “natural” em economias com processos inflacionários crônicos.

³⁴ É interessante destacar que o Plano Bresser “original”, desenhado por Francisco Lopes, Yoshiaki Nakano e o próprio Bresser era um plano de “otenziação” e que pouco se assemelhava ao plano efetivamente implementado. “O plano tratava basicamente de preços, salários e aluguéis. Quase não havia referência à política cambial ou a bancos e sistema financeiro. [...] A intenção era apenas “organizar” a dinâmica de preços, salários, aluguéis e valores nominais, de modo a obter uma relativa estabilidade de valores e preços em unidades de OTN, a despeito da permanência da inflação crônica nos valores e preços em cruzados.” (LOPES, 2004, p. 2017)

Modiano (1988, p.2) define o Plano Bresser como sendo de natureza híbrida, ou seja, um plano que combina elementos ortodoxos com elementos heterodoxos. “O Novo Cruzado parecia incorporar as principais lições que podiam ser extraídas dos experimentos de estabilização recentes em outros países e da própria experiência do Plano Cruzado”. Em sua análise este autor identifica cinco eixos centrais que estruturaram o Plano Bresser, a saber: (i) a ideia de que a conjugação de congelamento de preços e salários com o controle da demanda agregada poderia produzir uma rápida queda da inflação, a um custo relativamente baixo em termos de recessão e desemprego vis-à-vis um choque ortodoxo puro; (ii) a noção de que era, portanto, necessário um ajuste fiscal para se minimizar as supostas pressões inflacionárias associadas a um “déficit público descontrolado”; (iii) a defesa de uma política monetária ativa para desencorajar movimentos especulativos; (iv) o entendimento de que a redução da restrição externa, ainda que temporária (derivada da moratória dos pagamentos dos juros da dívida externa) constituia um elemento importante para o controle inflacionário e (v) a opção por uma política de rendas passiva, isto é, por não arbitrar o conflito distributivo entre capitalistas (lucros) e trabalhadores (salários), muito embora houvesse fortes evidências de que o plano, nos termos em que foi definido, produziria perdas para os assalariados.

Apesar do relativo ceticismo por parte do pensamento econômico mais ortodoxo o plano foi bem recebido:

“Inicialmente cabe saudar certo retorno à ortodoxia [...] Assim, os mentores do Novo Cruzado procuraram compensar a visível falta de mística desta nova versão do cruzado com a introdução de alguns ingredientes de correção do déficit público [...] Além disso, foram mais cautelosos na política de preços e salários, reajustando as tarifas públicas e a taxa de câmbio, bem como suprimindo a escala móvel de salários e parte dos subsídios ao trigo e ao crédito agrícola. O congelamento tornou-se flexível e as autoridades monetárias se comprometeram a manter as taxas de juros em níveis superiores à inflação nos próximos meses.

Visam, pois, cercar a inflação por todos os lados, combatendo não só suas causas como seus efeitos.” (“Conjuntura Econômica”, 1987, p.7)

Assim, o art. 1º do Decreto-Lei nº 2.335, de 12 de junho de 1987, estabelece o congelamento de todos os preços da economia nos seguintes termos:

"Art. 1º Ficam congelados, pelo prazo máximo de 90 (noventa) dias, todos os preços, inclusive os referentes a mercadorias, prestação de serviços e tarifas, nos níveis dos preços já autorizados ou dos preços à vista efetivamente praticados no dia 12 de junho de 1987." (D.L. nº 2.335/1987)

Note-se, que a adoção do congelamento foi precedida por alguns aumentos para preços administrados, rotina que apresentava como objetivo recompor perdas passadas devido a sustentação de preços abaixo de seus custos de produção, realinhar os preços públicos e gerar uma margem para o próprio congelamento do plano Bresser. Os preços públicos reajustados foram os seguintes: aço (32,0%), combustíveis (13,1%), eletricidade (45,0%), leite (26,7%), pão (35,7%), telefone (33,8%). Na época estimou-se que o impacto direto destes reajustes sobre o IPC estaria entre 5% e 9%. Como no Plano Cruzado, houve o deslocamento da base do índice de preços (IPC-IBGE) para o dia de início de vigência do congelamento, 15 de junho de 1987 (segunda-feira). Note-se, contudo, que diferentemente do Plano Cruzado, os reajustes dos preços públicos foram computados no índice oficial de inflação para o mês de junho, fator determinante da acentuada queda da inflação entre junho (21,30%) e julho (3,05%), registrada na tabela abaixo. A taxa de inflação de junho seria definida pela comparação entre o vetor de preços do dia 12 de junho e o vetor de preços médios de maio, localizado em torno do dia deste mês. Por sua vez a taxa de inflação de julho seria medida pela média registrada entre 15 de junho e 14 de julho (localizado aproximadamente no dia 30 de junho) com o vetor de preços pontual do dia 15 de junho. Ou seja, a inflação registrada para julho incorporaria a inflação acumulada em apenas 15 dias. Ressalte-se que, no Plano Bresser, em oposição ao Plano Cruzado, houve congelamento de salários e não houve congelamento da taxa de câmbio.

Tabela 12 – Taxa de Inflação Oficial em 1987

Mês	Inflação % a.m.	Inflação acum. %	Plano
Janeiro	16,82	16,82	Cruzado II
Fevereiro	13,94	33,10	
Março	14,40	52,27	
Abril	20,96	84,19	
Maiο	23,14	126,81	
Junho	21,30	175,12	Bresser
Julho	3,05	183,51	
Agosto	6,36	201,54	
Setembro	5,68	218,67	
Outubro	9,18	247,92	
Novembro	12,84	292,60	
Dezembro	14,14	348,11	

De janeiro de 1986 a junho de 1987: INPC; de julho de 1987 a dezembro de 1990: IPC-IBGE.

A estipulação de um prazo definido para o descongelamento dos preços, uma inovação em relação ao Cruzado, implicava uma dificuldade adicional para a manutenção do próprio congelamento. Isto porque a perspectiva de flexibilização de preços poderia induzir um movimento de estocagem especulativo.

2.3.2.1 Indexação dos ativos (URP)

No que se refere ao regramento de indexação, o Plano Bresser introduziu uma importante inovação, criando um novo indexador de salários e preços, a Unidade Referência de Preços – URP³⁵. Este mecanismo começaria a operar somente após o fim da fase de congelamento de preços. O reajuste, com periodicidade mensal, utilizaria como índice uma taxa calculada pela média dos três meses imediatamente anteriores. Esta taxa pré-fixada se aplicaria mensalmente, ao longo de um trimestre. Por exemplo, a taxa de reajuste mensal dos meses 4, 5 e 6 seria definida pela média do índice de inflação dos meses 1, 2 e 3, a taxa de reajuste dos meses 7,8 e 9 pela média do índice de inflação dos meses 4, 5 e 6 e assim por diante.

De acordo com Modiano (1988b, p. 25) a vantagem desse mecanismo de reajustes residia

“na vagarosa realimentação inflacionária que os repasses mensais proporcionariam. Com uma defasagem semelhante à semestralidade, os repasses mensais amorteceriam consideravelmente a propagação dos choques inflacionários (no caso, o choque da flexibilização) aos salários e preços da economia sob este regime de indexação.”

Modiano destaca ainda que essa regra ebutia o risco de não se sustentar, caso houvesse um descolamento das taxas mensais de inflação relativamente às taxas mensais de correção salarial no primeiro trimestre de vigência do indexador. Ou seja, se a inflação dos três primeiros meses de flexibilização fosse significativamente maior que a média observada no período de congelamento, a pressão sobre os salários poderia implicar o abandono prematuro das regras de indexação. Oficialmente, no entanto, o congelamento de preços e salários vigeu até setembro de 1987.

³⁵ Art. 3º do D.L. nº 2.335 de 1987.

Tabela 13 - Congelamento e a Unidade de Referência de Preços - URP

Índice / Mês	Congelamento		Flexibilização					
	julho	agosto	setembro	outubro	novembro	dezembro	janeiro	fevereiro
IPC-IBGE (% a.m.)	3,05	6,36	5,68	9,18	12,84	14,14	16,51	17,96
Var. % URP			4,7	4,7	4,7	9,2	9,2	9,2
URP	100	100	104,7	109,6	114,7	125,3	136,8	149,4

Elaboração própria.

Como todos os outros preços, os aluguéis (residenciais e comerciais) foram congelados nos níveis vigentes no dia 12 de junho, independentemente do intervalo em relação ao último reajuste e dos reajustes previstos para junho e agosto. Esse congelamento, destituído de preocupação quanto ao comportamento dos preços relativos, poderia gerar um choque de custo na ocasião do descongelamento, a depender da inflação acumulada no período.

Para os contratos com taxas de juros pré-fixadas foi estabelecida uma tabela de deflação diária para pagamentos futuros em cruzados, conforme estabelece o parágrafo que se segue:

“Art. 13 § 2º O fator de deflação será diário e calculado pela multiplicação cumulativa de 1,00467, para cada dia decorrido, a partir de 16 de junho de 1987.” (Decreto-Lei nº 2.342 de 1987).

A taxa de 1,00467 capitalizada em 30 dias implica uma taxa de deflação de 15,0% ao mês. A lógica subjacente à “tablita” de deflação está em expurgar a diferença entre o ritmo de reajuste inflacionário sobre um ativo/rendimento qualquer antes e depois de um congelamento. Assim, a aparente “arbitrariedade” por trás da taxa de 15,0% ao mês determinada pelo plano pode ser justificada pela diferença de uma taxa média de inflação de aproximadamente 20,0%, verificada nos meses que antecederam o congelamento, e uma taxa mensal estimada em 4,4%, para o período pós-congelamento.

2.3.2.2 Dinâmica dos Preços Administrados

Nesta seção, seguiremos a mesma sistemática utilizada na avaliação dos preços administrados no Plano Cruzado. Conforme discutido, uma das diferenças expressivas do Plano Bresser, em relação ao Plano Cruzado, foi a elevação “preventiva” dos preços administrados. As tabelas a seguir registram elevações significativas em todos os doze grupos de preços administrados, ali examinados.

Tabela 14.a – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%)

Mês/Produto	Trigo	Telecomunicações	Produtos Siderúrgicos	Correios e Telégrafos	Transp. Ferroviário	Serviços Portuários	IPCA
jan/87	-	-	-	-	-	-	13,21
fev/87	-	-	30,00	-	44,00	54,00	12,64
mar/87	-	-	-	79,14	54,90	-	16,37
abr/87	-	66,97	38,70	-	-	45,50	19,10
mai/87	-	29,90	38,00	-	46,60	16,80	22,09
jun/87	513,03	33,80	32,00	50,00	38,30	42,00	20,68
jul/87	-	-	-	-	-	-	10,21
ago/87	-	-	-	33,00	-	-	4,87
set/87	-	8,29	5,73	-	4,69	6,20	7,78
out/87	20,30	8,30	7,50	28,37	8,00	10,00	11,22
nov/87	-	15,12	17,81	26,54	14,50	15,90	15,08
dez/87	25,00	16,84	19,00	-	22,00	19,00	14,15
Acum. 1987	821,85	357,79	423,64	480,53	614,27	498,77	373,95

Fonte: elaboração própria a partir de Brasil: Programa Econômico, mar. 1988.

Tabela 14.b – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%)

Mês/Produto	Energia Elétrica	Gasolina	Óleo Diesel	Óleo Combustível	GLP	Alcool Hidratado	Carvão	IPCA
jan/87	-	-	-	-	-	-	-	13,21
fev/87	-	15,73	28,06	-	-	15,73	-	12,64
mar/87	44,40	-	-	40,00	61,29	-	43,36	16,37
abr/87	56,40	30,92	37,28	42,42	40,00	31,01	41,63	19,10
mai/87	21,72	28,37	32,11	31,00	28,57	28,86	-	22,09
jun/87	45,00	35,85	44,44	42,23	44,44	35,40	61,20	20,68
jul/87	-	-	-	-	-	-	-	10,21
ago/87	-	-	-	-	-	-	-	4,87
set/87	6,13	7,34	8,65	7,50	6,15	7,77	15,00	7,78
out/87	7,53	12,99	15,04	10,93	10,87	12,73	25,31	11,22
nov/87	14,41	13,13	14,00	13,41	11,11	13,24	15,00	15,08
dez/87	19,97	16,92	17,57	16,50	17,65	16,84	21,63	14,15
Acum. 1987	524,36	323,88	461,98	485,32	545,12	325,23	559,73	373,95

Fonte: elaboração própria a partir de Brasil: Programa Econômico, mar. 1988.

Merece destaque a elevação de 513,03% do trigo, cujo último aumento havia ocorrido em novembro de 1985. Este movimento foi de tal magnitude que “mesmo aqueles setores que haviam aumentado defensivamente suas margens de lucro no período que precedeu o Plano Bresser foram surpreendidos pela força do alinhamento dos preços públicos”. (MODIANO, 1988, p.12)

Adicionamos, para efeito de ilustração, a tabela publicada no documento oficial do Plano Bresser com as correções de preços e tarifas por empresa estatal federal antes do congelamento.

Tabela 15 – Reajustes (%) de Tarifas e Estatais – Plano Bresser

Empresa / Setor	Variação (%)
Portobrás	42,0
Siderbrás	32,0
Telebrás	33,8
Petrobrás	13,1
Eletrobrás	45,0
Acesita	20,0
Vale do Rio Doce	11,4
Alcalis	8,0
RFFSA	38,3
Correios e Telégrafos	50,0

Fonte: Plano de Controle Macroeconômico (1987)

Apesar de oficialmente o congelamento ter perdurado até setembro, diante da pressão inflacionária, em caráter emergencial o governo permitiu, ainda em agosto, o reajuste de alguns preços em até 10,0%. Segundo Modiano (2014), tal flexibilização fragilizou o Plano Bresser visto que sinalizava a possibilidade de relativização do controle de preços e, ademais, aplicava um “teto emergencial” que correspondia a mais de duas vezes a taxa da URP, calculada pela média da inflação do bimestre julho-agosto.

Analisando ainda as tabelas 14.a e 14.b, fica claro que, a partir do final do congelamento (em setembro), o próprio governo admitiu a necessidade de reduzir o intervalo de indexação, tornando os reajustes mensais (e na média) muito próximos à inflação. Ao fim do ano, apenas três dos grupos aqui acompanhados (telecomunicações, gasolina e álcool hidratado) acumularam variações inferiores ao IPCA.

2.3.2.3 Dinâmica salarial

Como registrado, a regra geral estabelecida para os outros preços foi também aplicada aos salários. Assim, estes foram congelados nos níveis vigentes no dia 12 de junho e indexados a URP. Isto implicou a incorporação do gatilho salarial de maio deflagrado por uma inflação mensal de 23,14%, mas, em compensação, expurgou dos salários um possível gatilho salarial referente a junho a ser pago em julho. O resíduo inflacionário

acumulado até então seria diluído em seis parcelas que deveriam ser pagas a partir de setembro. Isso torna evidente que a adoção de uma “política de rendas aparentemente passiva” escondia, na verdade, uma decisão de cunho distributivo da qual resultava um achatamento salarial. De acordo com Modiano (1988 a, p.14-15) isto ocorria

“Em primeiro lugar, porque, ao não conceder qualquer abono salarial, sancionava a perda de poder de compra incorrida entre novembro de 1986 e maio de 1987, ainda na vigência do “gatilho salarial”. Em segundo lugar, porque não promoveu um realinhamento dos salários, o que permitia que trabalhadores com o mesmo salário real médio tivessem seus salários congelados em níveis distintos, em função da data-base do dissídio da categoria. E, em terceiro lugar, porque não admitia qualquer compensação salarial pela inflação de junho, por um lado onerada pelos reajustes de preços públicos que precederam o congelamento e por outro lado beneficiada pela estabilização dos preços a partir de meados de junho. ”

Modiano (1988) identifica quatro fontes originárias de perdas salariais, a saber: (i) as anteriores ao programa decorrentes da aceleração da inflação a partir do último bimestre de 1986; (ii) as resultantes da modificação da data-base do índice que expurgaria 15 dias de inflação do reajuste salarial; (iii) as relativas ao grau de eficácia do congelamento de preços na vigência do congelamento dos salários e; (iv) as derivadas do mecanismo de indexação desenhado para a fase de flexibilização de preços. Utilizando esta “taxonomia”, o autor desenvolve um exercício que consiste em estimar o impacto de cada uma daquelas fontes nas perdas salariais. As perdas salariais médias, relativas a aceleração da inflação a partir do último bimestre de 1986, foram estimadas em 19,4%, acumulados de novembro de 1986 a maio de 1987. Por sua vez, a magnitude das perdas decorrentes da modificação da data-base do índice apresenta maior dificuldade para ser avaliada. De acordo com autor

“em favor do poder de compra do salário em julho contava-se com a estabilidade dos preços a partir de 12 de junho e com o recebimento do “gatilho salarial” detonado pela inflação de maio em fins de junho. Em detrimento do poder de compra do salário em julho contava-se com a correção dos preços públicos que precedeu o congelamento”. (MODIANO, 1988b, p. 19)

O impacto da eficácia do congelamento dos preços sobre os salários (mais fácil de ser implementado) foi, por seu turno, avaliado, como mostram os dados da tabela 16. A perda estimada estaria entre zero e 11,0% a depender dos parâmetros. Isto é, da duração do congelamento (um ou dois meses) e da taxa de inflação acumulada neste período (de zero a 6,0%).

Tabela 16 – Variação do Poder de Compra do Salário no Congelamento em relação a Julho 1987 (%)

Taxa de Inflação Fase Congelamento (%)	Duração do Congelamento			
	ago/87		set/87	
	Salário Real (%)	Tx. Média da Inflação Oficial (%)	Salário Real (%)	Tx. Média da Inflação Oficial (%)
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3,0	-2,9	1,5	-5,7	2,2
6,0	-5,7	3,0	-11,0	4,5

Fonte: Modiano (1988b)

Por fim, o autor calcula as perdas relacionadas ao quarto ponto, isto é, à fase de flexibilização do Plano, e começo de operação da URP. Da mesma forma que estipulado na tabela 16, a estimativa da perda em relação a fase de flexibilização dependeria de parâmetros tais como a taxa de inflação acumulada na fase de congelamento e a taxa mensal de inflação quando da flexibilização. Na simulação média (em relação os prazos de descongelamento e taxas de inflação) as perdas salariais em relação a junho de 1987 ficariam entre 13 e 15%.

De fato, as perdas estimadas por Modiano (1988 b) concretizaram-se. A tabela abaixo, já exposta na seção 2.3.1.3, permite identificar claramente a expressiva redução do salário real verificada ao longo do ano de 1987. Entre os meses de junho e julho, registra-se a quebra mais significativa da série (11,6% na média), o que refletiu os vários fatores antes discutidos, a saber: o expurgo de 15 dias de inflação do reajuste salarial de junho; a postergação da incorporação do resíduo inflacionário aos salários³⁶(resultante do teto de 20% estipulado para o gatilho no Plano Cruzado); e o próprio efeito da elevação dos preços administrados que precedeu o congelamento.

³⁶ A reposição das perdas associadas ao resíduo inflacionário acumulado no plano Cruzado seria feita no período da flexibilização do Plano Bresser em seis parcelas mensais.

Tabela 9 – Evolução do Salário Real 1986-1987 (mar 1986=100) – Índice Nacional de Custo da Construção

Mês	Índice nacional de Construção (INCC)				Salários Indústria SP
	Carpinteiro	Servente	Pedreiro	Ajudante Especializado	
jan/87	122,5	109,9	121,5	106,6	101,1
fev/87	123,0	109,7	123,4	107,7	99,2
mar/87	119,6	107,2	120,3	107,7	109,0
abr/87	111,1	97,5	110,3	102,7	109,2
mai/87	108,5	97,0	109,9	99,5	111,3
jun/87	107,9	96,0	108,0	99,0	110,8
jul/87	97,9	86,9	98,0	88,2	92,5
ago/87	92,5	82,7	92,7	82,5	87,7
set/87	95,2	85,9	95,5	84,7	92,4
out/87	96,8	87,1	96,5	86,7	94,5
nov/87	95,5	87,3	95,3	85,2	107,4
dez/87	94,2	87,0	93,9	82,6	105,1

Fonte: Conjuntura Econômica - FGV.

O deflator utilizado foi o IPCA

É importante sublinhar que o desenho da indexação via URP, apesar de manter a frequência mensal dos reajustes (estabelecida como resultado dos sucessivos disparos do gatilho salarial), ampliava a defasagem entre a aferição da taxa da inflação e seu repasse aos salários. Conforme discutido em seção anterior, esse mecanismo de indexação poderia “perder força” caso, por qualquer motivo, fosse gerado uma defasagem expressiva entre a inflação média de dois trimestres “referência”. E, de fato, isso parece ter ocorrido, a despeito da desaceleração da economia, haja vista a pequena recuperação dos salários reais verificada a partir de setembro. Neste sentido, Modiano (2014, p. 301) afirma ter sido usual, a partir de setembro de 1987, a antecipação das reposições dos resíduos inflacionários, os quais seriam, em princípio, diluídos ao longo de um semestre. Soma-se ainda, em alguns casos, a antecipação do reajuste (de 14,8%) prefixado para outubro e novembro pela URP.

Por fim, resta destacar que apesar de os salários dos servidores públicos terem seguido a sistemática prevista pelo plano estabeleceu-se uma pronunciada descompressão para os mesmos no fim do ano. Este processo abalou a retórica de Bresser assentada na meta de redução do déficit público. A tabela a seguir mostra a vigência do mecanismo do gatilho salarial de janeiro a junho de 1987 (ainda sob vigência das regras do Plano Cruzado) e a aplicação do reajuste derivado da URP para o período de setembro a novembro. O reajuste “compensatório” foi negociado ainda em dezembro de 1987 e concedido em janeiro de 1988, quando o Ministério da Fazenda já estava sob o comando de Maílson da Nóbrega.

Quadro 4 – Reajustes de Servidores Públicos Federais Cíveis do Poder Executivo

Vigência	Percentual	Legislação
mar/86	8,00%	Decreto-Lei nº 2.283 de 27.02.1986
jan/87	25,00%	Decreto-Lei nº 2.310 de 22.12.1986
mar/87	20,00%	Portaria Ministerial nº 528 de 17.03.1987 (Gatilho Salarial)
abr/87	20,00%	Portaria Ministerial nº 880 de 22.04.1987 (Gatilho Salarial)
mai/87	20,00%	Portaria Ministerial nº 1.078 de 19.05.1987 (Gatilho Salarial)
jun/87	20,00%	Portaria Ministerial nº 1.223 de 17.06.1987 (Gatilho Salarial)
set/87	6,27%	Portaria Ministerial nº 1.979 de 04.09.1987 (URP)
out/87	6,27%	Portaria Ministerial nº 2.190 de 30.09.1987 (URP)
nov/87	6,27%	Portaria Ministerial nº 2.612 de 23.11.1987 (URP)
dez/87	10,56%	Portaria Ministerial nº 2.733 de 30.11.1987 (URP)
jan/88	47,11%	Portaria Ministerial nº 2.934 de 30.12.1987

Elaboração própria.

Conforme discutido anteriormente os momentos “entre planos” são particularmente importantes na explicação da dinâmica inflacionária. Isto ocorre em função da redução do arbítrio do Estado na relação entre os agentes da economia, momento e cenário em que o conflito distributivo tende a tornar-se franco. Defende-se haver, neste ponto, um descolamento, de curtíssimo prazo, da teoria de conflito distributivo (ou seja, deve ser entendido como uma exceção à sistemática da inflação) e ocorre uma remarcação preventiva.

2.3.2.4 Dinâmica cambial

O único preço para o qual não se estabeleceu congelamento, ou mesmo uma regra rígida de determinação foi a taxa de câmbio. Note-se que Bresser-Pereira atribui à taxa de câmbio grande relevância na determinação da inserção externa do país. De fato, o então Ministro da Fazenda ratificou a intenção de estimular o setor externo via preços e determinou uma política cambial de minidesvalorizações diárias, após promover uma desvalorização de 8,5% no começo de maio e uma desvalorização de 9,5% no lançamento do plano. Bresser justifica esta “pequena maxidesvalorização” pela escassez de reservas vigente no período³⁷.

³⁷ “Decidi a desvalorização imediatamente. Em minha primeira entrevista com Sarney depois de assumir, ele me disse: “Ministro, estou informado de que as reservas do Brasil terminaram em agosto, apesar da moratória.” Eu não sabia ainda. Tinha chegado ao Ministério naquele dia ou no dia anterior. Telefonei para Eduardo Freitas, no Banco Central, e perguntei: “É verdade, Freitas?” Ele respondeu que sim, e então tomei a providência imediata de fazer uma pequena maxidesvalorização.” (PAULA; LATTMAN-WELTMAN, 2008, p. 52)

Modiano (1988 b) identifica corretamente um dilema na coexistência de congelamentos de salários e preços com uma política de minidesvalorizações cambiais diárias. Desvalorizações excessivamente baixas tenderiam a ancorar as expectativas inflacionárias, apesar de corroer a desvalorização inicial de 9,5%. Desvalorizações diárias altas sancionariam, por sua vez, uma taxa de câmbio mais “competitiva”, mas implicariam, contudo, em pressão inflacionária adicional. E foi exatamente isso o que ocorreu. Quando comparamos a evolução da taxa de câmbio entre abril de 1987 e dezembro de 1987 (gestão Bresser) à inflação do período vemos que a primeira variável sofreu uma desvalorização acumulada de 184,1%, ao passo que a segunda apresentou uma taxa de 143,3%.

Tabela 17 - Taxa de Câmbio (jan. 1987 – dez. 1987)

Mês	Cz\$/US\$	Var. cambial (%)	Cz\$/US\$ Paralelo ¹	Ágio - Paralelo/Oficial (%)	Inflação Oficial (%)
jan/87	16,54	10,70	26,35	59,34	16,82
fev/87	19,80	19,70	32,00	61,66	13,94
mar/87	22,14	11,87	30,50	37,73	14,40
abr/87	25,43	14,86	34,00	33,68	20,96
mai/87	34,00	33,66	37,80	11,19	23,14
jun/87	43,38	27,59	54,00	24,49	21,30
jul/87	46,02	6,10	57,80	25,59	3,05
ago/87	48,36	5,08	59,50	23,04	6,36
set/87	51,28	6,05	65,00	26,75	5,68
out/87	55,90	9,00	68,50	22,55	9,18
nov/87	63,07	12,83	77,50	22,88	12,84
dez/87	72,25	14,56	93,50	29,41	14,14

1 - Posição de fechamento do mês.

Fonte: elaboração própria a partir de Ipeadata e Folha de São Paulo.

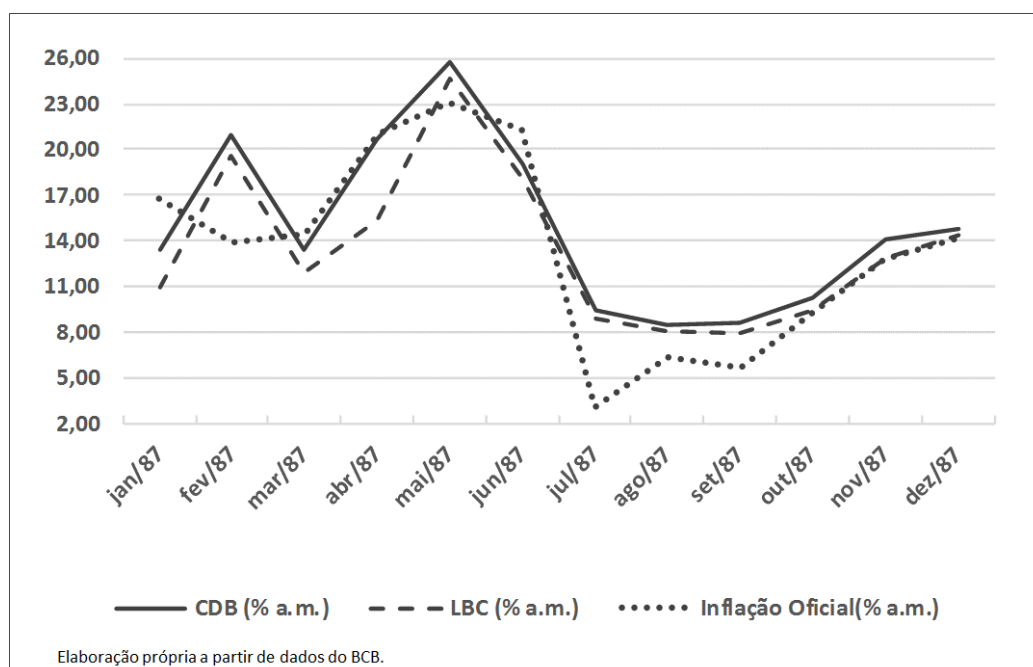
2.3.2.5 Dinâmica dos Juros

O Plano Bresser pretendia, de certa maneira, corrigir o que se considerava ser os erros centrais do Plano Cruzado. Dentre estes figurava, principalmente, a política monetária acomodacionista associada ao Cruzado. Assim, o Plano Bresser dispõe em seu documento oficial que

“as diretrizes gerais estabelecidas para orientar a política monetária levam em conta a necessidade de se manter a liquidez da economia em estrito equilíbrio, **operando com taxas de juros reais compatíveis com a necessidade de estimular a geração de poupança interna e evitar que as pressões inflacionárias sejam convalidadas por excessiva expansão monetária**” (PEREIRA, 1987a, grifo nosso).

Anunciava-se, deste modo, uma política monetária restritiva. De fato, ao compararmos os juros sobre as LBCs (principal instrumento ajuste das reservas bancárias) com a inflação identifica-se, um movimento de aumento desses juros relativamente à elevação do nível dos preços, em julho do ano em consideração. Diferentemente do primeiro semestre, a partir deste ponto os juros nominais permanecem acima da inflação, apesar de convergirem a partir de outubro.

Gráfico 7 – CDB (% a.m.); *Overnight* –Títulos Públicos (% a.m.) e Inflação Oficial (% a.m.)



Modiano (1988 a) atribui a dificuldade da manutenção dos juros reais positivos ao custo fiscal decorrente desta política e, também, à resistência de parte do empresariado. Note-se que, apesar deste referido movimento de convergência o diferencial registrado para os meses de julho a setembro de 1987 pode ser considerado elemento de pressão inflacionária.

Resultados

Contrariamente à interpretação convencional do “calcanhar de Aquiles” do Plano Cruzado, a ideia de que o plano Bresser foi recessivo pela operação de dois mecanismos relevantes (perda do poder aquisitivo e elevação da taxa de juros real), sugeria que, a persistência da tendência à aceleração inflacionária devia ter uma origem distinta do excesso de demanda.

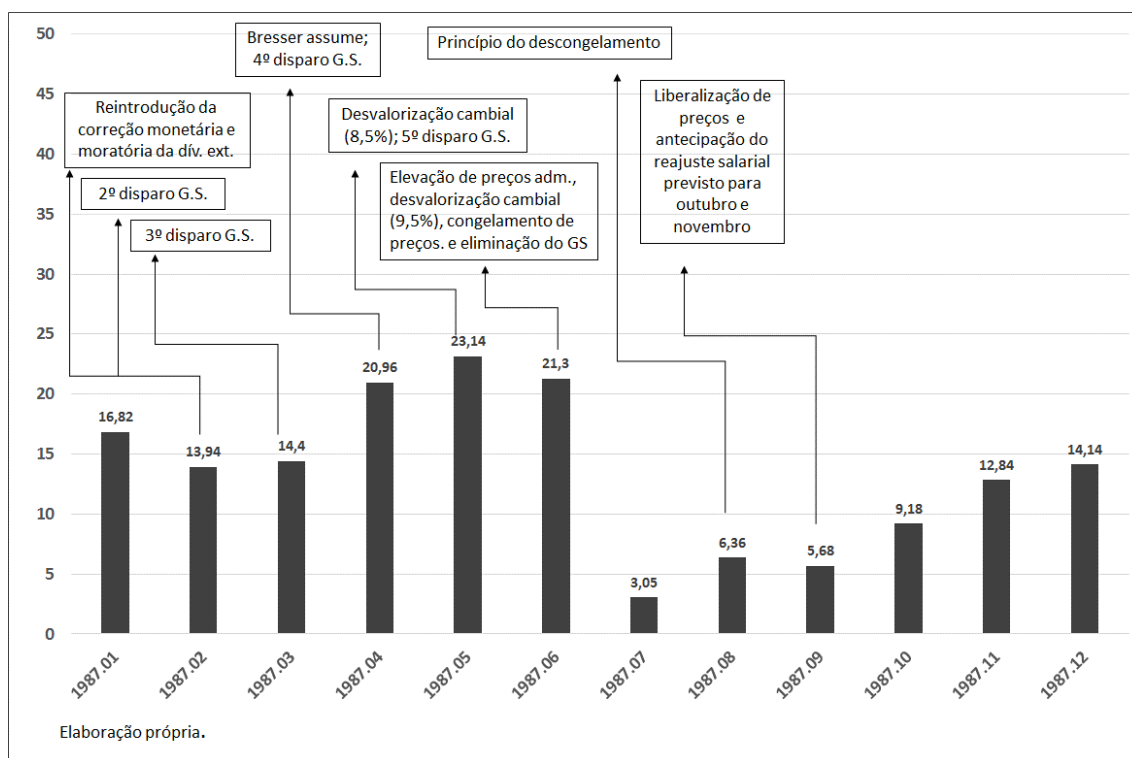
“A inflação registrada na vigência do congelamento se originava de um conflito distributivo de rendas no setor privado e entre os setores privado e público. Os preços relativos da economia não se encontravam em equilíbrio em 12 de junho de 1987 devido à majoração defensiva dos preços diante da expectativa do novo congelamento e aos aumentos promovidos pelo governo nos preços administrados e tarifas públicas” (MODIANO, 2014, p. 300)

Nesse sentido, a relativa flexibilidade do congelamento, associada à reduzida adesão e vigilância da sociedade, após a desilusão com o Cruzado e ao desmantelamento dos órgãos de controle de preços em fevereiro de 1987, permitia o repasse tanto da elevação dos preços administrados realizados às vésperas do plano, quanto das elevações defensivas que vinham sendo praticadas em relação aos preços livres.

A pressão inflacionária advinda deste conflito levou o governo a flexibilizar parcialmente o congelamento e, em outubro, os reajustes dos “preços flexibilizados” já chegavam ao patamar de 15%. Com a perspectiva de perdas iminentes, o conflito distributivo acirrava a disputa salarial, dados o fim do congelamento e os reajustes prefixados em 4,7%, para os três meses subsequentes. Houve, então, algum avanço nas negociações salariais que englobou, por exemplo: (i) a antecipação das seis parcelas de “resíduo” que seriam pagas a partir de setembro; (ii) a antecipação dos reajustes referentes ao segundo “trimestre referência” da URP (da ordem de 14,8%); e (iii) a disputa pela incorporação da inflação “perdida” de junho. Além do mais, acordos de reposição salarial pactuados pela burocracia do executivo federal deram novo alento ao crescimento dos salários reais.

A figura abaixo elenca os principais choques do período. Indica que, de fato, parece não ter havido choques de custo a partir de julho. Apesar disso, a pressão advinda dos choques anteriores (maio/junho) majoritariamente cambial e de preços administrados conjugada à incapacidade de o Estado arbitrar o conflito distributivo (materializada em um congelamento desordenado e seletivo/parcial) determinaram a nova aceleração inflacionária e o fracasso do Plano.

Figura 4 - Cronologia Plano Bresser



Em dezembro, com a inflação chegando ao patamar de 14,14% Luís Carlos Bresser-Pereira pede demissão.

“Saí do Ministério em dezembro porque estava convencido de que era preciso fazer um novo plano de estabilização e não via condições para fazê-lo. Nós discutimos a ideia de fazer uma “otenzização” da inércia, ou seja, de adotar a estratégia que depois foi a do Plano Real com a URV. Mas, para isso, eu precisava, antes, fazer um ajuste fiscal forte e ter uma reforma tributária que deixasse claro que o país tinha equilibrado a sua parte fiscal. E, nesse quadro, o Presidente Sarney não teve condições de me apoiar.”³⁸ (PAULA; LATTMAN-WELTMAN, 2008, p. 56–57)

2.3.3 Feijão com Arroz: janeiro 1988-dezembro 1988

Do Plano Cruzado para o Plano Bresser, tendo como fundamento o diagnóstico de que a fraqueza do Cruzado foi negligenciar o componente de demanda da inflação, incorporou-se à política anti-inflacionária elementos tradicionais da terapêutica ortodoxa. Em seguida

³⁸ Bresser sempre teve como objetivo empreender um ajuste fiscal. No entanto, a “composição” do ajuste proposta no fim de seu previa aumento da carga tributária a partir de taxação progressiva dos rendimentos de capital (lucros, juros e dividendos) e, ainda, pela criação de um imposto sobre os ganhos de capital. “Quando assumi o Ministério e disse que ia fazer um ajuste fiscal, um grupo de deputados do meu partido organizou um grande movimento para me expulsar do PMDB. Se não fosse o Dr. Ulysses Guimarães intervir e pedir ajuda de Maria da Conceição Tavares, Luciano Coutinho e Celso Furtado, era capaz de eles terem expulsado o ministro da Fazenda do partido.” (PAULA; LATTMAN-WELTMAN, 2008, p. 50)

ao fracasso do Plano Bresser, ocorreu, ao menos no que diz respeito à retórica inicial da nova equipe econômica, um movimento de aprofundamento do receituário ortodoxo, com o abandono da política de congelamento de preços. A alcunha, feijão-com-arroz, conferida dada à política econômica proposta refletia esta pretensa volta ao gradualismo e às políticas mais tradicionais³⁹.

Maílson da Nóbrega, o novo ministro da Fazenda, inicia sua gestão descartando qualquer tipo de “choque heterodoxo” e anuncia como meta a estabilização da inflação em torno de 15% ao mês. Propunha, como cerne da política de estabilização a redução do déficit público, de 5,5% do PIB em 1987 para 4,0% em 1988.

É importante destacar que a centralidade do “déficit público” no plano de ação do governo para combater a inflação encontrava respaldo no “manual de melhores práticas” utilizado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), o que se mostrava ainda mais relevante no contexto da retomada das negociações em torno da suspensão da moratória⁴⁰.

“O Programa de Modernização e Ajustamento para 1988/89 [...] constitui tão-somente um conjunto de intenções, as quais já incluíam o acordo com o FMI e o combate à inflação, mediante o corte do “déficit” público, como precondições para a retomada do crescimento econômico. Nesse Programa, a normalização das relações com a comunidade financeira internacional é vista como precondição para o acordo com o Clube de Paris e para o ingresso de novos recursos no País. O “déficit” público é tratado no Programa de acordo com a ótica do FMI, que vê nele a causa principal da inflação. A sua redução deve, portanto, ser perseguida através do corte indiscriminado de gastos públicos.” (CORAZZA, 1989, p. 3–4)

Apesar da retórica da austeridade fiscal inicial, a política econômica baseou-se, fundamentalmente (primeiro semestre) na manipulação das datas de reajustes dos preços administrados. Nessa conjuntura o governo impôs-se como desafio calibrar os ajustes de preços, tendo em vista seu impacto inflacionário e a possibilidade de “desmoralização” do discurso fiscalista. De maneira similar, a dinâmica da política econômica do segundo semestre refletiu a “ambiguidade” entre os termos postos na negociação com o Fundo

³⁹ Em entrevista à Folha de São Paulo (11/12/1988) Maílson explica que “o feijão-com-arroz, na verdade, queria expressar uma atitude, é o normal, fazer o que precisa ser feito. Não é uma política econômica.” (“Folha de São Paulo”, 1988a)

⁴⁰ Suspensão esta estabelecida de forma unilateral e muito contestada por seus resultados. “Durante a desastrosa gestão de Maílson da Nóbrega, no Ministério da Fazenda, o Brasil rendeu-se às exigências dos bancos credores. Em 1988, os pagamentos chegaram a nada menos que US\$ 20,3 bilhões entre juros e amortizações, com o único benefício visível de melhorar a reputação pessoal dos responsáveis por esse feito nos círculos financeiros internacionais. Os acordos assinados na ocasião não duraram mais que alguns meses. Já em 1989, ainda na gestão Maílson, o Brasil voltava, envergonhado e desmoralizado, à suspensão de pagamentos.” (BATISTA, 1997)

Monetário Internacional, materializados no Programa de Modernização e Ajustamento para o biênio 1988/1989, e o evidente fracasso da estratégia empreendida no primeiro semestre. A aceleração da inflação a partir do segundo semestre, num quadro de relativo sucesso na redução do déficit público em relação ao ano anterior, evidenciou a falta de conexão entre déficit público/excesso de demanda e o processo inflacionário dos anos 1980.

O Programa de Modernização e Ajustamento foi, em termos gerais, uma carta de intenções de caráter liberalizante que parte do diagnóstico de que “o modelo de crescimento anteriormente adotado, baseado na intervenção estatal na economia, mostra claros sinais de exaustão”. (“Brazil Programa Econômico - Banco Central do Brasil”, 1988). Tais intenções compunham um “pacote liberal” composto basicamente por iniciativas como: um programa de privatização, uma reforma do sistema financeiro visando reduzir a segmentação do mercado de crédito, a liberalização do comércio exterior, a extinção do monopólio estatal na comercialização do trigo e na exportação de açúcar (e suas consequentes privatizações) e, por suposto, redução do déficit do setor público. Por fim anunciava-se a normalização do relacionamento com a comunidade financeira internacional obtida a partir de negociações com o Comitê Assessor dos bancos credores estrangeiros. Isto significou um reescalonamento das amortizações referentes ao período 1987-1993, a redução dos *spreads* e a provisão de US\$ 5,2 bilhões de novos recursos.

A análise da inflação no ano em análise evidencia uma inflação relativamente estável no primeiro semestre com pequena alta em abril⁴¹. Modiano (2014, p. 303) defende a tese de que “o anúncio reiterado de que o governo não adotaria um novo congelamento de preços contribuiu para a contenção das taxas de inflação ao longo de todo o primeiro semestre do ano abaixo de 20% ao mês.” Em junho inicia-se uma aceleração com apenas uma pequena inflexão em agosto derivada de um atraso no reajuste dos preços administrados.

“O IBGE, em nota sobre o resultado de setembro, disse que diferentemente do que aconteceu em agosto, quando os reajustes de preços administrados ocorreram de forma mais espaçada e os percentuais concedidos foram

⁴¹ LOPES (1989, p.65-66), defende posição de que o “sucesso inicial” do feijão-com-arroz tenha sido possibilitado pela estrutura de indexação criada pelo Plano Bresser. “Esta política, a despeito de um esforço válido no sentido de combater o déficit público, em matéria de controle da inflação inercial não fez mais do que beneficiar-se da reaceleração gradual possibilitada pelos mecanismos criados pelo Plano Bresser (como os reajustes salariais pela URP). A sensação de relativo controle e estabilidade reinante no primeiro semestre de 1988 foi muito mais consequência daquele plano do que propriamente do feijão-com-arroz.”

inferiores ao IPC de julho, no período do IPC de setembro ocorreram casos de dois ou até três reajustes (caso da energia elétrica) para um mesmo produto administrado, totalizando percentuais superiores ao IPC de agosto”. (Folha de São Paulo, 30 de setembro de 1988, p. B.1)

Tabela 18 – Taxa de Inflação Oficial no ano de 1988

Mês	Inflação % a.m.	Inflação Acum. %
Janeiro	16,51	16,51
Fevereiro	17,96	37,44
Março	16,01	59,44
Abril	19,28	90,18
Maior	17,78	123,99
Junho	19,53	167,74
Julho	24,04	232,10
Agosto	20,66	300,71
Setembro	24,01	396,93
Outubro	27,25	532,34
Novembro	26,92	702,56
Dezembro	28,79	933,62

Índice oficial: IPC-IBGE

Em consequência, ainda no começo do segundo semestre, volta a se considerar, mais uma vez, a utilização de políticas de congelamento de preços, a desindexação e uma reforma monetária.

2.3.3.1 Indexação de ativos

A indexação dos preços da economia relevante para o governo, em um contexto em que a política econômica se baseava em um vago discurso fiscalista, era exatamente a indexação (ou desindexação) que fosse capaz, de alguma maneira, de produzir ganhos fiscais para o governo. Exemplo claro disso foi o dispositivo lançado pelo decreto-lei nº 2.444, de 29 junho de 1988, conforme passagem abaixo:

Art. 1º Os produtos relacionados no Anexo I deste decreto-lei estarão sujeitos, por unidade, ao Imposto sobre Produtos Industrializados fixado em Obrigações do Tesouro Nacional – OTN, conforme as classes constantes do Anexo II.

1º A conversão do valor imposto, em cruzados, será feita com base no valor da OTN vigente no mês em que o imposto for devido.

2º O Poder Executivo, tendo em vista o comportamento de mercado na comercialização do produto, poderá:

- a) Reduzir ou aumentar, em até vinte por cento, o número de OTN estabelecido para a classe;
- b) Excluir ou incluir outros produtos no regime de tributação de que trata este decreto-lei.

Fora este tipo de indexação, o mecanismo de URP continuou vigente para balizar os reajustes salariais. Conforme tabela a seguir, a observação estrita ao mecanismo da URP implicaria, no ano, em perda de 33,5% do poder de compra dos salários.

Tabela 19 – URP x Inflação Oficial em 1988

Mês	URP % a.m.	Inflação % a.m.
jan/88	9,19	16,51
fev/88	9,19	17,96
mar/88	16,19	16,01
abr/88	16,19	19,28
mai/88	16,19	17,78
jun/88	17,68	19,53
jul/88	17,68	24,04
ago/88	17,68	20,66
set/88	21,39	24,01
out/88	21,39	27,25
nov/88	21,39	26,92
dez/88	26,05	28,79
Acum. 1988	587,28	933,62

Elaboração própria.

Diante dessas dificuldades e de 933,62% de inflação acumulada no ano de 1988, apesar da aparente convicção fiscalista anunciada no começo de sua administração, o ministro foi obrigado a rever sua posição e voltou a falar em indexação, conforme atesta a entrevista à Folha de São Paulo de 12 de dezembro de 1988.

“A inflação, hoje, no Brasil, e os últimos meses mostram isso, já não é mais uma questão puramente de déficit público. O déficit público é uma condição necessária para o combate à inflação, mas não é suficiente”.

Aqui está um exemplo claro da *dinâmica de transição* em operação. Isto é, a vinda a público do Ministro da Fazenda para decretar o final do Plano Feijão-com-Arroz e admitir que a economia precisaria de uma “cirurgia” para eliminar a indexação, certamente produziu remarcações preventivas. Não por acaso, a passagem de dezembro de 1988 para janeiro de 1989 registrou uma das maiores acelerações inflacionárias de todo o período estudado, saltando, respectivamente, de 28,79% para 70,28% a.m.

2.3.3.2 Dinâmica dos Preços Administrados

Conforme registrado na parte introdutória desta seção, a calibragem dos preços administrados e tarifas foi instrumento central de formação de preços no ano 1988. Até junho, nove dos doze grupos abaixo discriminados apresentaram aumentos de preços acumulados acima da inflação.

Tabela 19.a – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%)

Mês/Produto	Trigo	Telecomunicações	Produtos Siderúrgicos	Correios e Telégrafos	Transp. Ferroviário	Serviços Portuários	IPCA
jan/88	16,00	21,60	23,30	20,80	16,50	20,60	18,89
fev/88	15,00	22,97	26,18	22,22	16,51	24,35	15,70
mar/88	13,48	21,10	15,40	27,27	22,76	16,83	17,60
abr/88	60,00	20,70	17,54	-	36,36	15,84	19,29
mai/88	25,00	19,28	17,92	14,29	27,20	17,60	17,42
jun/88	23,00	20,30	17,30	18,75	9,53	15,99	22,00
jul/88	23,00	17,68	19,56	18,42	17,68	18,98	21,91
ago/88	48,83	20,45	19,44	24,44	18,54	18,10	21,59
set/88	21,00	25,39	22,52	23,21	32,00	20,44	27,45
out/88	37,14	24,01	25,33	26,09	35,84	38,09	25,73
nov/88	-	25,90	26,50	26,50	24,10	27,25	27,94
dez/88	55,62	25,00	25,00	25,00	25,00	26,50	28,70
Acum. 1988	1.660,44	987,89	912,12	823,19	1.128,30	941,42	981,14

Fonte: elaboração própria a partir de Brasil: Programa Econômico, mar. 1990.

Tabela 19.b – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%)

Mês/Produto	Energia Elétrica	Gasolina	Óleo Diesel	Óleo Combustível	GLP	Alcool Hidratado	Carvão	IPCA
jan/86	-	-	-	-	-	-	25,70	14,37
fev/86	8,00	13,03	13,14	9,79	10,71	13,10	25,25	12,72
mar/86	20,00	-	-	-	-	-	-	4,77
abr/86	-	-	-	-	-	-	-	0,78
mai/86	-	-	-	-	-	-	-	1,40
jun/86	-	-	-	-	-	-	-	1,27
jul/86	-	-	-	-	-	-	-	1,19
ago/86	-	-	-	-	-	-	-	1,68
set/86	-	-	-	-	-	-	-	1,72
out/86	-	-	-	-	-	-	-	1,90
nov/86	21,00	60,16	-	-	-	60,35	-	5,45
dez/86	-	-	-	-	-	-	-	11,65
Acum. em 86	56,82	81,03	13,14	9,79	10,71	81,42	57,44	75,52
jan/87	-	-	-	-	-	-	-	13,21
fev/87	-	15,73	28,06	-	-	15,73	-	12,64
mar/87	44,40	-	-	40,00	61,29	-	43,36	16,37
abr/87	56,40	30,92	37,28	42,42	40,00	31,01	41,63	19,10
mai/87	21,72	28,37	32,11	31,00	28,57	28,86	-	22,09
jun/87	45,00	35,85	44,44	42,23	44,44	35,40	61,20	20,68
Acum. 06/87	298,60	164,23	235,46	271,50	319,34	164,54	227,30	160,40

Fonte: elaboração própria a partir de Brasil: Programa Econômico, mar. 1988.

1 - Exclui os efeitos do Decreto-Lei nº 2.288 (cruzadinho).

Em abril, observa-se a elevação dos preços do trigo e do transporte ferroviário (60,0% e 36,4%, respectivamente) em níveis muito patamares à inflação. O aumento do preço do trigo está relacionado à extinção do subsídio ao consumo do trigo e é exemplo do dilema que o governo enfrentava entre o controle dos preços administrados (que implicavam em impacto inflacionário direto) e a necessidade (auto imposta) de, em alguma medida, gerar resultados na redução do déficit.

Foi ainda relevante para a dinâmica inflacionária do ano de 1988 um choque agrícola desfavorável produzido pela quebra da safra de café em 37,8%. No agregado, a variação real da produção da lavoura apresentou queda de 1,7%.

Tabela 20 - Produção Agrícola (1988) – Principais Culturas – Quantum e Variação %

Item	Quantum 1.000 t	Variação (%) 87 - 88
Algodão	2.537	51,6
Amendoim	167	-14,8
Arroz	11.809	13,3
Banana	512	-0,2
Batata-inglesa	2.315	-0,7
Cacau	392	19,1
Café	2.738	-37,8
Cana de Açúcar	258.413	-3,8
Feijão	2.809	40
Fumo	431	8,6
Laranja	75.565	2,7
Mandioca	21.674	-7,6
Milho	24.748	-7,7
Soja	18.016	6,2
Tomate	2.407	17,5
Trigo	5.738	-4,9

Fonte: Programa Econômico 1988

Em julho de 1988 o IPC (índice oficial) registra inflação recorde de 24,04%. Esta alta deveu-se, principalmente à elevação nos itens de alimentação do IPC.

“O aumento em julho no grupo Alimentação se deve a um complexo de fatores: **as altas dos preços administrados**, com ênfase nos itens pão francês (com um peso de 2,21 pontos percentuais), açúcar, farinha de trigo, massas e leite; o efeito-entressafra no caso das carnes (item que respondeu por 1,66 ponto percentual no índice); o efeito-inflação importada e entressafra no caso da carne de frango (os custos dos insumos usados para a produção de frango foram afetados pelas altas de soja e seus subprodutos e do milho); o efeito-política de preços mínimos no caso do arroz e, finalmente, o efeito-geadas no caso do café.” (“Conjuntura Econômica”, 1988, p. 16)

Em agosto, frente a aceleração da inflação em julho, o governo atrasa os reajustes dos preços administrados. Em setembro dá-se a recomposição destes preços inclusive com uma redução dos períodos de reajustes conforme visto na citação à Folha de S. Paulo na introdução desta seção (2.3.3) sendo este movimento central na aceleração da inflação no restante do ano.

Por fim, merecem destaque as variações acumuladas do preço do trigo (1.660,4%) e do transporte ferroviário (1.128,3%), que terminaram o ano com reajustes bem acima da inflação.

2.3.3.3 Dinâmica salarial

A URP seguiu sendo o indexador dos salários, ao longo de 1988. Note-se que, da mesma forma que o governo manipulou as datas de reajuste das tarifas públicas, ele também aplicou este expediente aos salários dos servidores públicos, visando reduzir despesas. Nos meses de abril e maio os reajustes, prefixados em 16,19%, foram suspensos. Para efeito de ilustração expõe-se na tabela 21 a comparação dos reajustes baseados na URP para os “trabalhadores da indústria de construção e madeira no estado da Bahia” e para os servidores públicos federais civis do poder executivo. Destaque-se que este tipo de política aplicado aos salários do funcionalismo público é de caráter estritamente fiscal, uma vez que não geram pressões de custo. Vale registrar, contudo, que nos meses de agosto e novembro parece ter havido uma “compensação” para o congelamento praticado em abril/maio.

Tabela 21 - Reajustes Mensais, setor construção e madeira e servidores (%)

Mês	Construção e Madeira	Servidores Públicos do Exec.	Inflação Oficial (% a.m.)
jan/88	37,5	47,11	16,51
fev/88	9,18	10,84	17,96
mar/88	16,19	16,19	16,01
abr/88	16,19	-	19,28
mai/88	21,19	-	17,78
jun/88	17,68	17,68	19,53
jul/88	17,68	17,68	24,04
ago/88	25	36,73	20,66
set/88	21,38	21,39	24,01
out/88	21,39	21,39	27,25
nov/88	21,39	41,04	26,92
dez/88	26,05	26,05	28,79

Fonte: elaboração própria a partir de documento do Sintracom-BA e legislação específica.

Apesar da rígida regra de reajuste determinada pela URP (significativamente abaixo da inflação, conforme visto na seção 2.3.3.1), os dados relativos ao índice nacional de custo da construção (INCC) e os salários da indústria de São Paulo indicam crescimento do custo da mão de obra bastante acima da inflação. Verifica-se um crescimento praticamente constante (a exceção do mês de agosto), com duas expressivas “quebras”. De abril para maio e de setembro para outubro.

Tabela 22 – Evolução do Salário Real 1988 (mar 1986=100) – Índice Nacional de Custo da Construção e Indústria de São Paulo

Mês	Índice nacional de Construção (INCC)				Salários Indústria SP
	Carpinteiro	Servente	Pedreiro	Ajudante Especializado	
jan/88	94,0	88,7	94,5	82,2	102,8
fev/88	91,8	85,9	91,6	80,9	99,5
mar/88	95,8	91,5	95,7	83,3	101,9
abr/88	95,4	91,7	96,0	83,2	110,3
mai/88	106,9	102,4	108,9	108,9	112,5
jun/88	111,8	107,2	113,6	98,4	112,3
jul/88	110,7	106,2	111,9	96,4	110,8
ago/88	107,9	103,9	109,3	93,9	110,9
set/88	110,7	105,5	112,2	95,3	110,7
out/88	129,4	122,5	130,6	109,9	112,3
nov/88	131,4	127,6	134,2	113,4	121,1
dez/88	133,3	128,8	135,6	114,4	124,5

Fonte: Conjuntura Econômica - FGV e Boletim Mensal BCB.

O deflator utilizado foi o IPCA

Calandro e Schettert (1989) atribuem os ganhos salariais ao fortalecimento de movimentos reivindicatórios (greves e paralisações) de diversas categorias e, inclusive, de servidores públicos.

O salário mínimo, por sua vez, apresentou um aumento nominal, entre dezembro de 1987 e dezembro de 1988, de 903,3%, um pouco abaixo da inflação oficial acumulada (933,6%).

Na madrugada do dia 4 de novembro foi firmado o acordo “Compromisso Social – Pacto contra a Inflação” na qual se determinou regras de reajustes de preços e salários. Os preços, tanto públicos quanto privados poderiam ser elevados em, no máximo, 26,5% em novembro e 25,0% em dezembro. Os salários, por sua vez, se manteriam atrelados a URP significando ganhos nominais de 21,39% e 26,05% nestes meses. Apesar de o governo tentar qualificar o Pacto como uma vitória no combate à inflação, a verdade é que o acordo já começou “esvaziado” conforme ilustram as passagens a seguir:

“O Pacto Social já emonstrava suas limitações desde sua origem, o que permite prognosticar até um novo congelamento para o próximo ano, de modo a não permitir o descontrole das taxas já sinalizado em dezembro”. (CALANDRO; SCHERTTERT, 1989, p. 34)

“Acordo antiinflação começa com polêmica sobre a tabela de preços [...] O presidente da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Afavea), André Beer, afirmou que o setor não vai aderir ao acordo.[...] A reunião foi marcada por divergências, especialmente entre trabalhadores e empresários. Os dirigentes sindicais resistiam à proposta do empresariado de se prefixar os reajustes de preços acima dos salários – eles reivindicam um índice único para ambos. A divergência fez com que, por duas vezes, empresários e trabalhadores fizessem reuniões em separado para discutir a questão.” (“Folha de São Paulo”, 5 de novembro de 1988, p. B1)

O Ministro da Fazenda, em entrevista nesta mesma edição da Folha, afirmou que os representantes dos trabalhadores haviam sido competentes na negociação, uma vez que o acordo deveria baixar a inflação já em dezembro, implicando em ganhos para os mesmos. Havia, no entanto, o compromisso por parte do governo de mudar a política salarial em caso de perda para os trabalhadores. Conforme registrado o Pacto não se sustentou e começou a fazer água ainda em novembro, sendo finalmente abandonado na virada do ano.

Já no início de dezembro os empresários alegavam a existência de defasagens dos preços em relação aos custos e cobravam o saneamento das finanças públicas. O governo se ressentia da observação estrita dos limites do pacto nos reajustes das tarifas públicas. Os trabalhadores acusavam os empresários de não respeitar os limites do pacto e reclamavam o prometido ganho de salário real que adviria da queda gradual da inflação. (MODIANO, 2014, p. 304)

2.3.3.4 Dinâmica cambial

“O Governo pretende continuar a política de reajustes diários da taxa de câmbio de acordo com a inflação interna, mantendo essa prática sob constante exame, de modo a assegurar a competitividade das nossas metas definidas para o comércio exterior.” (“Brazil Programa Econômico - Banco Central do Brasil”, 1988, p. 10)

Assim, de forma geral a política cambial seguiu as desvalorizações diárias. A tabela abaixo mostra que o câmbio acompanhou de maneira bastante próxima a taxa de inflação e, portanto, não se pode associar as acelerações inflacionárias à choques cambiais.

Tabela 17 - Taxa de Câmbio (jan. 1988 – dez. 1988)

Mês	Cz\$/US\$	Var. cambial (%)	Cz\$/U\$ Paralelo ¹	Ágio - Paralelo/Oficial (%)	Inflação Oficial (%)
jan/88	83,40	15,44	95,00	13,90	16,51
fev/88	98,50	18,10	124,00	25,89	17,96
mar/88	114,55	16,30	150,00	30,95	16,01
abr/88	137,44	19,98	183,00	33,15	19,28
mai/88	162,69	18,37	228,00	40,14	17,78
jun/88	194,63	19,63	272,00	39,75	19,53
jul/88	241,73	24,20	358,00	48,10	24,04
ago/88	292,49	21,00	471,00	61,03	20,66
set/88	362,98	24,10	530,00	46,01	24,01
out/88	463,34	27,65	770,00	66,18	27,25
nov/88	588,07	26,92	965,00	64,10	26,92
dez/88	765,30	30,14	1.220,00	59,41	28,79

1 - Posição de fechamento do mês.

Fonte: elaboração própria a partir de Ipeadata e Folha de São Paulo.

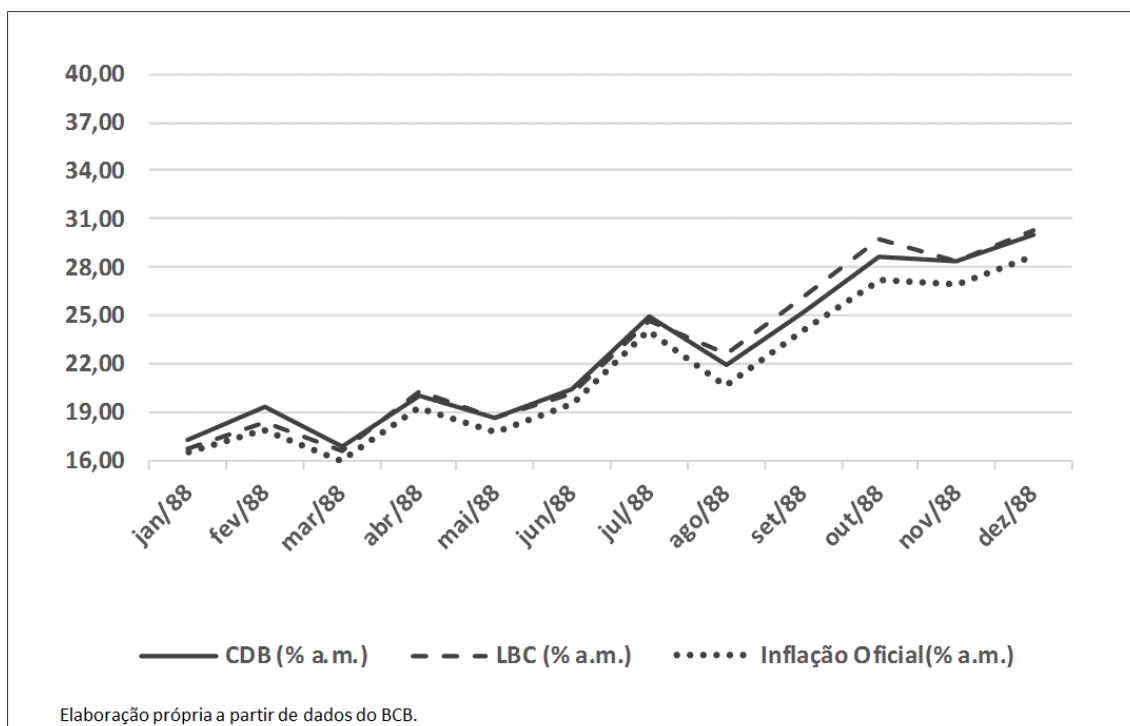
Houve, ainda em dezembro de 1988, a publicação da Resolução nº 1.552, do CMN que segmentava o mercado oficial de divisas em taxas administradas e taxas flutuantes⁴².

2.3.3.5 Dinâmica dos Juros

A política monetária seguiu sendo aquela praticada desde julho de 1987, quando na prática parece ter sido estabelecida uma regra de manutenção das taxas de juros reais positivas. Assim, não parece razoável atribuir-se a aceleração da inflação ocorrida no ano a esta variável. Note-se também que a taxa básica de juro era modestamente positiva.

⁴² As taxas administradas compunham o dólar comercial, e as taxas flutuantes abrangiam o dólar para fins de turismo, viagens, transferências e operações especiais. Em janeiro de 1989, já no âmbito do Plano Verão, o cruzado novo foi desvalorizado em aproximadamente 18%.

Gráfico 8 – CDB (% a.m.); *Overnight* –Títulos Públicos (% a.m.) e Inflação Oficial (% a.m.)



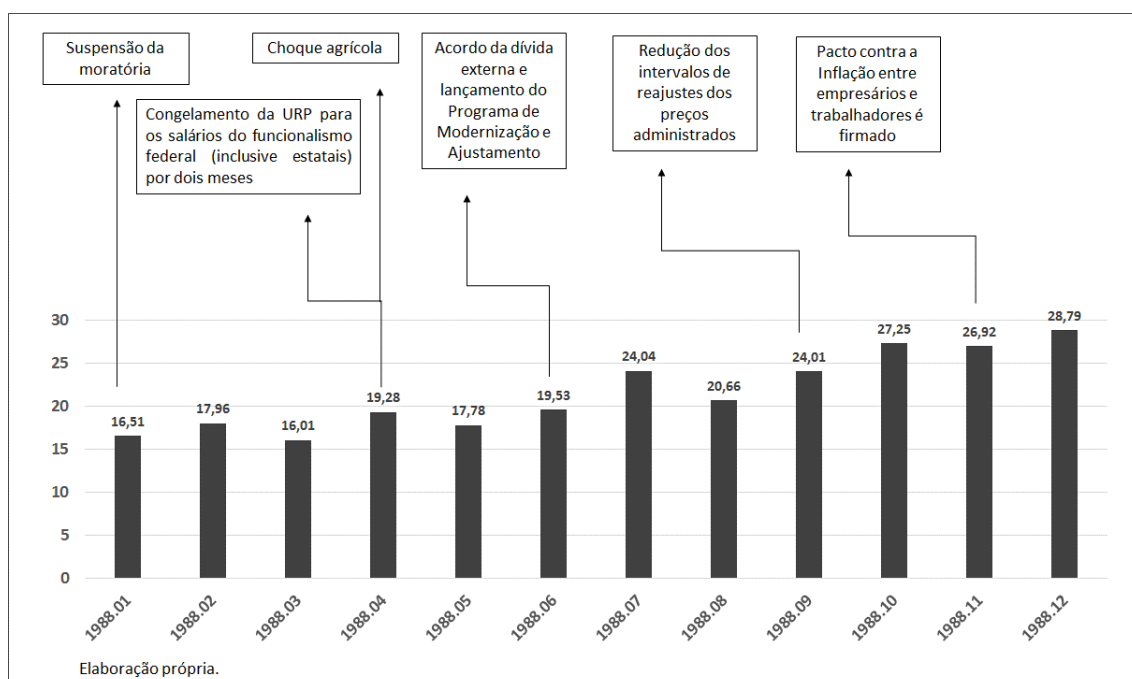
Transição Feijão com Arroz – Plano Verão

Os resultados da política (ou não política conforme exposto pelo próprio Ministro na passagem de reportagem acima reproduzida) foram desastrosos, tanto do ponto de vista da contenção da inflação que pela primeira vez chegou a romper a barreira dos 1.000% ao ano de acordo com alguns indicadores (IGP-DI anotou 1.037,56%, por exemplo) quanto do ponto de vista do nível de atividade econômica que apresentou decréscimo real do produto de 0,06%. Na proporção em que o fracasso do gradualismo se tornava patente, Maílson, em alguma medida, admitia as falhas de seu programa e trazia à baila o debate da desindexação. No entanto, nenhuma medida em concreto foi tomada neste sentido e o Ministro que praticamente anunciou sua saída em entrevista à Folha de São Paulo (11 de dezembro de 1988), manteve-se no cargo, a despeito de toda especulação em torno de sua provável substituição⁴³.

⁴³ “O ex-ministro Mario Henrique Simonsen foi mais uma vez convidado pelo presidente Sarney para assumir o Ministério da Fazenda. Recusou novamente o convite. Mas nem por isso o fato é menos significativo do estado de incerteza em que está a permanência do Ministro Maílson da Nóbrega, que, já na semana passada, manifestou ao presidente Sarney a decisão de não aceitar medidas com que não concorda. Entre elas está o congelamento de preços que o Sarney deseja.” (Folha de São Paulo”, 28 de dezembro de 1988, p. 1)

O organograma a seguir resume o fato de que, para efeito de nossa análise, os elementos de custo mais relevantes na aceleração inflacionária do ano de 1988 foram o choque agrícola de abril e o aumento da frequência de reajuste dos preços administrados que se tornaram mensais.

Figura 5 - Cronologia Feijão-com-Arroz



2.3.4 Plano Verão: janeiro 1989–fevereiro 1990

A manutenção de Maílson na Fazenda parece ser explicada mais por falta de opção do que por confiança em seu desempenho à frente do Ministério, conforme ilustra a capa da Folha de São Paulo do dia 8 de janeiro de 1989:

“Reforma empaca; ninguém quer ser ministro – O presidente José Sarney enfrenta uma dificuldade inesperada para pôr em prática sua reforma ministerial: ninguém quer ser ministro de seu governo. Até agora, duas pessoas – o empresário Antônio Ermírio de Moraes, do grupo Votorantim, e o técnico Eliezer Batista, ex-ministro das Minas e Energia – já foram diretamente convidadas para chefiar ministérios. Outros dois nomes – os de Eliseu Resende, ex-ministro dos Transportes, e Mario Henrique Simonsen, ex-ministro da Fazenda e Planejamento – foram sondados por Sarney. Todos recusaram o convite para integrar a equipe do governo.” (“Folha de São Paulo”, 1989a, p. 1)

O Plano Verão, de maneira similar ao Plano Bresser, foi concebido como um plano híbrido. Sua parcela ortodoxa seguiu o receituário de sempre: elevação de juros real (para conter demanda e especulação com estoques e moeda estrangeira) e corte de gastos

públicos via, principalmente, demissão de funcionários públicos⁴⁴. A “dimensão heterodoxa” seria um novo choque de desindexação (congelamento). O Plano foi arquitetado conjuntamente pela Secretaria de Planejamento (Seplan), órgão ligado à presidência, e pelo Ministério da Fazenda. O congelamento, que, desde o Cruzado, foi visto com simpatia por Sarney passou a ser defendido também por Maílson da Nóbrega, que anteriormente o rejeitava. O difundido anúncio do congelamento de preços e salários motivou a ação preventiva dos agentes econômicos, agora de maneira mais robusta do que a verificada no caso do Plano Bresser. Na semana que antecedeu o choque, as principais centrais sindicais (CUT e CGT) começaram a pressionar o governo solicitando reposição antes do choque, ao mesmo tempo em que se posicionavam contra qualquer desenho de política capaz de gerar perdas salariais. Outro exemplo de “movimento preventivo” materializa-se na tendência à valorização do dólar, cuja cotação no “*black*” chegou a Cz\$ 1.500,00, no dia 12 de janeiro de 1989.

O art. 1º da Lei nº 7.730, de 31 de janeiro de 1989, instituiu o cruzado novo (NCz\$) como nova unidade do sistema monetário e estabeleceu uma taxa de conversão de mil cruzados por cruzado novo. O Plano Verão congelou os preços aos níveis vigentes em 15 de janeiro por tempo indeterminado e, diferentemente dos planos Cruzado e Bresser, não previa qualquer mecanismo de indexação. A URP seria extinta. A exemplo do Plano Bresser, na véspera do congelamento foram determinados reajustes nos preços públicos e administrados. O Conselho Interministerial de Preços reajustou o preço de 77 produtos e fixou o preço máximo de outros 258 produtos, de acordo com o limite de 24,5% estabelecido pelo pacto anti-inflacionário de novembro de 1988.

Mais uma vez um novo vetor de preços foi construído para servir de referência para a apuração da inflação. A base foi deslocada para 15 de janeiro conforme art. 9º da Lei nº 7.730:

Art. 9º A taxa de variação do IPC será calculada comparando-se:

I - no mês de janeiro de 1989, os preços vigentes no dia 15 do mesmo mês, ou, em sua impossibilidade, os valores resultantes da melhor aproximação estatística possível, com a média dos preços constatados no período de 15 de novembro a 15 de dezembro de 1988;

⁴⁴ A edição da Folha de São Paulo de 10 de janeiro de 1989 fala que as estimativas de demissão do governo estavam entre 50 a 60 mil funcionários implicando em uma redução de 40% das despesas com pessoal.

II - no mês de fevereiro de 1989, a média dos preços observados de 16 de janeiro a 15 de fevereiro de 1989, com os vigentes em 15 de janeiro de 1989, apurados consoante o disposto neste artigo.

Parágrafo único. O cálculo da taxa de variação IPC, no que se refere ao mês de fevereiro de 1989, efetuar-se-á de modo que as variações de preços, ocorridos antes do início do congelamento, não afetem o índice dos meses posteriores ao do congelamento. (grifo nosso)

O parágrafo acima mostra que manobra do Plano Bresser de computar no IPC de janeiro toda inflação resultante dos reajustes de tarifas e de preços administrados foi também utilizado no Plano Verão.

Tabela 24 – Taxa de Inflação Oficial no ano de 1989

Mês	Inflação % a.m.	Inflação Acum. %
jan/89	70,28	70,28
fev/89	3,6	76,41
mar/89	6,09	87,15
abr/89	7,31	100,83
mai/89	9,94	120,80
jun/89	24,83	175,62
jul/89	28,76	254,89
ago/89	29,34	359,01
set/89	35,95	524,03
out/89	37,62	758,79
nov/89	41,42	1.114,50
dez/89	53,55	1.764,87
jan/90	56,11	2.811,24
fev/90	72,78	4.930,05

Índice oficial: IPC-IBGE

Todos estes movimentos preventivos em relação ao congelamento do Plano Verão, e a decisão de “expurgar” do índice de fevereiro a inflação anterior ao congelamento, fizeram com que a inflação oficial saltasse de 28,79%, em dezembro de 1988, para 70,28% janeiro de 1989⁴⁵.

A tabela acima expõe o insucesso do Plano Verão. Além do já ressaltado efeito do choque anunciado sobre as antecipações, concorreu para o fracasso do plano a “desindexação absoluta” então promovida. De fato, a opção por remover totalmente a indexação,

⁴⁵ Mesmo sem o ajuste no índice a aceleração de dezembro de 1988 para janeiro de 1989 foi bastante intensa. A média dos indicadores IGP-DI, IPCA, INPC-IBGE e IPC-FIPE saltou de 28,78 em dezembro de 1988 para 35,16 em janeiro de 1989.

conjugada ao congelamento de preços e salários, apenas seria exitosa caso este fosse bem-sucedido na redução da inflação, o que, de fato, não ocorreu. A pressão derivada das perdas relativas à discrepância entre os salários congelados e os preços crescentes reabriu o conflito distributivo em um sistema em que estava ausente uma “âncora inflacionária de indexação” como, por exemplo, a URP e a OTN. Assim, diferentemente do Plano Cruzado no qual um ponto crucial era zerar a inflação, no Plano Verão a estratégia buscava encurtar⁴⁶ o período de congelamento e enrijecer o controle pós-reajuste. Como veremos a seguir esta estratégia não foi exitosa. Segue a análise dos elementos de custo.

2.3.4.1 Indexação de ativos

O regramento de indexação de ativos do Plano Verão seguiu padrões semelhantes aos adotados no Plano Cruzado. Os aluguéis residenciais foram calculados mediante a multiplicação do valor em cruzados novos referente a janeiro de 1989 pelos fatores constantes das tabelas 25 e 26.

Tabela 25 – Fatores de Conversão a Contratos com Reajustes Semestrais

Mês do Último Reajuste	Fator
jan/89	0,63670
dez/88	0,82130
nov/88	1,04500
out/88	1,30480
set/88	1,61360
ago/88	1,96960

⁴⁶ A ideia original era que o congelamento durasse aproximadamente 45 dias não passando, de maneira nenhuma do final do verão (em março). Daí o nome do Plano.

Tabela 26 - Fatores de Conversão a Contratos com Reajuste Anual

Mês do Último Reajuste	Fator
jan/89	0,4859
dez/88	0,6311
nov/88	0,805
out/88	1,0318
set/88	1,3066
ago/88	1,6057
jul/88	1,9841
jun/88	2,2666
mai/88	2,6264
abr/88	3,0744
mar/88	3,618
fev/88	4,2438

Os aluguéis comerciais, por sua vez, foram congelados a valores de janeiro de 1989, uma vez que estes já incluíam uma sistemática de reajuste mensal.

A exemplo da URP, a OTN, que vinha se tornando a “moeda indexada” da economia brasileira e que funcionava como principal indexador de contratos pós-fixados, também foi extinta. Desta maneira, todos os contratos reajustados em bases diárias pela OTN ficaram congelados nos níveis de 13 de janeiro de 1989. Foram proibidas indexações em contratos com prazos inferiores a três meses e liberado o livre acordo para as indexações de contratos com prazos superiores a três meses.

Como resultado do insucesso do plano, no dia 10 de abril, o Ministério da Fazenda anunciou a criação de um novo título público (que viria a ser o Bônus do Tesouro Nacional – BTN), reajustado mensal integralmente pelo IPC. O BTN não poderia ser utilizado como indexador para contratos não financeiros com periodicidade inferior a 90 dias. Esta segunda fase do Plano Verão foi apelidada pela imprensa de “veranico” e, a esta altura, já estava claro que o congelamento não funcionou e que a estratégia do governo seria tentar indexar a economia em um patamar inflacionário de aproximadamente 10% ao mês.

No dia 19 deste mesmo mês são anunciadas as regras do descongelamento:

“Os preços passarão a ser corrigidos trimestralmente. O percentual de reajuste a ser concedido não poderá ultrapassar a variação no período do IPC, que mede a inflação oficial. A nova regra vai incluir repasses de aumentos salariais e de outros custos de produção. [...] Os reajustes trimestrais serão aplicados sobre todos os preços da economia durante o congelamento. Quando ocorrer o descongelamento esta sistemática valerá apenas para os preços controlados por órgãos oficiais.” (“Folha de São Paulo”, 19 de abril de 1989, p. a.1.)

No começo de junho, o governo anuncia a intenção de se criar o BTN-fiscal, um título com correção diária. “O governo não terá nenhum constrangimento de adotar a indexação diária se isso se mostrar adequado para preservar as exportações, a poupança, mercado financeiro e a economia como um todo” (NÓBREGA, 1989)

2.3.4.2 Dinâmica dos Preços Administrados

O reajuste de preços públicos e administrados na véspera do congelamento, que objetivava recompor possíveis defasagens e criar uma margem de manobra para o governo teve efeito dual de acelerar a inflação e, portanto, ser rapidamente consumido por esta. A própria inflação de janeiro corroeu grande parte dos reajustes conforme mostram as tabelas abaixo.

Ainda em fevereiro, começou a haver desabastecimento de alguns produtos e dia 23 de março, como resposta, o governo elevou os preços de 10 itens alimentícios (cerca de 220 produtos).

“Os reajustes variam de 3% (margarina) a 18,4% (ovos). Café, queijo prato e muçarela tiveram redução de 5% [...] Abreu [titular da Secretaria Especial de Administração de Preços] afirmou que os aumentos visam solucionar problemas com desabastecimento de alguns produtos e resgatar outros da “clandestinidade”, cujas vendas eram efetuadas sob a prática do ágio.” (Folha de São Paulo, 24 de março de 1989, p. B1)

Dia 15 de abril ocorreu um novo reajuste no qual 39 produtos foram reajustados em 7,5%, na média. Em sintonia com o ponto discutido na seção introdutória do plano Verão e observando a dinâmica dos reajustes de preços, fica óbvia a fragilidade do congelamento em um ambiente ainda inflacionário. No final de abril (24) foram anunciados novos aumentos associados ao começo da cobrança do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) que substituiria o antigo ICM e elevaria suas alíquotas. A elevação se deu nos seguintes produtos: gasolina (3,6%), álcool (9,05%), gás de cozinha (3,9%), e cigarros (8,0%). Nesta mesma ocasião foi anunciado o descongelamento de preços de empresas de limpeza, segurança e empreiteiras. Esta

autorização ficava condicionada à existência de custos operacionais compostos em mais da metade por despesas com mão de obra. “O repasse de preços corresponderia aos valores da reposição e da conversão dos salários pela média de 1988. O próximo passo do governo foi autorizar aumentos para os setores considerados supérfluos, competitivos e para aqueles que o congelamento não funcionou”. (“Folha de São Paulo”, 1989c)

A exposição dessa sequência de reajustes, e particularmente esta última passagem, mostra a força do conflito distributivo e a incapacidade de o congelamento, resolvê-lo, nos termos em que foram postos. No dia primeiro de junho o governo, por meio da publicação de 15 portarias, encerrou oficialmente o congelamento e “adotou uma política de liberdade vigiada para os preços industriais – na prática, o início do retorno à economia de mercado.” (Folha de São Paulo, 2 de junho de 1989, p. B.3) A partir dessa data, passaram a ocorrer a publicação diária de novas autorizações de reajustes.

As tabelas abaixo, também utilizadas na avaliação dos planos anteriores, sintetizam esse processo. A partir de maio está praticamente em curso o processo de reajustes dos preços administrados. O índice oficial de inflação (IPC) registrou elevação de 9,94% em maio, com uma enorme quebra em junho, quando alcançou 24,83%. Enquanto isso o IPCA já mostrava uma inflação bastante mais elevada em maio (17,92%)⁴⁷.

⁴⁷ No final de abril chegou a ser anunciada oficialmente a “transferência” do cálculo oficial da inflação do IBGE para a FGV. A motivação desta transferência seria a greve dos funcionários à época e as denúncias (não confirmadas) de sabotagem no cálculo do IPC. Em junho ocorre a mudança de metodologia no IPC que passa a ser apurado com base na Pesquisa de Orçamentos Familiares – POF. A transferência da responsabilidade do indicador oficial para a FGV não ocorreu.

Tabela 27.a – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%)

Mês/Produto	Trigo	Telecomunicações	Produtos Siderúrgicos	Correios e Telégrafos	Transp. Ferroviário	Serviços Portuários	IPCA
jan/89	9,68	54,42	47,40	63,50	39,80	25,00	37,49
fev/89	-	-	-	-	-	-	16,78
mar/89	-	-	-	-	-	-	6,82
abr/89	-	-	-	-	-	-	8,33
mai/89	15,00	-	20,40	17,94	17,82	-	17,92
jun/89	20,00	23,81	34,35	27,66	23,09	24,79	28,65
jul/89	25,00	32,15	34,37	32,85	32,93	35,22	27,74
ago/89	28,84	31,53	58,05	37,72	38,09	39,08	33,71
set/89	65,60	30,15	35,30	48,97	29,34	29,34	37,56
out/89	75,50	34,96	34,91	32,42	32,53	38,04	39,77
nov/89	35,87	36,74	33,86	41,14	60,63	33,86	47,82
dez/89	44,13	42,46	45,68	71,61	100,00	41,42	51,50
Acum. 1989	1.287,34	1.037,07	1.702,39	2.051,98	1.949,45	891,50	1.972,91

Fonte: elaboração própria a partir de Brasil: Programa Econômico, mar. 1990.

Tabela 27.b – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%)

Mês/Produto	Energia Elétrica	Gasolina	Óleo Diesel	Óleo Combustível	GLP	Alcool Hidratado	Carvão	IPCA
jan/89	14,82	19,89	15,31	14,75	14,94	30,49	14,72	37,49
fev/89	-	-	-	-	-	-	-	16,78
mar/89	-	-	-	-	-	-	-	6,82
abr/89	-	-	-	-	-	-	24,82	8,33
mai/89	17,94	23,83	19,47	14,79	14,00	24,61	-	17,92
jun/89	21,00	20,75	18,52	20,84	27,19	20,00	38,38	28,65
jul/89	43,00	39,06	43,75	39,13	48,27	39,58	20,00	27,74
ago/89	37,39	34,83	34,77	37,26	39,53	34,32	40,40	33,71
set/89	38,01	54,16	35,48	38,00	40,02	54,44	32,82	37,56
out/89	35,95	31,35	33,33	32,12	32,13	30,94	35,00	39,77
nov/89	73,34	51,03	52,67	51,37	56,84	51,10	46,26	47,82
dez/89	51,77	61,86	70,18	65,60	78,06	62,19	86,70	51,50
Acum. 1989	1.489,02	1.563,75	1.384,51	1.289,24	1.681,41	1.712,99	1.534,60	1.972,91

Fonte: elaboração própria a partir de Brasil: Programa Econômico, mar. 1990.

Em 1989, dos 12 itens acompanhados apenas as tarifas de correios e telégrafos (variação acumulada de 2.051,98%) tiveram crescimento acima do IPCA (1.972,91%). O próprio congelamento concorreu para esse resultado. Isto porque, se considerarmos apenas a inflação acumulada a partir de maio apenas Telecomunicações e Serviços Portuários tiveram aumentos abaixo do IPCA. Deve restar claro que, em nossa interpretação acerca do processo inflacionário a dinâmica nominal elevada das variáveis já afeta, por si só, a

inflação. Ou seja, não é necessário que os preços dos diversos custos da economia cresçam acima da inflação para impactá-la, mas tão somente que eles cresçam de maneira acentuada em termos nominais. Note-se, porém, que, no segundo semestre a variação de preço da maioria dos itens administrados aqui acompanhados superou a inflação concorrendo de maneira clara para sua retroalimentação.

2.3.4.3 Dinâmica salarial

A regra de conversão dos salários foi baseada na aplicação da URP de janeiro de 1989 (prefixada em 26,1%) sobre a média salarial dos últimos doze meses (jan/88 a dez/88). Apesar da pressão dos trabalhadores nos dias que antecederam o congelamento, conforme destacado, a partir de fevereiro a URP foi extinta e nenhuma nova regra de indexação salarial foi restabelecida. A diferença entre a inflação de janeiro (35,48%, medida pelo INPC) e a URP do mesmo mês seria restituída em três parcelas a partir de março, de acordo com a tabela abaixo.

Tabela 28 – Restituição da URP

Data-base do trabalhador	Reposição total %	Reposição mensal %
janeiro	0,00	0,00
fevereiro	7,48	2,43
março	7,48	2,43
abril	7,48	2,43
maio	7,48	2,43
junho	7,48	2,43
julho	7,48	2,43
agosto	6,32	2,06
setembro	4,98	1,63
outubro	1,52	0,50
novembro	0,00	0,00
dezembro	0,00	0,00

Fonte: Folha de São Paulo, 22 de fevereiro de 1989.

A regra de indexação, não definida *ex ante* pelo governo seria construída conjuntamente por representantes dos trabalhadores e dos empresários em uma tentativa de pacto social.

“Um decreto presidencial determinava que os ministros do Planejamento, Fazenda, Trabalho e Casa Civil consultassem empresários e trabalhadores para que, em 90 dias, ou seja até 15 de abril, pudessem submeter ao congresso um projeto de lei dispondo sobre critérios e periodicidade dos reajustes de salários. Nesse ínterim, seria livre a negociação salarial nas datas bases das categorias.”(MODIANO, 2014, p. 305)

Em março o governo começou a construir a fórmula de reposição salarial que excluía a inflação de março da conta da reposição salarial a qual, deveria ser considerada em negociações futuras. A partir deste momento, o movimento grevista que reivindicava recomposição pelo pico de 1988 se intensifica e se dissemina, tanto na iniciativa privada, quanto no setor público.

Dado que não se chegou a um acordo, no dia 12 de abril o governo anunciou reposição salarial de entre 11,74% a 13,58%. “Na falta de um acordo com empresários e trabalhadores, o governo vai baixar uma medida provisória repondo perdas salariais provocadas pelo “choque verão”. (“Folha de São Paulo”, 1989b)

No anúncio do começo do descongelamento (19 de abril) não foram estabelecidas regras de política salarial. A única definição instituída nesse sentido foi a de que as empresas que decidissem oferecer aumentos acima da inflação deveriam fazê-lo comprimindo suas margens de lucro. Da mesma forma pontuada na seção 2.3.1, este tipo de política não tem um grande alcance prático, conhecidas as restrições na capacidade de polícia do governo sobre o acompanhamento das margens das empresas.

Nesse contexto, a força dos movimentos grevistas foi tamanha que o governo empreendeu esforços significativos para reeditar a lei de greves, de forma a torná-la mais restritiva. Concomitantemente a este esforço, o governo fez pressão para tornar a negociação salarial livre:

“O governo não pretende enviar ao Congresso Nacional um projeto de lei de política salarial, a menos que empresários e trabalhadores admitam que não estão preparados para a livre negociação [...] Segundo o presidente, a decisão do governo de não partir dele uma política salarial é consequência “das reclamações das áreas trabalhadora e empresarial de que o governo era extremamente intervencionista”. (Folha de São Paulo, 8 de maio de 1989, p. B.1)

Em maio foi aprovada no Congresso a Lei salarial nº 7.788⁴⁸ que expressa, em alguma medida, a posição governista. A Lei tem como diretriz geral a livre negociação coletiva e estabelece exceções indexando mensalmente o salário dos trabalhadores com renda de até três salários mínimos e, por sua vez, determina recomposição a cada trimestre para rendas entre três e 20 salários mínimos. Para esta faixa haveria recomposição no mês

⁴⁸ Ela viria a ser sancionada dia 3 de julho de 1989.

subsequente de todo percentual de inflação que excedesse 5,0%. Na prática este limite mensal de 5,0% representaria um resíduo que seria reincorporado ao salário ao fim de três meses, uma vez que a inflação oficial em junho já estava em 28,76% ao mês. Modiano (2014) ressalta que a política que pretendia remover os reajustes mensais determinados pela URP acabou por reestabelecê-los para grande parte da massa salarial. E

“além disso, as novas regras configurariam uma realimentação inflacionária muito mais rápida do que a extinta URP, o que aumentou o grau de indexação da economia. Note-se que com a URP os picos salariais só eram repostos anualmente, na *database* da categoria, enquanto que, com a nova política, os picos salariais eram recompostos trimestralmente, pelo menos até a faixa de 20 salários mínimos” (MODIANO, 2014, p. 309–310)

De fato, dentro da abordagem aqui proposta, parece que a tentativa de desindexação atabalhoada do Plano Verão, seguida de uma reindexação em tese “aperfeiçoada”, foram determinantes para a aceleração inflacionária ocorrida ao longo do ano de 1989. Note-se que, mais uma vez, a redução nos intervalos de indexação, ou correspondentemente a elevação na frequência de reajustes parece ter grande impacto na dinâmica inflacionária.

Tabela 29 – Evolução do Salário Real 1989 - 90 (mar 1986=100) – Índice Nacional de Custo da Construção e Indústria de São Paulo

Mês	Índice nacional de Construção (INCC)				Salários Indústria SP
	Carpinteiro	Servente	Pedreiro	Ajudante Especializado	
jan/89	136,5	129,9	138,9	116,9	123,0
fev/89	107,0	104,1	108,8	91,5	88,6
mar/89	98,1	96,4	100,5	85,2	85,0
abr/89	99,8	98,7	103,8	85,3	92,3
mai/89	117,6	119,5	123,5	100,4	101,0
jun/89	129,0	128,6	132,0	109,5	101,2
jul/89	131,0	133,8	135,0	118,3	108,1
ago/89	146,7	145,5	150,1	123,5	115,7
set/89	155,6	152,8	157,5	128,8	113,9
out/89	157,1	158,9	160,9	136,4	122,4
nov/89	164,3	165,2	169,3	143,1	145,1
dez/89	166,0	168,5	172,0	144,3	146,0
jan/90	174,3	175,2	181,2	151,3	146,2
fev/90	170,3	171,5	177,7	148,7	139,4

Fonte: Conjuntura Econômica - FGV e Boletim Mensal BCB.

O deflator utilizado foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (IPCA)

Assim, de acordo com a tabela 29 a dinâmica em termos de conflito distributivo para este grupo de trabalhadores foi de intensa perda no primeiro quadrimestre, com recuperação ao longo do ano. Destaque-se que, conforme veremos quando da análise do Plano Collor,

no terceiro ensaio da tese, a acentuada aceleração no fim de 1989 voltou a implicar perdas salariais.

2.3.4.4 Dinâmica cambial

A política cambial trazia uma novidade em relação aos planos de estabilização anteriores. Após desvalorização do cruzado de aproximadamente 18,0% fixou-se o câmbio de NCz\$ 1/US\$, visando manter a paridade por tempo indeterminado.

Um detalhe relevante já exposto na seção 2.3.4, é a evolução do mercado *black* de dólares. A iminência do congelamento aumentou a especulação cambial elevando o valor do dólar no mercado paralelo, que já começa a fase de congelamento valendo 58% a mais do que a paridade do câmbio oficial.

Tabela 30 - Taxa de Câmbio (jan. 1989 – fev. 1990)

Mês	Cz\$/US\$	Var. cambial (%)	Cz\$/U\$ Paralelo ¹	Ágio - Paralelo/Oficial (%)	Inflação Oficial (%)
jan/89	1,00	-	1,58	58,00	35,48
fev/89	1,00	0,00	1,70	70,00	16,35
mar/89	1,00	0,00	1,88	88,00	6,09
abr/89	1,03	3,20	2,40	132,56	7,31
mai/89	1,15	11,72	3,12	170,60	9,94
jun/89	1,52	31,74	3,30	117,25	24,83
jul/89	2,17	42,59	3,77	74,05	28,76
ago/89	2,80	29,36	4,70	67,74	29,34
set/89	3,80	35,51	7,30	92,26	35,95
out/89	5,23	37,61	11,80	125,84	37,62
nov/89	7,37	41,01	13,75	86,62	41,42
dez/89	11,36	54,15	27,00	137,72	53,55
jan/90	17,73	56,11	37,30	110,37	56,11
fev/90	30,64	72,78	66,00	115,43	72,78

1 - Posição de fechamento do mês.

Fonte: elaboração própria a partir de Ipeadata e Folha de São Paulo.

A partir do final de março, o ágio começou a subir de maneira acelerada. Em 19 de abril o governo adotou uma política de desvalorizações cambiais reduzidas e eventuais que não surtiu efeito sobre o ágio, o qual estava pressionado pela expectativa de uma maxidesvalorização, assim como pelo risco da aceleração da inflação derivada do processo de descongelamento de preços. Em meados de junho, o governo voltou a praticar minidesvalorizações diárias. A tabela acima mostra a inflexão que esta política ocasionou

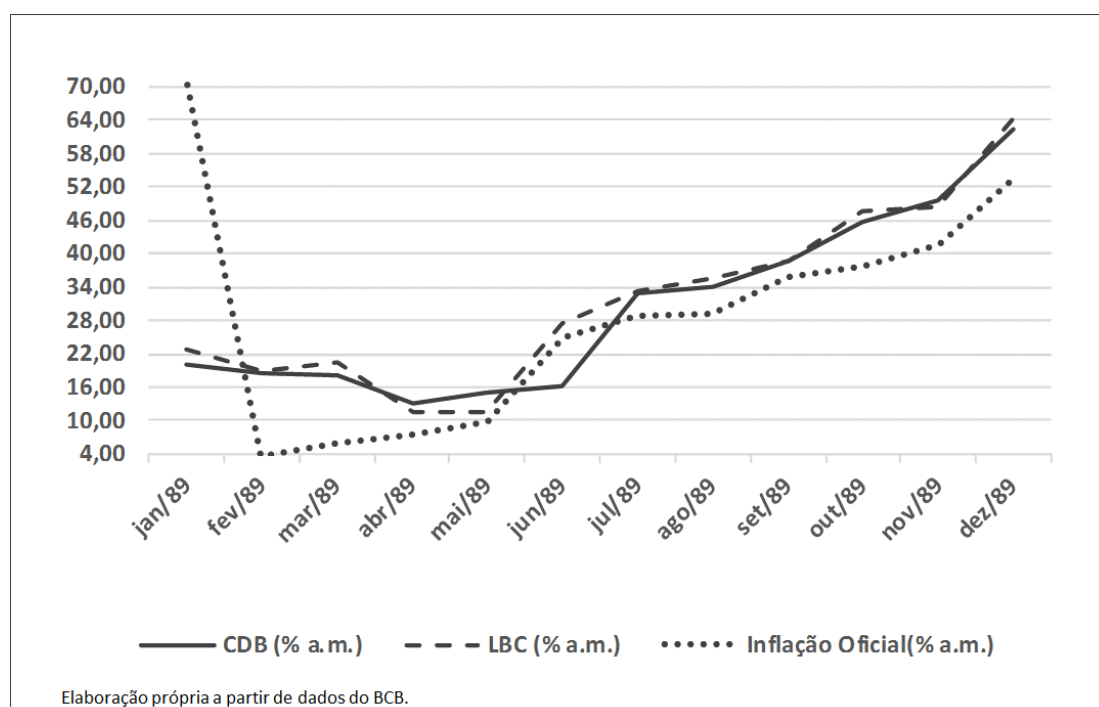
no ágio do câmbio paralelo, que despencou de maio para julho e permanece em queda até o fim de agosto. No início de julho (dia 3) implementou-se uma desvalorização de 11,97%, seguida da continuidade das desvalorizações diárias. Isso fica claro ao se contrapor a desvalorização do mês (42,79%) à inflação do mesmo período (28,76%). A partir de agosto as minidesvalorizações diárias tornam-se eficazes visto que a desvalorização passa a acompanhar de perto a inflação. A partir deste ponto não ocorreram mais choques cambiais.

2.3.4.5 Dinâmica dos Juros

“O instrumento efetivo que tem permitido a extensão do congelamento por mais algum tempo é a política de juros altos, que, adequadamente, inibe o consumo especulativo e torna custosa a retenção de estoques” (“Conjuntura Econômica”, 1989)

É desta forma, que se inicia a análise da política monetária da revista Conjuntura Econômica –FGV do mês de março. De fato, a elevação nas taxas de juros reais era anunciada e considerada um dos pilares do Plano Verão.

Gráfico 9 – CDB (% a.m.); *Overnight* –Títulos Públicos (% a.m.) e Inflação Oficial (% a.m.)



O juro negativo no mês de janeiro decorreu mais fortemente da radical aceleração da inflação do que, efetivamente, de uma opção de política monetária. Após o congelamento

e a queda acentuada da inflação, essa condição se reverte. “As taxas de juros reais praticadas no mercado aberto, utilizando como deflator o IPC do mês em curso, alcançaram 14,8% e 13,5% ao mês em fevereiro e março de 1989, respectivamente, e tiveram, aparentemente um efeito perverso sobre o consumo. ” (MODIANO, 2014, p. 308). Segundo o autor, a elevação do consumo derivada dos ganhos proporcionados pelo aumento dos juros reais e também pela redução no IRPF recolhido na fonte mais que compensaram os efeitos da elevação de preços de véspera do congelamento, da elevação do custo do crédito e da desvalorização dos ativos reais. Em abril e maio ocorre um movimento e convergência da taxa de juro básica com a inflação. A partir de junho a inflação nominal acelera em relação a inflação chegando a ficar, em termos reais, em torno de 10% ao mês nos meses de outubro a dezembro de 1989.

Resultados

Além da falta de adesão do setor empresarial e dos trabalhadores ao plano associada aos sistemáticos fracassos dos planos anteriores e à incapacidade política do governo Sarney de impor medidas mais radicais, o Plano Verão apresentava um elemento adicional de risco em relação aos planos anteriores, qual seja: o fato de a desindexação deixar a economia sem nenhuma “âncora”. Caso o congelamento não se mostrasse minimamente eficiente, a economia poderia rumar para uma hiperinflação e isto foi o que, de fato, parecia estar anunciado. Como se vê na tabela 24, já no segundo mês de congelamento a inflação alcançou 6,09%.

Tabela 24 - Inflação Oficial em 1989

Mês	Inflação % a.m.	Inflação Acum. %
jan/89	70,28	70,28
fev/89	3,6	76,41
mar/89	6,09	87,15
abr/89	7,31	100,83
mai/89	9,94	120,80
jun/89	24,83	175,62
jul/89	28,76	254,89
ago/89	29,34	359,01
set/89	35,95	524,03
out/89	37,62	758,79
nov/89	41,42	1.114,50
dez/89	53,55	1.764,87
jan/90	56,11	2.811,24
fev/90	72,78	4.930,05

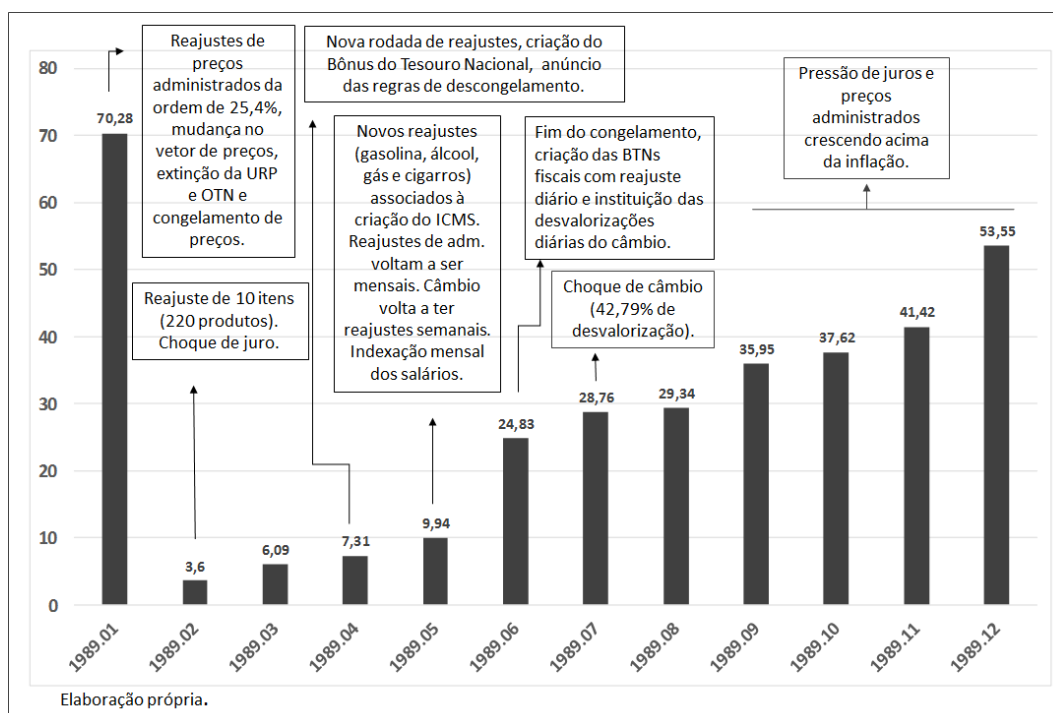
Índice oficial: IPC-IBGE

O “pacto social” articulado pelo governo fracassou e, ao final de abril o governo determinou uma reposição salarial que podia chegar a 13,1%, a depender da data-base. Mesmo com esta reposição, os movimentos trabalhistas/grevistas multiplicaram-se em todo o país. Ainda em março, o governo liberou alguns reajustes de preços e voltou a praticar pequenas desvalorizações do cruzado novo, não observando, contudo, qualquer regra ou indexador. Em fins de abril, foi recriada a OTN, porém agora com o nome de Bônus do Tesouro Nacional - (BTN), que seria corrigido mensalmente, de acordo com a variação do IPC.

“O processo de realinhamento dos preços foi detonado no início de maio [...] Ao longo do mês o descongelamento se intensificou, com a determinação de reajustes, praticamente simultâneos, para um extenso leque de produtos com preços administrados e de serviços públicos[...] Ainda em maio, o Congresso aprovou uma nova política salarial (Lei nº 7.788) que estabeleceu um esquema de reajustes diferenciados de acordo com a faixa de renda e em “cascata”.[...] Vale notar que a nova política salarial restabeleceu os reajustes mensais, que se pretendia suprimir com a eliminação da URP.” (MODIANO, 2014, p. 309)

Entre maio e junho, o patamar da inflação apresentou uma quebra significativa, passando de 9,94% para 24,83%. Não obstante, permaneceu em alta ininterrupta, nos meses que se seguiram, dada a pressão de alguns elementos como o câmbio (desvalorização de 42,79 em julho), administrados e juros. Apesar de apresentar elementos interessantes, o resultado do Plano Verão foi muito modesto, posto que a desindexação temporária da economia implicou uma aceleração aguda da inflação. No final do processo o que se poderia alcançar, na melhor das hipóteses, seria uma economia reindexada, com uma inflação relativamente estável, porém em um patamar ainda mais elevado.

Figura 6 - Cronologia Plano Verão



2.4 Conclusão

O propósito deste artigo foi descrever detalhadamente o período de aceleração inflacionária ocorrido no fim do período do Plano Cruzado, às vésperas do Plano Collor. Tal descrição respeitou o referencial teórico definido na primeira seção, o qual defende a tese de que a dinâmica da inflação brasileira no período seria explicada, fundamentalmente, pelo acirramento do conflito distributivo resultante de perdas de renda associadas a algum choque exógeno. Como elemento interveniente na aceleração inflacionária enfatiza-se, seguindo o referencial teórico proposto por Ros (1993), a importância das mudanças dos prazos de reajuste de preços e remunerações, no caso de economias com alta inflação e algum esquema de indexação.

Além dos elementos antes comentados, demonstrou-se que um componente de curtíssimo prazo ganhou importância como fator explicativo da dinâmica inflacionária observada do período. Trata-se de um processo de curta duração, aqui caracterizado como a “dinâmica da transição”, no qual os formadores de preços, com base em informações políticas concretas, aceleram suas práticas de precificação. Este comportamento tende a deflagrar movimentos reativos de defesa dos salários mediante o encurtamento de prazos de reajustes e uma realimentação da inflação pelo lado do câmbio que, em todo o período já

obedecia a períodos de indexação mais curtos. Aliás, o fato de o câmbio requerer, por razões estruturais (limitações de financiamento externo), indexação mais frequente, faz do mesmo uma variável central na explicação da dinâmica inflacionária do período, dada a pressão sistemática que exerce sobre os custos de produção.

Nos períodos de transição, a percepção de um iminente congelamento, informada por indicações políticas concretas, fortalece a aceleração inflacionária, uma vez que estimula, sobremaneira, a busca de reajustes defensivos. Do mesmo modo, os próprios fins dos congelamentos acabam gerando expressivos reajustes nominais de variáveis de custo básicas, circunstância que desloca a trajetória da inflação para patamares nominais muito elevados. Aliás, nesse caso, a verificação *ex post* dos ganhos ou perdas relativas de um ou outro preço básico não é, por si mesma, evidência conclusiva de pressão derivada de um custo básico. Na verdade, a importância para a dinâmica da inflação é dada pelos reajustes nominais. Valores reais *ex post* indicam, tão somente, se tais pressões geraram reações mais intensas de outros custos, ou se a indexação foi capaz de preservar, ou não, a elevação nominal inicial.

Vale lembrar a principal motivação deste artigo foi apresentar uma descrição da aceleração da inflação no país, no período em que estavam ausentes fatores de demanda, tais como déficits públicos recorrentes e taxas de desemprego persistentemente baixas. A interveniência de tais fatores, poderia indicar que o governo estaria perseguindo valores inferiores a NAIRU para o Brasil e em decorrência, dada uma curva de Phillips aceleracionista, gerando taxas de inflação crescentes. Nunca é demais lembrar que esta narrativa se encontra, desde então, no cerne das prescrições fiscalistas apoiadas no diagnóstico de que o desajuste fiscal e a ausência de esforço para conter a demanda estariam na raiz da aceleração inflacionária. Ainda que não tenhamos a pretensão de contestar empiricamente tal narrativa, cumpre sublinhar que um exame rápido do comportamento de variáveis fiscais, de crescimento e de emprego, é suficiente para indicar a fragilidade daqueles argumentos.

Tabela 31 – Var. (%) PIB, Div. Int. (%) PIB, Tx. Média Desemp. aberto e Inflação (%)

Ano	Var. % real PIB	Dívida Interna (%) PIB	Taxa Média de desemprego	Inflação Anual (%)
1986	7,49	6,20	3,99	22,15
1987	3,53	4,40	4,08	365,96
1988	- 0,06	4,00	4,18	933,62
1989	3,16	7,90	3,64	1.764,87
1990	- 4,35	1,60	4,65	1.794,74

Elaboração própria a partir de Ipeadata.

Por fim, não custa lembrar que a descrição minuciosa do comportamento dos componentes de custo incorre, sempre, no risco de, utilizando uma metáfora já banalizada, focar em demasia as árvores e perder a noção da floresta. Por essa razão, faremos, em seguida, uma síntese dos movimentos da inflação, focalizando mais especificamente seus períodos de aceleração, tentando identificar de forma clara quais as variáveis e engrenagens mais importantes para explicar a dinâmica da aceleração inflacionária.

Cruzado:

Após o congelamento das principais variáveis relevantes em nossa análise, o mês de outubro de 1986 marca o início do descongelamento e da reindexação da economia, a partir de uma primeira desvalorização cambial. Em novembro de 1986 esse processo ganha força com a adoção da desvalorização cambial diária, da indexação dos contratos financeiros às LBCs e de um grande choque de preços administrados (que caracteriza o Cruzado II). Esses fatores implicaram uma aceleração da inflação que, em dezembro, atingiu 7,27% e, em consequência, disparou o gatilho salarial. Em fevereiro de 1987, correção monetária mensal foi reimplantada, completando-se, assim, a reindexação da economia.

Quadro 5 – Dinâmica das Variáveis de Custo - Cruzado

Cruzado	
mar/86	-salários: reajustes anuais -aluguel: semestrais (resid.) e anual (comercial) -câmbio fixo -congelamento da OTN
out/86	-desvalorização cambial
nov/86	-desvalorização cambial diária -indexação dos contratos financeiros às LBCs recém criadas -choque de administrados
dez/86	-deflagrado 1º gatilho salarial, reajustes passam a ser bimestrais
fev/87	-deflagrado 2º gatilho salarial, reajustes passam a ser mensais -reajustes dos administrados passam a ser mensais -reajuste das OTNs e reinstituição da correção monetária mensal
mar/87	-desvalorização cambial bastante acima até julho de 87

Elaboração própria.

Bresser:

Dia primeiro de maio, Bresser anuncia uma desvalorização cambial. “Tendo manifestado simpatia pela opção do “choque heterodoxo”, não conseguiria conter as sucessivas ondas de rumores sobre um iminente congelamento de preços. ” (MODIANO, 2014, p. 297). Assim, no intervalo que vai de maio a junho de 1987, parece ter operado a *dinâmica de transição*. Em junho o governo realiza a um reajuste de preços administrados e volta a congelar preços e salários. Em agosto, libera o reajuste de alguns preços controlados o que anuncia, já em setembro, o começo da fase de liberação da economia. Por fim, no último bimestre, as negociações salariais se acirram visando incorporar a inflação de junho aos salários, em parte expurgada pela mudança de base do IPC.

Quadro 6 – Dinâmica das Variáveis de Custo - Bresser

Bresser	
mai/87	-desvalorização cambial de 7,5% dia 1º de maio
jun/87	-reajuste de administrados anterior a congelamento -congelamento de preços e salários -desvalorização cambial de 9,5%
ago/87	-permissão de reajuste de preços controlados
set/87	-descongelamento -volta a indexação mensal dos salários (URP) e antecipação de reajustes previstos pela URP
nov-dez/87	- pressão por recomposição de perdas salariais decorrentes de resíduos dos gatilhos

Elaboração própria.

Feijão-com-arroz:

Conforme discutido, o manejo dos reajustes de preços administrados foi o principal instrumento de controle de preços utilizado durante a política do feijão-com-arroz. A aceleração dos preços administrados, ainda no primeiro trimestre de 1988, somada a um choque agrícola desfavorável implicou uma inflação de 19,28% no mês de abril. Em julho, um novo choque de preços administrados pressionou ainda mais a inflação. Em setembro, após atraso nos reajustes dos preços administrados verificado em agosto, ocorreu uma redução no intervalo de reajuste destes preços, intervalo este que passou de uma base mensal para aproximadamente 20 dias. A partir de agosto, também se verificou pequena elevação nos juros. A taxa básica real fixou-se em torno de 2% ao mês, até o fim do ano.

Quadro 7 – Dinâmica das Variáveis de Custo – Feijão-com-arroz

Feijão-com-arroz	
abr/88	-aumento de reajustes de administrados -choque agrícola desfavorável
jul/88	-choque de preços administrados
set/88	-redução dos intervalos de reajuste dos preços administrados -elevação do juro nominal (até dezembro de 1988)

Elaboração própria.

Verão:

Da mesma que o verificado entre os planos Cruzado e Bresser, entre dezembro de 1988 e janeiro de 1989 parece ter entrado em operação a *dinâmica de transição* dado que o congelamento de preços estava praticamente anunciado. Ainda conforme o ocorrido no Plano Bresser, no mês de janeiro de 1989 houve um choque nos preços administrados, imediatamente anterior ao congelamento. A inflação oficial de janeiro alcançou 70,28%. Note-se que, apesar de grande parte desta elevação ser derivada da mudança na base do índice (que acabou por computar 45 dias de inflação em janeiro), os demais indicadores relevantes exibiram uma taxa de inflação de aproximadamente 35% para aquele mês. Em fevereiro, dada a queda da inflação, registrou-se uma taxa básica de juro real em torno de 15% ao mês. Em abril as desvalorizações semanais no câmbio voltaram a ser praticadas e criou-se o BTN, com indexação mensal pelo IPC, circunstância que congigura o retorno da indexação. Em maio, reinstituí-se a indexação mensal das rendas salariais até 3 salários mínimos e trimestral, para as rendas salariais acima de 3 salários mínimos. Também neste

mês ocorreu o encurtamento do período de indexação do câmbio (de semanal para aproximadamente três dias) e a volta dos reajustes mensais para os preços administrados. No mês de junho, as desvalorizações do câmbio passaram a operar em bases diárias e, por fim, em julho, completou-se o sistema de indexação da economia, com a criação do BTN fiscal com reajustes diários. Neste mês, o IPC registrou inflação de 28,76% e as pressões, principalmente as dos preços administrados e as dos juros crescentes (em torno de 10% real entre outubro de 1989 e fevereiro de 1990), parecem ter sido determinantes para a aceleração inflacionária.

Quadro 8 – Dinâmica das Variáveis de Custo - Verão

Verão	
jan/89	-reajuste de administrados anterior ao congelamento -choque de juro -congelamento das principais variáveis
abr/89	-descongelamento do câmbio com reajustes semanais -criação do BTN com indexação mensal pelo IPC
mai/89	-redução do intervalo de reajuste cambial (aprox. 3 dias) -descongelamento dos salários com reajustes indexados mensalmente para as parcelas até 3 SMs e trimestralmente para parcelas acima de 3 SMs -reajustes de administrados com volta a periodicidade mensal
jun/89	-choque de câmbio e instituição de desvalorização diária
jul/89	-criação do BTN fiscal com reajuste diário tornando-se o indexador da economia -elevação da taxa básica de juro -pressão de administrados
out/89	-choque de juro (aprox. 10% real ao mês de outubro até lançamento do Plano Collor)

Elaboração própria.

A tabela a seguir, condensa os principais movimentos das variáveis de custo que determinaram, em grande medida, a inflação do período que vai de marco de 1986 a fevereiro de 1990, sintetizando a exposição da nossa interpretação acerca do processo inflacionário brasileiro neste período. As “manchas” em rosa identificam os principais choques e descrevem visualmente a dinâmica estabelecida entre as variáveis analisadas e a inflação. Para efeito de demonstração, tem-se, no caso do Cruzado: desvalorização/indexação cambial em outubro e novembro → reajuste de administrados e indexação dos contratos financeiros à LBC em novembro → elevação da inflação em novembro e disparo do gatilho salarial em dezembro, e assim em diante.

Tabela 32 – Dinâmica da Inflação de Custo – Março de 1986 a Fevereiro de 1990

Mês	Câmbio		Salário		Administrados		Títulos	Over/Selic	Infl. Oficial
	Reajuste	var. %	Reajuste	Obs.	Reajuste	Obs.			
mar/86*	Congelado		Anual (ou negociado)		Congelado		Congelamento da OTN	1,18	-0,11
abr/86	Congelado		Anual (ou negociado)		Congelado			1,25	0,78
mai/86	Congelado		Anual (ou negociado)		Congelado			1,22	1,40
jun/86	Congelado		Anual (ou negociado)		Congelado		Criação das LBCs	1,27	1,27
jul/86	Congelado		Anual (ou negociado)		Congelado			1,95	1,19
ago/86	Congelado		Anual (ou negociado)		Congelado			2,57	1,68
set/86	Congelado		Anual (ou negociado)		Congelado			2,94	1,72
out/86	Mensal	1,81	Anual (ou negociado)		Congelado			1,96	1,90
nov/86	diário	0,75	Anual (ou negociado)		Reajuste	Reajuste massivo dos administrados e elevação de imposto indireto	Indexação dos contratos a LBC e permissão de emissão de CDB pós-fixada	2,37	3,29
dez/86	diário	5,23	Bimestral	1º Gatilho	Congelado		diário	5,47	7,27
jan/87	diário	10,70	Bimestral		Congelado		diário	11,00	16,82
fev/87	diário	19,70	Bimestral	2º Gatilho	Reajuste		Reajuste das OTNs e reintrodução da correção monetária mensal	19,61	13,94
mar/87	diário	11,87	Mensal	3º Gatilho	Reajuste		diário	11,95	14,40
abr/87	diário	14,86	Mensal	4º Gatilho	Reajuste		diário	15,30	20,96
mai/87	diário	33,66	Mensal	5º Gatilho	Reajuste		diário	24,63	23,14
jun/87*	diário	27,59	Mensal		Reajuste	Recomposição de antes do congelamento	diário	18,02	21,30
jul/87	diário	6,10	Congelado		Congelado		diário	8,91	3,05
ago/87	diário	5,08	Congelado		Congelado	Reajuste de preços controlados	diário	8,09	6,36
set/87	diário	6,05	Mensal	Antecipação dos reajustes previstos pela URP	Reajuste	Reajuste de preços administrados	diário	7,99	5,68
out/87	diário	9,00	Mensal	URP como indexador	Reajuste		diário	9,45	9,18
nov/87	diário	12,83	Mensal	URP como indexador	Reajuste		diário	12,92	12,84
dez/87	diário	14,56	Mensal	URP como indexador	Reajuste		diário	14,38	14,14
jan/88	diário	15,44	Mensal	URP como indexador	Reajuste		diário	16,78	16,51
fev/88	diário	18,10	Mensal	URP como indexador	Reajuste		diário	18,35	17,96
mar/88	diário	16,30	Mensal	URP como indexador	Reajuste		diário	16,59	16,01
abr/88	diário	19,98	Mensal	URP como indexador	Reajuste	Choque Agrícola Desfav.	diário	20,25	19,28
mai/88	diário	18,37	Mensal	URP como indexador	Reajuste		diário	18,65	17,78
jun/88	diário	19,63	Mensal	URP como indexador	Reajuste		diário	20,17	19,53
jul/88	diário	24,20	Mensal	URP como indexador	Reajuste	Choque de Preços Adm.	diário	24,69	24,04
ago/88	diário	21,00	Mensal	URP como indexador	Reajuste	Moderação e atraso nos reajustes.	diário	22,63	20,66
set/88	diário	24,10	Mensal	URP como indexador	Reajuste	Redução no intervalo de reajuste de 1 mês para 20 dias.	diário	26,25	24,01
out/88	diário	27,65	Mensal	URP como indexador	Reajuste		diário	29,79	27,25
nov/88	diário	26,92	Mensal	URP como indexador	Reajuste		diário	28,41	26,92
dez/88	diário	30,14	Mensal	Pressão por reajustes preventivos	Reajuste		diário	30,24	28,79
jan/89*	Congelado	-	Mensal		Reajuste	Recomposição de antes do congelamento		22,97	70,28
fev/89	Congelado	-	Congelado	Extinção da URP	Congelado		Extinção da OTN	18,95	3,60
mar/89	Congelado	-	Congelado	Amplios movimentos grevistas	Congelado			20,42	6,09
abr/89	7 dias	3,20	Congelado	Amplios movimentos grevistas	Congelado		Criação do BTN com indexação mensal pelo IPC.	11,52	7,31
mai/89	3 dias	11,72	Mensal	Indexação mensal da parcela até 3 SMs e trimestral para a parcela acima de 3 SMs.	Reajuste	Volta de Reajustes em bases mensais.	Mensal	11,43	9,94
jun/89	diário	31,74	Mensal		Reajuste		Mensal	27,29	24,83
jul/89	diário	42,59	Mensal		Reajuste		Criação do BTN-fiscal com reajuste diário.	33,15	28,76
ago/89	diário	29,36	Mensal		Reajuste		diário	35,49	29,34
set/89	diário	35,51	Mensal		Reajuste		diário	38,58	35,95
out/89	diário	37,61	Mensal		Reajuste		diário	47,70	37,62
nov/89	diário	41,01	Mensal		Reajuste		diário	48,41	41,42
dez/89	diário	54,15	Mensal		Reajuste		diário	64,21	53,55
jan/90	diário	56,11	Mensal		Reajuste		diário	67,60	56,11
fev/90	diário	72,78	Mensal		Reajuste		diário	82,04	72,78

Elaboração própria.

3 Ensaio 2 - Aspectos teóricos do plano Collor

3.1 Introdução

Após cinco anos nos quais o “nó górdio” da questão econômica brasileira era o processo inflacionário e os meios de debelá-lo, Fernando Collor assume a presidência da república, no dia 15 de março de 1990 com a inflação na casa dos 80% ao mês.

O objeto do terceiro ensaio desta tese é avaliar o plano Collor, utilizando-se, para tanto, método análogo ao aplicado no primeiro ensaio. Antes, porém, pretende-se expor e discutir criticamente a teoria da inflação subjacente a esse plano. Tal escolha é imperativa uma vez que as falhas teóricas presentes no plano são aqui concebidas como inconsistências significativas no campo do pensamento heterodoxo brasileiro, e como inconsistências que, ao final e ao cabo, acabaram por funcionar como um “calcanhar de Aquiles” teórico no debate econômico, cujos reflexos persistem até os dias atuais.

O Documento - Crise e Reforma Monetária no Brasil

Segundo Carvalho (1996, p. 31) “não existe uma versão oficial sobre os objetivos do bloqueio de liquidez, a estratégia que o orientava e o diagnóstico de que teriam partido seus formuladores”. O autor registra, ainda, a inexistência de um documento oficial fundamentando o bloqueio de ativos financeiros, fato atribuído às circunstâncias sigilosas da elaboração da política e à ausência de uma matriz teórica única entre seus formuladores. A partir desta constatação Carvalho (1996) busca, através de uma “engenharia reversa”, baseada na análise de documentos, declarações e medidas iniciais do programa, chegar à matriz teórica que fundamentou o bloqueio.

“Tanto a Exposição de Motivos 58 quanto as palavras de Collor e de Zélia mostram coincidências quase literais com o texto “Crise e Reforma Monetária no Brasil” [...] O mais importante é que, embora haja diferenças entre a proposta de bloqueio que aparece no documento de Belluzzo e Almeida e o que se fez em março de 1990, as ideias ali expressas explicam adequadamente as medidas iniciais do Plano Collor e as opções adotadas em seguida pela equipe econômica do novo governo”. (CARVALHO, 1996, p. 32-33)

Neste trabalho, entende-se que o texto “Crise e Reforma Monetária no Brasil” é o documento teórico mais relevante na fundamentação do Plano Collor. Neste sentido, mais do que a falta de uma matriz teórica única dentro da equipe do governo, entende-se, neste trabalho, que os autores, Belluzzo e Almeida, não defendem de maneira inequívoca (pelo

menos em seus principais textos associados ao tema) uma única teoria da inflação. De maneira concreta, a ideia que norteia o plano de estabilização proposto no artigo seria uma “teoria” da impossibilidade da estabilização” ou uma “teoria” do fracasso da estabilização” mais fortemente fundamentada na observação da institucionalidade monetária/fiscal brasileira do que propriamente em uma teoria da inflação. A construção/avaliação dessa hipótese tomará como base a leitura e análise da produção dos autores, relacionada ao tema. Como já sugerido, supõe-se que o documento mais importante nessa avaliação seja o texto “Crise e Reforma Monetária no Brasil”, uma vez que seu objeto principal é a questão aqui estudada. Outro trabalho relevante para a melhor compreensão do texto em consideração é o livro “Depois da Queda – A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real”, dos mesmos dois autores. Antes, porém, de entrarmos na avaliação das bases teóricas do Plano Collor, estabeleceremos uma visão geral do modo usual de operação de política monetária e de financiamento público.

Após esta breve introdução, o capítulo obedecerá a seguinte estrutura: Na seção (3.2) será exposto o *modus operandi* da criação de moeda e estabelecimento da política monetária por parte do Banco Central. Em seguida (seção 3.3), a partir do esquema desenvolvido por Lavoie (2013), será discutido o financiamento público nas economias modernas (relacionamento Tesouro x Banco Central). A seção 3.4, expõe, por seu turno, uma leitura “ponto a ponto” do diagnóstico de Belluzzo e Almeida acerca do processo inflacionário brasileiro e de sua proposta de plano de estabilização. Note-se que tal leitura tem como ponto de partida a base “teórico-institucional” estabelecida nas duas seções anteriores (3.2 e 3.3). Na penúltima seção apresenta-se brevemente o debate teórico que tratou do Plano Collor, em seu tempo⁴⁹ e, por fim, resume-se as principais conclusões do ensaio.

3.2 A institucionalidade fiscal monetária nas economias modernas

É objetivo de esta seção apresentar o modo de funcionamento do financiamento público das economias contemporâneas. Neste campo, julgamos que a teoria das Finanças Funcionais (e atualmente a *Modern Money Theory*) é a teoria com maior aderência ao modo de operação das economias modernas. Todavia, para além de registrar uma

⁴⁹ A seção segue o debate iniciado por Pastore (1990) comentado por Carvalho (1993) e seguido por Ramalho (1995;1997) e Paula (1996; 1997)

abordagem teórica específica, esta seção pretende sublinhar que a operação do financiamento público das economias contemporâneas valida proposições tais como.: (i) os bancos comerciais não são apenas intermediários entre agentes deficitários (investidores) e agentes superavitários (poupadores), (ii) o Banco Central não tem capacidade de determinar a quantidade de dinheiro na economia, via definição de base (abordagem do multiplicador). Estas constatações subvertem, em grande medida, a teoria monetária convencional e produzem resultados instigantes, como a ideia de que em países com moeda soberana a taxa de juro é determinada de forma exógena e que, do mesmo modo, o endividamento público em moeda doméstica não possui limites definidos como os supostos pela teoria tradicional⁵⁰. Destacamos que estes “fatos estilizados” vêm sendo, cada vez mais, reconhecidos por proponentes de diversas matrizes teóricas. Neste sentido tomaremos como base três artigos de economistas do *Bank of England* que, apesar de não representarem a visão oficial da autoridade monetária inglesa, têm grande destaque e aceitação na instituição. Estes artigos intitulam-se “*Money creation in the modern economy*”(MCLEAY; RADIA; THOMAS, 2014), “*Money in the modern economy: an introduction*”(MCLEAY; RADIA; THOMAS, 2014a) e “*Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters*”(JAKAB; KUHOFF, 2015).

O dinheiro na economia moderna

Nas economias modernas todo dinheiro é um “título de dívida” de um agente contra outro. Em inglês diz-se que todo dinheiro é um IOU (*i owe you*).

Assim,

“money is a social institution that provides a solution to the problem of lack of trust. It is useful in exchange because it is a special kind of IOU: in particular, money in the modern economy is an IOU that everyone in the economy trusts” (MCLEAY; RADIA; THOMAS, 2014a, p. 4)

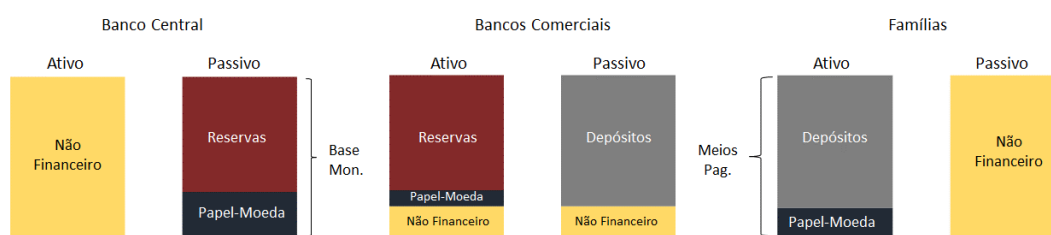
De modo geral, são três os tipos de dinheiro, a saber: papel moeda (PMPP), depósitos bancários (DV) e reservas bancárias (RB). Estes três “tipos” de dinheiro compõem o que se convencionou chamar base monetária (M0), composta pela soma total do papel moeda

⁵⁰ Deve-se observar que os limites impostos ao endividamento do setor público nos modelos intertemporais marginalistas têm uma origem na própria natureza desta abordagem. A acumulação de ativos em modelos intertemporais marginalistas tem como objetivo a maximização intertemporal do consumo e por isso um agente racional e algum momento irá consumir seus ativos ou ao menos interromper a acumulação dos mesmos como em SARGENT; WALLACE (1981). A rigor o Estado não quebra, só que ao monetizar sua dívida cria inflação.

emitido pela autoridade monetária, das reservas bancárias e dos meios de pagamento (M1 - papel-moeda em poder do público e os depósitos à vista). A base monetária (M0) é considerada a composição de “dinheiro” mais “forte”, uma vez que está integrada por ativos que a autoridade monetária (passivos para autoridade) oferece à sociedade⁵¹. O papel moeda é um título de dívida “físico” emitido pela autoridade monetária e as reservas bancárias são o “dinheiro bancário” eletrônico, isto é, o dinheiro que os bancos transacionam entre si e com o Banco Central. Os meios de pagamento, por sua vez, além do PMPP, incluem os depósitos à vista que são passivos-ativos dos bancos comerciais contra o setor não bancário da economia (pessoas físicas e jurídicas)⁵². Ou seja, é o dinheiro disponível de maneira mais imediata para as transações econômicas.

A figura abaixo ilustra os três setores e suas relações patrimoniais em relação aos agregados “base monetária” e “meio de pagamento”. Isto é, o que os setores devem ou têm de direito uns em relação aos outros. Vê-se que, conforme dito, a base monetária é o passivo do BC. As reservas são sempre ativos dos bancos comerciais e os depósitos à vista, ativos das famílias. Neste sentido os depósitos estão para as famílias como as reservas estão para os bancos comerciais. Destaque-se que os meios de pagamento são formados pelos depósitos à vista acrescidos da parcela de papel moeda em poder das famílias. Os chamados encaixes não fazem parte dos meios de pagamento.

Figura 7 – Processo de Criação de Moeda



Fonte: McLeay; Radia; Thomas (2014)

⁵¹ Não é por acaso que, em inglês, a base monetária é chamada de *high-powered Money*.

⁵² Para efeito de simplificação iremos, inicialmente, em nossa exposição, segmentar a economia em três setores, a saber Banco Central, Bancos Comerciais e Famílias.

O processo de criação de cada um destes “tipos” de dinheiro se faz da seguinte forma: o papel moeda é criado pelos bancos centrais (por meio da casa da moeda, no caso brasileiro) e, regra geral, seguem a demanda.

“The Bank of England makes sure it creates enough banknotes to meet the public’s demand for them. The Bank first arranges the printing of new banknotes by a commercial printer. It then swaps them with commercial banks for old banknotes – those which are no longer fit to be used or are part of a series that has been withdrawn.” (MCLEAY; RADIA; THOMAS, 2014a, p. 7)

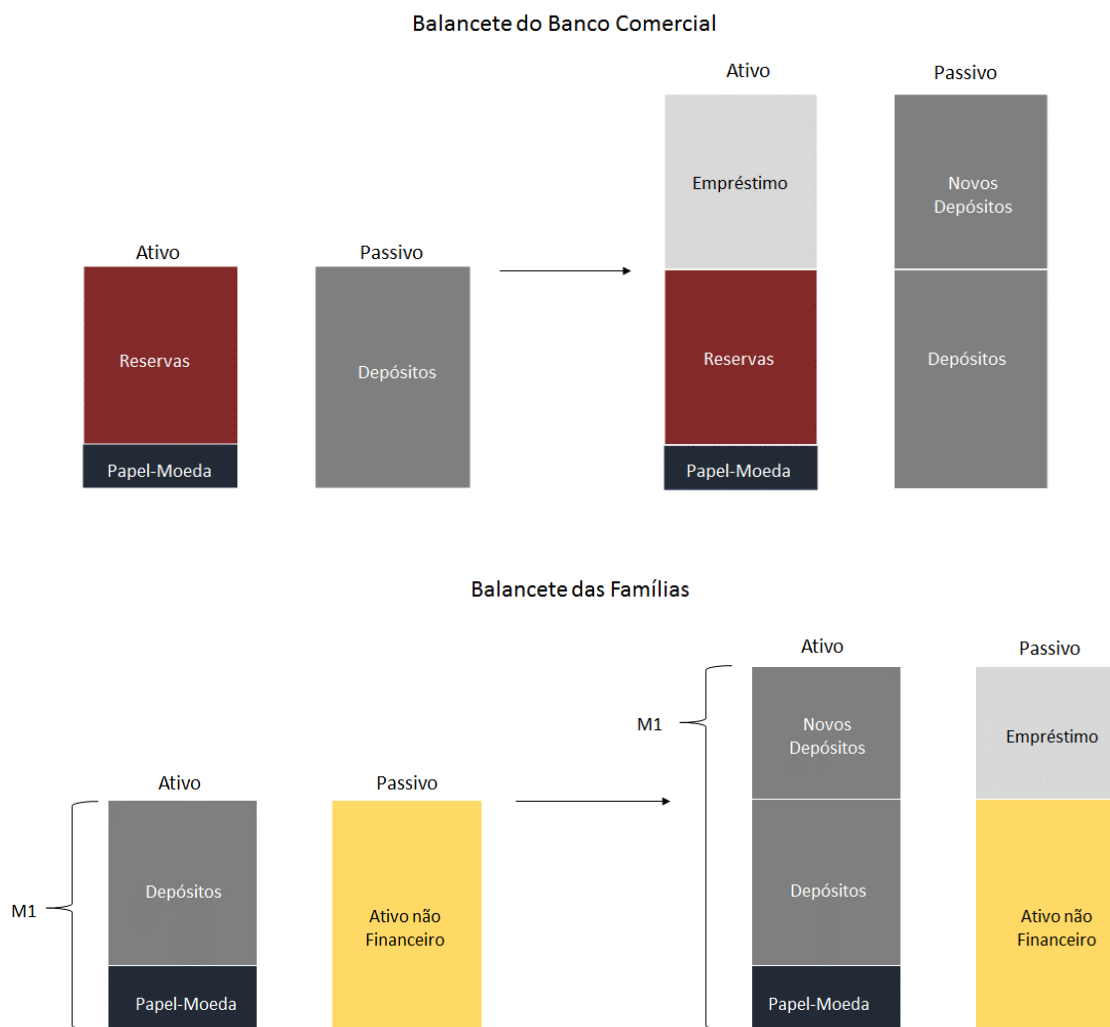
Os depósitos bancários são, por seu turno, basicamente gerados pelos bancos comerciais. Na verdade, o que permite a criação de depósitos à vista por parte dos bancos, de maneira independente da ação do governo, é a possibilidade de criação de uma operação de crédito. Quando, por exemplo, um banco faz um empréstimo imobiliário a uma família ele credita um determinado valor na conta desta família. Neste momento, o dinheiro (poder de compra para família) está constituído. A família tem um ativo em dinheiro em sua conta corrente (que pode, por exemplo, ser trocado por um imóvel) e uma dívida com o banco, isto é, um IOU, nos termos anteriormente comentados. Por fim, as reservas bancárias, são creditadas nas contas que os bancos comerciais possuem no BC, sempre que o governo executa uma despesa (compra).

Descrita a sistemática de criação de cada um destes elementos (papel moeda, depósitos e reservas), deve-se definir a questão mais relevante no processo de criação da moeda e na institucionalidade monetária atual. Isto significa discutir como tais elementos se relacionam. Diferentemente do que a teoria convencional postula, a origem da criação de moeda está na relação entre as famílias e os bancos comerciais⁵³. São as decisões de empréstimo dos bancos que originam o processo de criação de moeda. Para uma dada taxa básica de juro, os bancos estabelecem uma margem (*spread*) e emprestam aos demandantes avaliados como solventes. Assim, a restrição à criação de moeda seria determinada pelos agentes considerados solventes pelos bancos comerciais que efetivamente querem tomar um empréstimo. Retomando o exemplo anterior, (família-empréstimo imobiliário): no momento em que o banco comercial aceita o pedido de

⁵³ Este tipo de criação refere-se a *credit money*. Quando o governo incorre em um déficit, por exemplo, ele também está, automaticamente, criando moeda.

empréstimo ele credita o dinheiro na conta da família, operação que implica um aumento dos meios de pagamento (M1).

Figura 8 – Balancetes dos BCs e Famílias na Criação de Moeda



Fonte: McLeay; Radia; Thomas (2014).

Tudo o mais constante, não há razões para se falar em variação da base monetária. Note-se que, em tese, faz sentido pensar que dado um maior volume de depósitos os bancos iriam demandar mais base para fazer frente a eventuais saques/transferências. No entanto, se não estamos supondo nenhuma regra de requerimento de capital, esta relação não é automática.

“And reserves are, in normal times, supplied ‘on demand’ by the Bank of England to commercial banks in exchange for other assets on their balance sheets. In no way does the aggregate quantity of reserves directly constrain the amount of bank lending or deposit creation.” (MCLEAY; RADIA; THOMAS, 2014a, p. 3)

Portanto, novamente, os bancos comerciais têm capacidade de criar dinheiro *ex nihilo*. Os depósitos (que conferem poder de compra à sociedade) são apenas um registro contábil de quanto a contraparte do banco pode sacar e, conseqüentemente, de quanto esta deve ao banco.

De forma simétrica à descrita no exemplo, sempre que o setor não bancário quita um empréstimo está ocorrendo “destruição” de moeda, isto é, redução nos meios de pagamentos. Apesar de ser a forma mais comum de criação e destruição de meios de pagamentos, os empréstimos não são a única forma de afetar os meios de pagamentos. Toda interação entre o setor bancário (incluindo o BC) e o setor não bancário implica em impactos nos depósitos e, portanto, nos meios de pagamentos.

Estabelecida a “origem” da criação da moeda cabe o questionamento acerca da existência de limites para a criação de meios de pagamentos. Conforme discutido, a restrição à criação de moeda seria determinada pelos agentes considerados solventes pelos bancos comerciais que, efetivamente, querem tomar um empréstimo. Portanto, *grosso modo*, os fatores que influenciam a capacidade de expansão da moeda são os que atuam sobre a “propensão” dos agentes à tomada de empréstimos e, adicionalmente, a percepção dos bancos acerca da capacidade de pagamento destes mesmos agentes. Logo, entre os elementos que podem influenciar a decisão de empréstimo dos bancos estão a concorrência interbancária, a estrutura de casamento de prazos entre ativos e passivos e o risco de crédito. Pelo lado dos tomadores, os principais elementos considerados na tomada de decisão são o nível da taxa de juro e o ritmo da atividade econômica.

Depreende-se do exposto que a autoridade monetária não possui instrumentos para **determinar** o volume dos meios de pagamentos. No entanto, por meio da determinação da taxa básica de juro que, é o preço das reservas, ela pode influenciar (direta e indiretamente) o volume de empréstimos e, portanto, os depósitos. Isto fica claro no texto do *Bank of England* abaixo reproduzido e reitera-se que esta é a prática corrente na maioria das economias modernas.

“In normal times, the Monetary Policy Committee (MPC), like most of its equivalents in other countries, implements monetary policy by setting short-term interest rates, specifically by setting the interest rate paid on central bank reserves held by commercial banks. It is able to do so because of the Bank’s position as the monopoly provider of central bank money in the United Kingdom. And it is because there is demand for central bank money — the ultimate means of settlement for banks, the creators of broad money — that the

price of reserves has a meaningful impact on other interest rates in the economy.” (MCLEAY; RADIA; THOMAS, 2014b, p. 7–8)

É, portanto, por intermédio da determinação da taxa de juro básica que a autoridade monetária logra influenciar as demais taxas de juros e, assim, o volume de crédito. Nesse processo, a autoridade monetária não pode decidir o volume de reservas e, por conseguinte, não pode utilizar tal estratégia como instrumento de política monetária. Mais uma vez, recorrendo às palavras da autoridade monetária inglesa:

“Central banks do not typically choose a quantity of reserves to bring about the desired short-term interest rate. Rather, they focus on prices — setting interest rates. The Bank of England controls interest rates by supplying and remunerating reserves at its chosen policy rate. The supply of both reserves and currency (which together make up base money) is determined by banks’ demand for reserves both for the settlement of payments and to meet demand for currency from their customers — demand that the central bank typically accommodates.” (MCLEAY; RADIA; THOMAS, 2014b, p. 8, grifo do autor)

É relevante lembrar que as taxas de longo prazo dos títulos públicos acabam sendo, em grande medida, condicionadas pela taxa básica de juro. Conforme posto por Serrano e Summa (2013), a arbitragem intertemporal implica que a taxa dos títulos públicos de longo prazo não possa ser muito diferente de uma composição da taxa de curto prazo (taxa básica) e da expectativa da taxa de curto prazo no futuro. Assim, na prática, o que governo tem a seu alcance é o controle direto da taxa de curto prazo e o controle indireto das taxas de longo prazo.

De forma consistente com a institucionalidade e práticas de política monetária defende-se nesse trabalho a tese de que a taxa de juro básica da economia é exógena⁵⁴. Teoricamente, esta visão se consubstancia de maneira mais sistemática na década de 1980, a partir de publicações tais como Kaldor (1982) e Moore (1988), as quais começam a compor um arcabouço teórico coerente com o modo de funcionamento das economias modernas. Esse movimento se faz em oposição a teoria quantitativa da moeda que, de forma geral, considera a determinação da quantidade de moeda exógena e a taxa de juros endógena. Isto é, esta última seria o “preço da moeda” determinado no lado “real” da economia mediante o equilíbrio entre as funções investimento e poupança potencial⁵⁵. Apesar de a crítica à teoria quantitativa de moeda não ser objeto específico deste estudo,

⁵⁴ Para visão geral ver Arestis; Sawyer (2006).

⁵⁵ Para detalhes ver Serrano (2001).

vale dizer que a fragilidade da teoria quantitativa e suas proposições ficam patente com o sistemático e recorrente abandono das metas de agregados monetários pelos bancos centrais das principais economias mundiais. Neste sentido

“até autores mais ortodoxos estão aceitando que o governo não controla a oferta monetária e sim a taxa básica de juros da economia [...] A explicação desses autores mais tradicionais é que a partir da década de 80, com a desregulação e a globalização financeira, houve um grande número de inovações financeiras que criaram uma grande quantidade de ativos financeiros parcialmente capazes de substituir a moeda em algumas de suas funções, o que teria feito a demanda por moeda ficar muito instável (Judd e Scadding (1982)). Assim, na prática teria ficado impossível para os bancos centrais fixar metas para a quantidade de moeda, pois com a demanda por moeda instável, a taxa de juros flutuaria demais, gerando instabilidade financeira. Esses autores defendem então que não é a teoria monetária descrita acima que está errada. A política de fixação metas quantitativas para a oferta monetária funcionou bem no passado quando havia poucas quase-moedas disponíveis. Hoje em dia, no entanto, os bancos centrais prefeririam estabelecer uma meta para a taxa básica de juros para evitar que a instabilidade da demanda por moeda torne a taxa de juros volátil demais.” (SERRANO; SUMMA, 2013, p. 392)

A despeito do contorcionismo teórico denunciado na passagem acima, o fato é que os bancos centrais determinam a taxa de juros de curto prazo pelo manejo (compra e venda) de títulos públicos. Estes, portanto, servem muito mais para “zerar” a posição de reservas dos bancos comerciais em relação ao Banco Central do que propriamente para financiar despesas.

Por fim, vale destacar que na tradição da teoria da moeda endógena duas vertentes, a estruturalista e a horizontalista, disputam a forma da curva da taxa de juro. Este trabalho não pretende abordar de perto este debate⁵⁶, Contudo, cumpre destacar a conveniência da “solução” de Serrano e Summa (2013) baseados em Setterfield (2007), na qual o debate sobre a forma da curva de juros é deslocado para os determinantes da taxa de juros privada e se privilegia o exame da relação entre o *spread* aplicado sobre a taxa básica e o nível de atividade da economia.

Exposto o funcionamento da definição da taxa básica de juro, da criação de moeda e do mercado de reservas pretendemos discutir, em seguida, como a política fiscal influencia a política monetária.

⁵⁶ Para detalhes acerca da teoria estruturalista ver Dow (2006) e acerca da teoria horizontalista ver Lavoie (2006).

3.3 Nexo Tesouro – Banco Central: Um esquema simplificado

Como veremos mais adiante, faz parte do diagnóstico de Belluzzo e Almeida sobre o processo inflacionário brasileiro a ideia de que uma crise fiscal derivada da estatização da dívida privada externa era elemento importante na perda da capacidade de se fazer política monetária. Assim, apresentaremos um esquema simplificado baseado em Lavoie (2013) para mostrar a relação entre os gastos governamentais e seus impactos sobre a moeda. O entendimento de como se dá este nexos fiscal-monetário enfraquece, ou até mesmo invalida, a ideia de que políticas fiscais expansionistas geram pressão sobre os juros da economia. Na verdade, como deverá ficar claro, dado o modo como a economia real opera, o que acontece é exatamente o oposto.

Um *leitmotiv* da *Modern Money Theory* é a afirmativa de que **o governo gasta antes de tributar ou de se endividar** (emitir títulos públicos). Segundo Lavoie (2013, p. 9) esta afirmativa é, na melhor das hipóteses, enganosa. “*They skip one fundamental step [...] Any agent must have funds in a banking account: before being able to spend, the treasury must somehow replenish its deposit account at the central bank (or at private banks)*”. De fato, é prática dos autores desta corrente teórica consolidar Tesouro e Banco Central em uma única entidade (governo) como atesta a seguinte passagem:

“**Quando se consolidam os balanços contábeis entre FED e o Tesouro**, vê-se que, em realidade, o Tesouro não pode recolher os tributos da economia antes de gastar – qualquer transferência de contas tributárias da economia privada para o balanço contábil do governo deve ser exatamente contrabalançada por provisão governamental de um montante equivalente de “moeda fiduciária” através do uso do balanço contábil do FED. Em qualquer caso, como o governo é o único ofertante de moeda fiduciária, não pode receber em tributos uma moeda que não forneceu aos mercados privados. A fonte original de toda moeda fiduciária deve ser **o governo (consolidado)**, e a coordenação entre o Tesouro e o banco central é exigida para manter as reservas.” (WRAY, 2003, p. 98, grifo meu)

Ainda de acordo com Lavoie esta consolidação não é *per se* ilegítima. No entanto, ela pode confundir mais que ajudar, uma vez que se omite a venda de títulos do Tesouro ao Banco Central. Outro ponto importante a ser considerado é o fato de que esta consolidação pode e costuma ser contrafactual, uma vez que é frequente a presença de

“institucionalidades” disciplinando, e por vezes restringindo, a compra de títulos do Tesouro por parte do Banco Central⁵⁷.

A seguir, desenvolveremos um exercício bastante comum na literatura do MMT, o qual, a partir da exibição dos balancetes dos setores da economia (Tesouro, Banco Central, Bancos Comerciais/Privados e Famílias), tenta elucidar as relações de financiamento público e seus reflexos⁵⁸.

Cartalismo Extremo

No “Exemplo 1” está considerado o “caso extremo” neo-cartalista⁵⁹ no qual se supõe não haver nenhuma restrição na relação entre Tesouro e Bacen. Isto é, o Banco Central pode “financiar” o Tesouro diretamente por meio da compra de seus títulos.

Quadro 9 - Caso Extremo Neo - Cartalista

	Tesouro		Bacen		Bancos Comerciais		Famílias	
	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
(i)	+ 100 (RB)	+ 100 (títulos)	+100 (títulos)	+ 100 (RB - Tesouro)				
(ii)	+ 100 (RB)	+ 100 (títulos)	+100 (títulos)	+ 100 (RB - Tesouro) + 100 (RB - BC)	+ 100 (RB)	+ 100 (DV)	+ 100 (DV)	
(iii)	+ 100 (RB)	+ 100 (títulos)	+100 (títulos)	+ 90 (RB - BC) + 10 (PMPP)	+ 90 (RB)	+ 90 (DV)	+ 90 (DV) + 10 (PMPP)	
(iv)	+ 100 (RB)	+ 100 (títulos)	+ 19 (títulos)	+ 9 (RB - BC) + 10 (PMPP)	81 (títulos) +9 (RB)	+ 90 (DV)	+ 90 (DV) + 10 (PMPP)	

Suponha-se a necessidade de o Tesouro efetuar um pagamento qualquer de 100 unidades monetárias - u.m. (por exemplo, para pagar servidores). A primeira linha da tabela 3-1 reflete a posição patrimonial do Tesouro e do Bacen após a emissão de títulos por parte do Tesouro e sua subsequente compra pelo Banco Central. Segundo Lavoie (2013), é exatamente esta etapa que os neo-cartalistas costumam omitir, quando consolidam Tesouro e Bacen em uma única entidade (governo).

⁵⁷ O § 1º do art. 164 da Constituição Federal (CF) estabelece que “É vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira”. O § 2º do art. 164 da CF determina que “O banco central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros”. Por fim o § 2º do art. 39 da Lei Complementar nº 101, de 2000, (LRF) estabelece que “O Banco Central do Brasil só poderá comprar diretamente títulos emitidos pela União para refinarar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo na sua carteira”.

⁵⁸ Este exercício baseia-se Lavoie (2013).

⁵⁹ Seguindo a terminologia adotada por Lavoie (2013) entende-se neo-cartalismo por sinônimo da *Modern Monetary Theory*. São autores proeminentes desta corrente teórica Randall Wray, Mathew Forstater, Stephanie Bell-Kelton, Pavlina Tcherneva, Éric Tymoigne, Bill Mitchell, Scott Fullwiler e Warren Mosler.

A segunda etapa já envolve os bancos comerciais (BCs) e as famílias. Conforme dito, dada a hipótese de necessidade de pagamento de salários dos servidores, ocorre então uma transferência das reservas bancárias (RB) da Conta Única do Tesouro (CTU) no Bacen para a conta dos bancos comerciais no Bacen. No balancete dos BCs cria-se um ativo de 100 u.m. na forma de reservas contra o Bacen e um correspondente passivo na forma de depósitos à vista (DVs), contra as famílias. Nesta etapa, em resumo, há uma transferência líquida de 100 u.m. do ativo do Tesouro para o ativo das famílias. É importante ressaltar que, a partir deste momento, os BCs estão com um ativo (reservas bancárias) que é não remunerado, e pode ser visto, portanto, como uma “ativo indesejado” do qual desejam se desfazer. Note-se que, a capacidade que os BCs terão de trocar este ativo por ativos remunerados dependerá das regras impostas pelo Bacen (por exemplo de percentual mínimo de reservas compulsórias) e de sua disposição em conduzir operações compensatórias.

Suponha-se agora (3ª etapa) que as famílias queiram sacar 10 u.m. (chamaremos de papel moeda em poder do público – PMPP) e manter 90 u.m. no formato de depósito à vista (DV). Nesse caso, ocorre uma “mutação” no passivo do Bacen como resposta à demanda das famílias por 10 u.m. na forma de PMPP e um “enxugamento” correspondente no balancete dos BCs (tanto no ativo quanto no passivo).

Por fim (4ª etapa), conforme dito acima, os BCs vão operar tentando “se desfazer”, no limite do possível, de seu ativo não remunerado (reservas bancárias). Suponha, por hipótese, que o Bacen imponha um mínimo de reservas compulsórias de 10% sobre os depósitos à vista. Dada esta restrição, os BCs demandarão 81 u.m. de títulos (comprando do Bacen) e permanecerão com as 9 u.m. requeridas compulsoriamente na forma de RB.

De fato, as proposições dos autores da MMT se sustentam neste exercício, isto é, o gasto deficitário, contrariando toda a teoria tradicional baseada na ideia dos fundos emprestáveis, pressiona para baixo as taxas de juros. Apesar de este resultado ser, aparentemente, inesperado, ele é bastante lógico uma vez que qualquer gasto governamental realizado através de transferência de reservas da CTU para as contas dos BCs no Bacen implica um aumento das reservas bancárias no sistema bancário privado. Concluindo, dada a premissa deste exercício, de que o Bacen pode diretamente comprar títulos do Tesouro, de fato, a venda de títulos para o setor privado funciona exclusivamente para impedir a queda da taxa de juros.

Cartalismo Moderado

O segundo exemplo, apresenta como objetivo examinar se os resultados anteriores se sustentam, no caso de vigência de uma institucionalidade Tesouro-Bacen mais restrita. Isto exige discutir, como se dá o financiamento do Tesouro supondo-se que o Bacen não pode comprar seus títulos⁶⁰ diretamente.

Quadro 10 - Caso Moderado Neo - Cartalista

	Tesouro		Bacen		Bancos Comerciais		Famílias	
	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
(i)	+ 100 (RB)	+ 100 (títulos)		+ 100 (RB - Tesouro) - 100 (RB - BC)	+ 100 (títulos) - 100 (RB)			
(ii)	+100 (RB)	+ 100 (títulos)	+ 100 (títulos)	+ 100 (RB - Tesouro) -100 (RB - BC)	+100 (títulos) -100 (RB)			
(iii)	+100 (RB)	+ 100 (títulos)	+100 (títulos)	+100 (RB - Tesouro) + 100 (RB - BC)	+ 100 (RB)	+ 100 (DV)	+ 100 (DV)	
(iv)	+100 (RB)	+ 100 (títulos)	+100 (títulos)	+ 90 (RB - BC) + 10 (PMPP)	+ 90 (RB)	+ 90 (DV)	+ 90 (DV) + 10 (PMPP)	
(v)	+100 (RB)	+ 100 (títulos)	+ 19 (títulos)	+ 9 (RB - BC) + 10 (PMPP)	81 (títulos) +9 (RB)	+ 90 (DV)	+ 90 (DV) + 10 (PMPP)	

Mais uma vez, suponha-se que o Tesouro necessita pagar 100 u.m. a servidores. A primeira etapa da tabela 3-2 registra a posição patrimonial do Tesouro após emissão e subsequente venda de títulos aos BCs. Neste momento seria criada uma “obrigação/passivo em depósitos à vista” dos BCs em relação ao Tesouro. Todavia, da mesma maneira que no caso brasileiro no qual não se permite ao Tesouro manter contas em bancos comerciais, o que ocorre na prática é uma transferência de reservas dos BCs para a conta do Tesouro no Bacen. Note-se, porém, que este movimento deixa, *ceteris paribus*, o setor bancário em débito com o Bacen, considerados seus requerimentos mínimos de reserva. Na 2ª etapa o Bacen age defensivamente e compra títulos no mercado secundário, retirando títulos do setor bancário e oferecendo as reservas necessárias para o cumprimento dos requerimentos mínimos (e para tirar a pressão altista sobre o juro/*overnight*). Veja que ao fim desta etapa (2ª) a posição patrimonial dos setores é exatamente a mesma que a observada ao fim da 1ª etapa do exemplo “Neo-Cartalista extremo”. Ou seja, na prática o setor privado funciona como intermediário entre o Tesouro e o Banco Central. A partir deste ponto, a operação se desenvolve exatamente

⁶⁰ Conforme visto, essa é a institucionalidade vigente a partir da edição da LRF em 2000.

igual ao exemplo anterior isto é as etapas 3, 4 e 5 do “Neo-Cartalista moderado” são idênticas às etapas 2, 3 e 4 do “Neo-Cartalista extremo”⁶¹.

Não obstante o resultado final ser exatamente o mesmo do primeiro exercício, as regras de interação entre Tesouro e Banco Central, na prática, faz com que a venda de títulos ao setor privado tenha como função o financiamento de gastos deficitários.

Apesar de esta “institucionalidade” poder ser considerada uma restrição auto-imposta, conforme argumentam autores da MMT⁶², ela existe e, de fato, condiciona, em alguma medida, a operação das políticas fiscal e monetária. Conclui-se, portanto, que, a despeito de na prática a venda de títulos se mostrar necessária para financiar o gasto deficitário do governo, em sua essência (em consonância com a teoria das finanças funcionais e com a MMT) essa operação serve para regular a liquidez da economia. Em outras palavras, ainda que a venda de título público permita a operacionalização da política fiscal deficitária (dadas as regras atuais), ela opera como um instrumento eminentemente monetário.

Expostos os mecanismos de criação de moeda e de “financiamento” do setor público podemos avançar na leitura de Belluzzo e Almeida tendo como base uma visão teórico-institucional alternativa e consistente.

3.4 Belluzzo e Almeida – a Teoria da Impossibilidade da Estabilização

O documento Crise e Reforma Monetária no Brasil segue a seguinte estrutura: (i) A natureza da moeda e a gestão monetária; (ii) A gestão monetária da crise; (iii) A financeirização dos preços; (iv) A polarização da riqueza e crise da gestão monetária; (v) A reforma monetária. Na primeira seção os autores apresentam, de maneira não sistemática, sua visão geral de teoria monetária “keynesiana” recorrendo, principalmente a passagens presentes na própria Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. Na segunda seção é apresentado o diagnóstico dos autores acerca das origens da “crise” e do processo inflacionário brasileiro e sua relação imediata com a condução monetária-fiscal

⁶¹ Sublinhe-se que o exemplo Neo-Cartalista moderado se aproxima, de maneira simplificada, da maneira de operação delineada pela institucionalidade brasileira que, como visto, determina que “o Banco Central do Brasil só poderá comprar diretamente títulos emitidos pela União para refinarciar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo na sua carteira” (art. 39, § 2o da Lei Complementar no 101, de 2000 – LRF).

⁶² “A maioria das pressões que os governos acreditam ter origem nos mercados internacionais, na verdade, são restrições auto-impostas que decorrem de uma confusão sobre a natureza dos déficits governamentais.” Wray, R. (2013, p.95).

na década de oitenta. A terceira seção trata, especificamente do surgimento e desenvolvimento da “quase-moeda”, no contexto de alta inflação crônica e dos impactos da indexação sobre a economia e, principalmente, sobre o aumento da resiliência inflacionária. A quarta seção, que não será objeto de análise do presente artigo, tenta conciliar a exposição realizada nas três primeiras seções com a teoria keynesiana da preferência pela liquidez. A quinta e última seção define de forma mais objetiva, os termos da proposta de “reforma” que viria a se consubstanciar no Plano Collor. A sistemática de análise a seguir será reproduzir os trechos considerados mais relevantes do artigo em questão e comentá-los à luz da teoria e dados previamente apresentados.

3.4.1 A natureza da moeda e a gestão monetária

Belluzzo e Gomes iniciam a seção descrevendo rapidamente a diferença entre um sistema econômico baseado em moeda-mercadoria e um sistema baseado em moeda fiduciária. De acordo com os autores, a diferença central entre os dois sistemas residiria no fato de que no sistema moeda-mercadoria a expansão da moeda estaria restrita ao crescimento da disponibilidade de mercadorias, enquanto que no sistema moeda fiduciária esta restrição não se impõe. Ao descrever o mecanismo de criação de moeda os autores, aparentemente mais próximos a abordagem estruturalista, estabelecem que:

“nos sistemas monetários contemporâneos, a moeda é administrada em primeira instância pelos bancos que têm o poder de avaliar o crédito de cada um dos centros privados de produção e geração de renda e, com base nisso, emitir obrigações contra si próprios, ou seja, dinheiro. A criação monetária até aqui dependente exclusivamente de que os bancos sancionem a aposta privada. Em segunda instância, o Estado, através do Banco Central, referenda ou não o crédito a que os agentes julgam ter direito e os bancos avançam aos centros privados de produção” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 63)

A primeira parte da afirmativa é não controversa na tradição endogenista e diz respeito ao fato, já comentado, de que, para uma dada taxa básica de juro, os bancos estabelecem uma margem (*spread*) e emprestam a todos os demandantes avaliados como solventes. Logo, a restrição à criação de moeda seria determinada pelos agentes avaliados como solventes pelos bancos comerciais e que efetivamente querem tomar um empréstimo. Neste sentido, apesar de a oferta de crédito ter como um de seus determinantes a demanda,

deve-se considerar que nem toda a demanda por crédito se materializa⁶³. Tendo em vista esse ponto, cumpre analisar a segunda parte da afirmativa, a qual afirma que o crédito estabelecido entre o banco comercial e os “centros privados de produção” (tomadores) necessita ser referendado pelo Banco Central. Este ponto está no centro do debate “acomodacionistas (horizontalistas) x estruturalistas”⁶⁴. Note-se que a posição de Belluzzo e Almeida é consonante com a posição estruturalista, enquanto que a posição adotada neste trabalho é mais afinada com a visão horizontalista. Concordando com Lavoie (2006, p. 18), que “na maioria dos aspectos a abordagem horizontalista é preferível [à acomodacionista] e tem sido confirmada pelas mudanças recentes nos procedimentos operacionais dos bancos centrais”. – Tradução própria. Conforme argumentam Serrano e Summa (2013), existe a possibilidade teórica de o Banco Central recusar-se a acomodar a demanda e criar base monetária e reservas nos montantes requeridos. No entanto, o custo relativo, a instabilidade e a desorganização em relação ao sistema de pagamentos tendem a fazer com que os bancos centrais validem o crédito tomado na ponta. Em outras palavras, segundo Nogueira (1993, p. 67):

“os bancos comerciais nunca podem ser constringidos em termos de suas reservas. Eles decidem a que taxa de juros estão dispostos a emprestar determinado montante, tendo garantias patrimoniais e de diferencial (*spread*) em relação às taxas de captação, e preocupam-se depois com suas posições de liquidez. **Em última instância, é inevitável para o banco central providenciar as reservas requeridas, mesmo que seja a uma taxa de redesconto “punitiva” (acima de mercado).**” (grifo nosso)

É importante dizer que a “inevitabilidade” de o Banco Central acomodar a demanda por reservas não significa que este seja passivo. Significa, apenas, que o instrumento de controle monetário da autoridade é o preço (taxa de juros) e não diretamente a quantidade de reservas.

Esse debate fica ainda mais claro se tomarmos a posição de Serrano e Summa (2013) a respeito da taxa de juros exógena. Na verdade, dada uma taxa básica de juros, uma vez que um banco qualquer tenha emitido um maior volume de empréstimos do que o que correspondente a seu limite mínimo de reservas, este certamente tentará cobrir suas posições no encerramento do dia pressionando o mercado interbancário, estratégia que

⁶³ Uma questão não pacífica neste ponto é a ideia de que as margens entre a taxa básica e o custo do crédito privado. Para detalhe ver Serrano e Summa 2013.

⁶⁴ Para “versão brasileira” deste debate ver: Nogueira (1993a e 1993b) e Carvalho (1993).

tende a gerar uma pressão altista sobre a taxa de juro. Instantaneamente, para manter a taxa de juro definida (Copom, por exemplo), o Banco Central, intervém comprando títulos e, em contrapartida, vendendo moeda. Dessa forma, a institucionalidade da definição de taxa de juro como instrumento de política monetária exige a acomodação da expansão dos empréstimos dos bancos privados pelo Banco Central.

Mais adiante, ainda na seção em análise, os autores (Belluzzo e Almeida) descrevem o impacto dos processos inflacionários sobre a capacidade de a autoridade monetária executar a política monetária.

“Nos processos inflacionários agudos, é a função de meio de circulação que absorve as demais; um outro ativo passa a servir de padrão de preços (e contratos) e de reserva de valor. A dívida, neste caso, atinge diretamente a moeda enquanto padrão adequado de referência de preços, contratos e avaliação da riqueza. A "desmonetização" é a contrapartida da fuga do dinheiro, já que os agentes privados não mais *veem* nele um ativo dotado da propriedade de representar um valor pela sua simples posse. No limite, a demanda de moeda inativa (os motivos precaução e especulação da tríade keynesiana) baixa a zero, o que significa a destituição do dinheiro do rol dos ativos e a incapacidade total de gestão monetária e regulação da taxa de juros pelo Estado.” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 65)

Esta passagem não mostra qualquer aderência à Teoria da Taxa de juros exógena, que, como vimos, é, independentemente da maneira como é formulada, aceita atualmente até por autores bastante convencionais, cientes de que o Banco Central continua a fixar sua taxa de juro e de que a queda do estoque real de moeda é apenas o reflexo do ajuste da carteira de riqueza dos agentes privados. Ora, se com a aceleração da inflação os agentes procuraram migrar do M1 (papel-moeda e depósitos à vista) para dívida pública (ou moeda indexada), em que sentido ocorreu a perda da capacidade de se regular a taxa de juros? O ensaio 1 desta tese mostrou que a trajetória da taxa básica de juro real refletiu as diretrizes políticas, uma vez que moveu-se como resposta a escolhas de políticas de contenção de demanda⁶⁵. Assim sendo, a trajetória da taxa de juro pouco se relaciona à

⁶⁵ Após a abertura da conta financeira a taxa de juros é uma variável que ao menos tem um piso exógeno, ou seja, deve remunerar os capitais investidos no país a uma taxa não inferior aos juros básicos internacionais mais o risco país e uma expectativa de desvalorização cambial. Acima deste piso o Banco Central tem total liberdade de estabelecer sua taxa de juros. No período estudado, quando havia uma conta financeira não aberta, o próprio valor real desta taxa, muito baixo e por vezes negativo, não sendo acompanhado de nenhuma crise cambial por fuga de capital, demonstra uma menor ligação entre política monetária/taxa de juros e preocupação com a sustentabilidade externa. Nestes casos, os canais de transmissão são menos diretos, e principalmente gerava-se uma tensão quando o ajuste do dólar frente a inflação corrente atrasava, ocasionando pressão nos mercados de dólar paralelo.

impossibilidade de o governo colocar títulos à remuneração desejada. De fato, o mercado diário continuou funcionando normalmente e, do nosso ponto de vista, é bastante estranha e invulgar a ideia de que a aceleração da inflação implica uma “endogenização” da taxa básica de juros real.

Ainda discutindo os efeitos da aceleração inflacionária, Belluzzo e Almeida afirmam que:

“Duas conseqüências nascem desta situação que corresponde à hiperinflação: primeiramente, a função de unidade de conta exercida pela moeda legal vai se tornando cada vez mais limitada a mercados e a um público de menor informação e baixa capacidade de passar adiante a moeda em franca desvalorização; segundo, o sistema de preços dos ativos se dissolve porque o ativo que servia às avaliações da riqueza privada desaparece. A substituição por um outro ativo, como uma moeda estrangeira forte, corresponde à busca desesperada de proteção e de referência para a riqueza.” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 65)

De fato, com a aceleração inflacionária ocorre a desmonetização da economia, uma vez que não faz sentido os agentes decidirem manter sua riqueza em um ativo que perde valor diariamente. Assim apesar da primeira parte da afirmativa ser correta, ela não possui nenhum significado econômico especial. Por seu turno, a segunda parte da afirmativa não corresponde a experiência brasileira visto que, mesmo sob alta inflação, se desenvolve um sistema relativamente eficiente de indexação e, conseqüentemente, a precificação dos ativos da economia não configurou um grande problema. Claro está que, em um processo inflacionário, a precificação pode acabar tendo como referência uma moeda estrangeira. Contudo, enquanto houver um sistema de indexação eficiente não há pretexto para motivar uma fuga dos passivos do setor público (dívida mobiliária interna e moeda). Logo, enquanto não houver (como não houve no caso brasileiro em nenhum momento) o abandono destes passivos (considerando-se todo o espectro de agregados), um processo de hiperinflação aberta não se configura.

A quarta e última passagem da seção do artigo de Belluzzo e Almeida, que se mostra relevante para nossa análise, diz respeito a relação entre câmbio e o processo inflacionário.

“a instabilidade cambial é um componente essencial da crise e a posse direta do novo ativo de referência é restrita aos setores exportadores que, assim, passam a deter um inusitado poder. Ou seja, o recurso a este ativo corresponde ao desdobramento da crise e não à sua solução, porque não é capaz de restaurar a confiança em um padrão monetário que, a rigor, neste momento, não existe.” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 65)

Na citação anterior, os autores parecem querer dizer que os exportadores, em um contexto de restrição externa, acabam tendo a possibilidade (e eventualmente exercendo) de pressionar o câmbio por meio do atraso/redução das exportações⁶⁶. Certamente, essa é uma questão importante no contexto da ausência de financiamento externo. Note-se, porém, que, de acordo com a interpretação defendida neste trabalho, a restrição externa está na origem dos processos inflacionários das economias periféricas na década de oitenta e em particular no caso brasileiro em todo o pós-guerra (ver Bastian et al. (2016)). No esquema desenvolvido no primeiro capítulo evidenciou-se que o aumento do poder dos setores exportadores pode implicar um acirramento do conflito distributivo. Uma vez que a crise de financiamento externo não seja debelada, mantém-se em vivo um componente permanente de pressão inflacionária.

Antes de passarmos para seguinte subseção do texto dos autores, cabe elucidar uma questão específica. Em vários momentos do documento (como nas passagens anteriores) os autores discutem a “eficácia da política monetária” *vis-à-vis* a inflação, como se tal vinculação se tratasse de uma relação inversa e contínua. Em outras palavras, na visão dos autores, o aumento da inflação desdobra-se em uma gradual incapacitação de a autoridade monetária definir a taxa de juro básica, processo que engendra a “endogeneização” da mesma.

“A política monetária, por uma sucessão de medidas “ortodoxas” e mais recentemente “heterodoxas”, foi dominada pelo objetivo de bloquear a explicitação da crise monetária em uma hiperinflação. Isto também implicou custos para o Estado, na forma da concessão de juros e liquidez nos seus títulos. Os altos custos financeiros e o estreitamento progressivo dos prazos da dívida pública agravaram, evidentemente, o desequilíbrio das contas fiscais e o financiamento do setor público, mas devemos frisar que esta foi uma decorrência da crise monetária, ou melhor, da imobilização crescente imposta ao gestor da moeda.” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 66)

A visão deste trabalho é a de que a relação defendida pelos autores em escrutínio não é pertinente. Ou seja, ou o Estado tem a capacidade de definir a taxa básica de juro, ou não têm e, neste caso, estaria caracterizado um processo de abandono da moeda ou hiperinflação aberta. A indexação diária (mecanismo do *overnight* – LFTs) da dívida pública, ocorrida no caso brasileiro, é um desdobramento “natural” do processo de

⁶⁶ Ver Bastos (2001). Neste trabalho o autor aponta a queda abrupta das exportações no pós-cruzado como uma das causas principais da pressão, via balanço de pagamentos, para abandono da taxa de câmbio fixa adotada no início deste plano.

aceleração inflacionária que, contrariamente ao que defendem Belluzzo e Almeida⁶⁷, é responsável pela manutenção da capacidade de o Estado fazer política monetária e, conseqüentemente, evitar que a economia entre em um processo de hiperinflação.

3.4.2 A Gestão Monetária da Crise

Nesta seção, os autores apresentam o diagnóstico das origens da crise brasileira. De forma geral eles identificam três crises, isto é, monetária, cambial e de financiamento do setor público (fiscal) e tentam estabelecer suas inter-relações.

O primeiro ponto destacado pelos autores campineiros é exatamente a ideia de que a política de “ajustamento” estaria na origem da crise brasileira. Constituem elementos centrais desta política a assunção da dívida externa privada por parte das empresas estatais e do Estado (por meio de mecanismos monetários, como depósitos em moeda estrangeira no BC), assim como a política tarifária e fiscal então praticada (isenções, incentivos fiscais, subsídios). Isto é, a aposta dos *policy makers* na primeira metade da década de oitenta teria se baseado na ideia de que, preservado o setor empresarial privado e restaurado o equilíbrio das contas externas, a economia se recuperaria da inflexão do começo da década⁶⁸. Nas palavras dos autores:

“Os responsáveis pela condução da política econômica julgavam que, sendo preservada a estrutura empresarial privada e restaurado o equilíbrio das contas externas nas *novas* bases que foram sendo impostas desde fins dos anos 70 – em termos de preço de combustível, custo dos juros da dívida externa e cancelamento dos fluxos externos ao País –, estariam repostas as condições para que a economia reencontrasse a trajetória do crescimento. Pensavam, assim, ser possível enfrentar uma gravíssima crise de financiamento e alterar profundamente a relação externa da moeda nacional e a composição dos mercados (entre mercado interno e externo) sem violar critérios e padrões de avaliação que regulavam o risco e as expectativas na economia.” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 65)

Quanto a este ponto apesar de ter havido, de fato, mudanças na estrutura patrimonial da economia como um todo, com a transferência dos passivos externos do setor privado para o setor público, em nossa avaliação o ponto

⁶⁷ Em relação a isto, os autores introduzem a noção do desenvolvimento das “quase-moedas” ou do dinheiro indexado.

⁶⁸ Após uma sequência de anos com altas taxas de crescimento, nos anos de 1981, 1982 e 1983 a taxa de variação real do PIB foi de -4,25, 0,83 e -2,93 respectivamente.

historicamente relevante na narrativa do acirramento do processo inflacionário brasileiro no começo da década de oitenta é a crise mexicana de 1982. Assim sendo, não faz muito sentido colocar tamanha ênfase no ajuste patrimonial doméstico quando o problema é eminentemente de financiamento externo e, portanto, exógeno. Ou seja, para além da política monetária ou fiscal praticadas e do fato de o governo ter “resgatado” o setor privado, a conjuntura internacional continuou a exercer forte pressão sobre o balanço de pagamentos, dada a inexistência de fluxos voluntários de financiamento externo, circunstância geradora de adversidades não desprezíveis para o câmbio e para o crescimento do produto doméstico. Nesse quadro, a relação de causalidade entre o resgate do setor privado, à custa de uma mudança da situação patrimonial, e a crise brasileira (*lato sensu*) não parece ser tão óbvia. O aumento da posição passiva externa do governo certamente limita sua liberdade para utilização de instrumentos de política econômica, tanto pelo lado da definição unilateral da taxa de juro, quanto da rolagem da dívida. Mais uma vez essa análise reforça o caráter de crise externa e não doméstica que marcou a economia brasileira na década de 1980.

Os autores prosseguem o raciocínio afirmando que o principal instrumento do “ajustamento” teria sido a política monetária e que seus impactos na economia se dariam por intermédio das expectativas.

“Ela [política monetária] foi o veículo principal do ajustamento, porém sua execução rompeu critérios decisivos na regulação das avaliações das expectativas em uma economia cronicamente inflacionária como a brasileira, sem que, findo o período estes critérios tenham sido restaurados. Quanto à desorganização das expectativas os fatores determinantes foram os seguintes:

- (i) a forte instabilização das taxas de juros e o desalinhamento dos indexadores (maxis, precificações e expurgos da correção monetária). Isto comprometeu a utilização da indexação para fins de intermediação financeira sob inflação e destruiu a confiança nas paridades de valores patrimoniais e dívidas que a regra de indexação procurava preservar;

- (ii) o ajustamento introduziu o risco de crédito na economia. Desde o pós-guerra, esta foi a crise de crédito mais profunda e mais prolongada. Não só contraiu-se o crédito corrente dos bancos, como alteraram-se bruscamente as condições do financiamento já contratado (taxas de juros e indexadores). O sistema de crédito antes da crise assegurava ampla cobertura de liquidez às empresas a taxas de juros favorecidas e servia como um colchão amortecedor da incerteza das antecipações empresariais sob inflação;

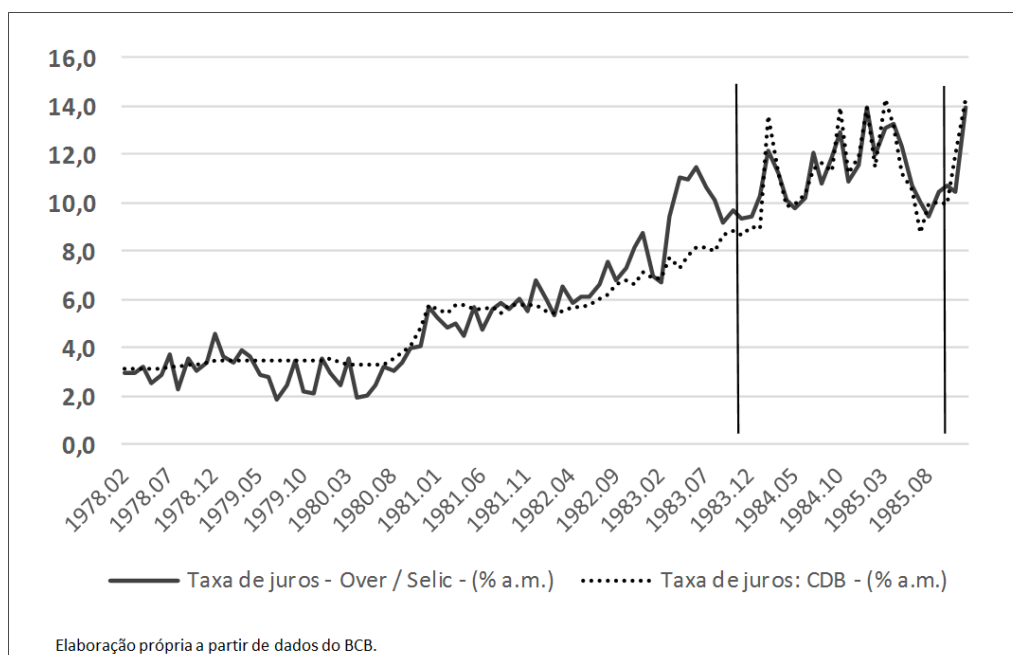
- (iii) o ajustamento deliberadamente provocou a recessão, também a mais longa e severa do pós-guerra, numa economia em que a orientação genérica

"para o crescimento" servia para diluir incertezas e corrigir o curso das decisões com o mínimo de perdas. (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 65).

Em primeiro lugar, reforça-se o que foi dito acima. Isto é, dada a crise de financiamento externo (cambial)⁶⁹ do começo da década, é difícil imaginar qualquer tipo de política capaz de “modular” ou ”estabilizar” as expectativas a ponto de permitir a retomada do investimento e a recuperação econômica. De resto, os agentes privados corretamente percebiam que o país atravessava uma crise de financiamento externo de proporções mundiais e que atingiu não só o Brasil como a América Latina e toda periferia capitalista que se endividou em dólares, ao longo dos anos 1970.

Neste sentido, em relação ao primeiro ponto especificamente, a elevação da instabilidade dos juros nominais parece ocorrer apenas ligeiramente entre 1984 e 1985 conforme mostra o gráfico abaixo.

Gráfico 10 – *Overnight* (% a.m.) e CDB (% a.m.) – 1978 a 1985



Os juros nominais sobem acompanhado a elevação da inflação sendo resultado direto dos choques externos de 1979 (choque do petróleo seguido de maxidesvalorização) e de

⁶⁹ Em 1982 as reservas cambiais anotaram mínima histórica desde 1972 chegando a US\$ 4,0 bilhões frente a um déficit em conta corrente de US\$ 16,3 bilhões.

1982/83 (crises da moratória mexicana e polonesa seguida de má desvalorização)⁷⁰. Quanto à questão do desalinhamento dos indexadores, não há como negar a ocorrência de subindexação, promovida por Delfim. No entanto, afirmar que estas oscilações nos juros reais tenham implicado tanto no abandono do sistema de indexação geral na economia quanto numa restrição *per se*⁷¹ ao crédito não parece ser compatível com a coexistência de uma economia não desorganizada simultânea a um período de aceleração inflacionária. Note-se que, no final do suposto período de “ajustamento” (1980-1984), a economia volta a crescer vigorosamente, com uma sequência de variação do PIB de 5,4%, 7,85%, 7,49%, 3,53% ao ano entre 1984 e 1987⁷².

Como visto no primeiro ensaio desta tese, no contexto de inflação crônica da década de oitenta, a despeito das rupturas/descontinuidades nas regras de indexação ocasionadas pelos planos, houve tendência constante de aperfeiçoamento da indexação, inclusive com a redução dos intervalos de reajustes.

O segundo ponto trata da introdução do risco de crédito na economia. Este ponto que não fica claro na passagem acima é mais bem explicado em Belluzzo e Almeida (2002). Nesta publicação os autores defendem que, no país, a relação empresa-banco propiciava, até o ajustamento, uma oferta elástica de crédito de curto prazo⁷³. Após o ajustamento este padrão empresa-banco teria se rompido, primeiramente pelo aumento da incerteza quanto ao comportamento dos juros e indexadores e, em segundo lugar, pela fixação de limites quantitativos para a expansão das operações bancárias estabelecido entre 1980 e 1983.

“O outro fator de crise foi a contração drástica do crédito doméstico promovida a partir da fixação de limites quantitativos de expansão das operações bancárias. Os percentuais estabelecidos foram inferiores à evolução dos preços em uma proporção que chegou de 1 para 2 (como em 1980-81).” (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 143)

⁷⁰ Ver Bastian et al. (2016).

⁷¹ Claro está que uma aceleração da inflação (dada a natureza de apuração defasada do índice de preços e uma não garantia que rendas do trabalho e outras rendas acompanhem *pari passu* a elevação geral dos preços) leva a uma restrição tanto pelo lado do tomador de crédito como pelo lado da oferta. O primeiro pode temer uma taxa de juro elevada que inclua uma expectativa de inflação a qual ele não tem certeza que sua renda se elevará na mesma proporção e o credor buscará uma taxa de juro nominal mais alta se protegendo contra eventuais acelerações inflacionárias. Assim é quase um fato estilizado que em ambientes de inflação alta exista uma limitação à expansão do crédito. Enquanto que o simétrico disto é a tendência de expansão do crédito quando as economias se estabilizam.

⁷² Em 1988 ocorre uma inflexão com recessão de 0,06% provavelmente derivada da decisão de se debelar a inflação através de políticas contracionistas (Plano Feijão com Arroz).

⁷³ Neste sentido o crédito de curto prazo seria disponibilizado pelos bancos privados e os créditos de longo prazo ficariam a cargo das fontes oficiais de crédito (como o BNDES, por exemplo).

É claro que uma elevação da inflação implica (ver nota número 69) uma instabilização concomitante da oferta de crédito. Entretanto, como mencionado, este efeito é muito mais forte no caso dos agentes com rendas contratuais. Os empresários fixam seus preços de oferta e, de resto, a remuneração do capital é um elemento central das teorias de inflação de *mark-up* nominal⁷⁴. Quanto ao segundo ponto, a restrição quantitativa de crédito foi uma medida emergencial de política econômica e não há razão alguma para que as empresas não a tenham percebido como tal. Claramente, esta atitude não parte dos bancos e por isso não há motivo para se estabelecer uma “quebra de convenção” entre sistemas produtivo e financeiro. Conforme dito reiteradamente, o desempenho econômico do triênio 1981, 1982 e 1983, condicionado em grande medida por fatores externos, é o principal determinante da redução na demanda por crédito. Faz sentido supor, portanto, que o setor privado tenha compreendido claramente a conexão entre a severa crise externa e as medidas contracionistas e emergenciais tomadas pelo governo. A ideia básica aqui defendida é a de que os agentes privados percebem corretamente que a profunda crise de financiamento externo afeta a capacidade de crescimento da economia. Uma eventual redução do superávit comercial e serviços, conseqüente da aceleração do crescimento, não seria compensada por variações em sentido oposto, na conta de rendas, o que geraria um problema de balanço de transações correntes não financiável, ou seja, um déficit externo que exigiria uma contração do produto doméstico. O mesmo processo, está relacionado à capacidade de fixação da taxa de câmbio. Sem dúvida, seria muito difícil que os empresários não percebessem o processo de crescimento no período como sendo do tipo *stop and go* (ou de vôo de galinha) e estivessem adiando planos de investimento mais substantivos por outra razão que não a percepção de forte instabilidade estrutural da economia.

Até aqui tratamos da correlação entre as mudanças no padrão de financiamento relacionados à aceleração inflacionária e a acumulação de capital/decisão de produção. Entretanto, os autores também avançam uma teoria de inflação que estaria relacionada com os mesmos fenômenos. Esta conexão, que se pretende uma teoria de inflação é desenvolvida de maneira bastante concisa na passagem a seguir:

“O segmento empresarial das grandes corporações foi capaz de adaptar-se a estas reviravoltas da política econômica, mas isto custou uma forte aceleração

⁷⁴ Ver ensaio anterior, Bastos 2001, 2002 e Serrano 2010.

inflacionária. O salto da inflação neste período corresponde ao ajuste das margens de lucro das grandes empresas para a defesa do lucro corrente e da liquidez empresarial.”

Neste caso, ao que parece, os autores utilizam uma teoria de inflação de custo *à la* Frenkel (1979), na qual se define o *mark-up* real desejado como sendo função do grau de concorrência e de estruturas de mercado e no qual as margens nominais dependeriam também da expectativa das firmas acerca dos aumentos de custos⁷⁵. Em relação a esse ponto, de acordo com Bastos (2002) e Serrano (2010), Frenkel lança mão de uma hipótese bastante arbitrária sobre a suposta baixa elasticidade-preço da demanda das firmas, hipótese que possibilitaria a elevação ilimitada de suas margens de lucro. Desta forma haveria uma tendência de as firmas superestimarem o aumento de custos explicando, assim, a aceleração inflacionária. Entende-se, aqui, que apesar da pioneira teoria do Frenkel ter significado um avanço por discutir as variáveis distributivas em termos nominais, ela padece daquela fragilidade em específico e, portanto, não pode ser considerada adequada para explicar o processo inflacionário brasileiro em foco.

Na sequência Belluzzo e Almeida estabelecem a relação de causalidade entre a “limpeza” dos passivos do setor privado e uma suposta crise fiscal e uma consequente/talvez concomitante crise monetária⁷⁶. Novamente aqui, assim como no caso da política monetária a hipotética crise fiscal tem implicações sobre quantidades e preços:

“Um custo elevado foi debitado à conta do setor público pelo amparo do ajuste privado sob a forma de isenções e incentivos fiscais, subsídios e absorção de dívidas e compromissos financeiros. A dívida externa foi assumida pelo Estado, que se utilizou para este fim de mecanismos monetários (como os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central), das empresas estatais e da política tarifária. Isto determinou profundo desequilíbrio patrimonial no Banco Central além de comprometer o autofinanciamento e a capacidade de sustentação dos níveis de investimento das estatais. A orientação da produção para o mercado externo, por outro lado, subtraía recursos tributários e a aceleração da inflação concorria para a queda dos valores reais da arrecadação fiscal. Por fim, o governo utilizou-se largamente da prerrogativa de gestor da moeda para arbitrar favores e interesses particulares através do antigo Orçamento Monetário.

⁷⁵ Não parece ser o objetivo dos autores referirem-se a um modelo de *mark-up* nominal no qual a aceleração da subida da taxa de juro nominal e, posteriormente, sua indexação podem significar inicialmente uma pressão de custo e depois uma garantia que os *mark-ups* reais permanecessem estáveis. Para uma interpretação de inflação no período como resultado de choques externos e indexação das variáveis nominais ver Bastos (2002).

⁷⁶ Note-se que, *grosso modo*, esta mesma tese está presente em outros importantes autores da escola campineira. Ver Tavares e Fiori (1996), Teixeira (1994), e Carneiro (2002).

A reconstituição das contas do setor público não deixa dúvidas de que a origem da crise fiscal e do endividamento público, nessa etapa, está inteiramente ligada ao ajuste privado”. (BELLUZZO e ALMEIDA, 1990, p.66)

É importante destacar que este trabalho não se propõe a avaliar a “política de ajustamento” do início da década de oitenta, mas entender como os formuladores da base teórica do Plano Collor relacionam tal política ao diagnóstico do processo inflacionário brasileiro e, a partir de então, propõem as ações do plano. Conseqüentemente, a passagem acima é relevante na proporção em que ela deixa claro o diagnóstico dos autores sobre a existência de uma crise fiscal derivada do “ajustamento”. Nela está implícita, também, a ideia de que um eventual aumento no endividamento público, algo absolutamente normal em economias monetárias que emitem dívidas em sua própria moeda, implica necessariamente uma crise fiscal. É preciso enfatizar que (i) um aumento de dívida não implica necessariamente em crise fiscal; (ii) inexistente uma relação de causalidade ou automatismo entre aumento da dívida e pressão inflacionária sobre os juros; (iii) no caso específico brasileiro da década de oitenta, não houve crise fiscal, mas deterioração das condições de financiamento externo, ou seja a restrição era externa; e (iv) resulta desta deterioração das condições de financiamento externo os choques cambiais que determinaram, em grande parcela, a dinâmica da inflação no final da década de 1970 e na primeira metade da década de 1980. Passemos, em seguida, ao exame dos pontos específicos presentes na passagem anterior.

Não está claro o que os autores querem dizer com desequilíbrio patrimonial do Banco Central uma vez que patrimônios são por definição equilibrados. Quanto à questão posta pelos autores acerca da deterioração da capacidade de autofinanciamento e capacidade de investimento das empresas estatais julga-se este ponto procedente. De fato parece ter havido piora significativa nas condições de financiamento das estatais neste período. Isso não somente em função de seu elevado passivo externo que entra numa trajetória ascendente, a partir de 1979, como também por força de contenção de tarifas que se inicia desde 1970 e se estende por toda década de 1980.

A afirmativa de que o governo se utilizou da prerrogativa de gestor da moeda para arbitrar favores e interesses particulares deixa implícita uma incompreensão da relação entre tesouro e a autoridade monetária. A expansão do déficit público, neste caso turbinada pela concessão de subsídios e outros benefícios fiscais, implica uma elevação das necessidades de financiamento do setor público. Entretanto, o quanto deste passivo ampliado do

governo se alojará em moeda ou dívida irá depender do ajuste de portfólio do setor privado a partir de uma taxa de juro exogenamente determinada. Corretamente os autores reconhecem que tal determinação da taxa de juros depende de objetivos de política macroeconômica do governo. A partir da leitura de Belluzzo e Almeida (2002, p. 141) este ponto resta esclarecido:

“As taxas de juros foram condicionadas ora por pretensões de retomada do crescimento (como na grande queda provocada pela política econômica de 1980), ora pelo objetivo de reequilibrar as contas externas (como entre 1981 e 1984, quando se praticou uma política ativa de dívida pública).”

Entretanto, um fato é o aumento do passivo interno do governo como resultado da expansão do déficit público e outro, que não decorre diretamente de tal aumento ao menos numa abordagem não quantitativista, é sua relação com o processo inflacionário. Na passagem abaixo, os autores mencionam tal conexão ainda que sem explicitar de maneira inequívoca os mecanismos de transmissão, em sua explanação acerca do processo inflacionário brasileiro.

A saída do ajustamento, portanto, não só garantiu o ajuste privado e o reequilíbrio externo corrente, mas também provocou o agravamento das incertezas: inflação alta, sem mais a confiança na indexação, mas com a percepção da fragilidade da situação cambial e do aprofundamento da crise fiscal e de financiamento do setor público e das empresas estatais.”

A partir de então os autores analisam o desenvolvimento da “moeda indexada” e seus impactos sobre a economia brasileira. Novamente, a associação do estabelecimento da “moeda indexada” com a perda da capacidade de manejo da política monetária (definir a taxa básica de juro) não encontra respaldo nem do ponto de vista teórico nem tampouco do ponto de vista empírico.

Não foi um processo deliberado de gestão monetária que conduziu à “moeda indexada”. De um ponto de vista, podemos entendê-lo como um desvirtuamento do sistema de indexação introduzido pelas reformas de meados dos 60, que tinham como propósito regularizar os contratos e permitir a ampliação da intermediação financeira em uma economia cronicamente inflacionária. [...]

O título público passa então a ser a base do ganho bancário: na intermediação do “dinheiro financeiro” e na absorção do “imposto inflacionário”. Estas são anomalias de um sistema bancário em que a existência da “moeda indexada” permitiu uma completa adequação à crise monetária.[...]

Constitui igualmente desvirtuamento a função que passam a desempenhar o instrumento de indexação e os títulos da dívida pública. Estes deixam de ser veículo de financiamento do setor público para servirem de lastro à “moeda indexada”, além de base à arbitragem entre “dinheiro velho” e “dinheiro

financeiro” exercida por quem tem ou tem acesso privilegiado à liquidez.” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 66–67)

Assim, apesar da descrição das origens dos mecanismos de indexação da economia ser pertinente, os dois trechos subsequentes não o são. Em relação à passagem que aborda a questão do ganho bancário, uma taxa de juro levemente positiva paga sobre as reservas não chega a ser uma anomalia. Quanto à hipótese de a dívida pública ser o “veículo de financiamento do setor público”, conforme posto no terceiro trecho, esperemos ter esclarecido, nas seções 3.2 e 3.3, que esta concepção (tradicional) é deveras insatisfatória. A tributação e os títulos públicos, em sua essência, não são instrumentos de financiamento público, mas sim de regulação da liquidez da economia. Mais precisamente, instrumentos de regulação da renda disponível das famílias e da taxa de juros, respectivamente. Desta maneira, a ideia de que os títulos públicos teriam deixado de funcionar como *funding* do Estado para servir de lastro à “moeda indexada” em um processo de distorção da institucionalidade fiscal-monetária derivado do esforço anti-inflacionário não se sustenta. Não custa reiterar que este é o *modus operandi* normal de uma economia monetária.

Note-se que a indexação em um ambiente de inflação elevada, conforme a brasileira da década de 1980, evitava a necessidade de se estabelecer taxas de juros nominais excessivamente elevadas e, por suposto, perdas patrimoniais desnecessárias e potencialmente instabilizadoras para o setor privado. Ou seja, para uma economia com a inflação nos patamares registrados no Brasil na década de 1980, a moeda indexada, a despeito de ser regressiva do ponto de vista distributivo, concorreu para: reduzir o custo da dívida, impedir a desorganização generalizada da economia preservando a estrutura produtiva, evitar uma crise cambial desnecessária e por fim, e conseqüentemente, afastar o risco de hiperinflação. Neste sentido, a posição aqui defendida acerca da instituição do *overnight* é diametralmente oposta à visão apresentada por Belluzzo e Almeida que veem nesta uma anomalia e um entrave para a estabilização e, por vezes, minimizam seus efeitos “estabilizadores” na economia conforme na passagem a seguir: “o ajuste privado impediu apenas o desenlace da crise de liquidação” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 68)

3.4.3 A financeirização dos preços e a teoria da impossibilidade da estabilização

Como o próprio título da subseção sugere, aqui se dá sequência ao debate da indexação dos preços e da instituição do mercado de passivos bancários de emissão diária, lastreados em dívida pública. Após repetir algumas teses já apresentadas nas duas primeiras subseções⁷⁷ Belluzzo e Almeida apresentam a afirmativa que parece sugerir que, não fora instituição do mecanismo de *overnight* (LFTs), a estabilização inflacionária seria possível por meio de políticas de contenção de demanda. Deriva daí a ideia de que os autores possuem/apresentam mais uma “teoria” da impossibilidade da estabilização do que uma teoria (positiva) acerca do processo inflacionário brasileiro propriamente dito.

Os fatores decisivos para a perda de eficácia da política monetária e as razões que a fazem sucumbir às arbitragens dos agentes estão localizados nas mudanças profundas que sofreram os ativos, os mercados para sua negociação e os critérios de sua posse. [...] **no plano macroeconômico estas transformações são responsáveis pelo aparecimento de obstáculos quase intransponíveis à aplicação de políticas convencionais de estabilização.** (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 67, grifo nosso)

Após este trecho os autores se utilizam de arcabouço teórico até então ausente em seu trabalho e afirmam que em situação de relativa estabilidade das expectativas e dos padrões de risco alguma variante do “princípio do custo total” poderia ser considerada adequada para explicar a formação de preços. Porém, em seguida, voltam a flertar com a teoria do “*mark-up* nominal livre” à la Frenkel. Neste ponto Belluzzo e Almeida argumentam que para tornar possível a sustentação do rendimento corrente e nos preços dos bens do valor patrimonial dos ativos privados⁷⁸ são necessários um alto grau de monopólio das empresas e a elevação de liquidez do setor empresarial produtivo. Neste sentido, de acordo com a leitura por eles proposta, ambas as condições estariam presentes no caso brasileiro. A primeira seria decorrente da política de ajustamento que teria, supostamente, aumentado a concentração (*lato sensu*) da economia. A segunda condição teria sido cumprida pelo aumento do endividamento do Estado via “moeda indexada”. Quanto a primeira condição destaca-se que os autores não apresentam nenhuma evidência acerca do aumento da concentração na economia. Quanto a segunda condição reitera-se que, de

⁷⁷ Vale destacar que o artigo analisado é bastante repetitivo e não iremos discutir novamente nesta subseção questões já abordadas na subseção anterior. Exemplo disto é a repetição da descrição acerca da gradual perda do controle da política monetária que ocorre a medida que a inflação avança e se desenvolvem mecanismos de aperfeiçoamento da indexação.

⁷⁸ Estamos interpretando esta sustentação do valor patrimonial dos ativos privados sobre os preços a capacidade dos agentes elevarem livremente seus *mark-ups* nominais.

fato, para uma dada política fiscal e para uma dada meta de taxa básica de juro é o setor privado que define a composição da dívida pública. Note-se, porém, que a política fiscal e a taxa de juro é que constituem as “variáveis alvo” do governo sendo a composição do passivo governamental residual. Ainda neste contexto os autores concluem que “a cobertura de liquidez oferecida pelo Estado por meio de seu endividamento na “moeda indexada” acentuou a deformação do sistema de preços dos bens da economia brasileira” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 68). Novamente, a interpretação aqui defendida é a oposta, isto é, a “moeda indexada” ao estabelecer um *mark-up* nominal mais alinhado com a inflação permitia um menor desalinhamento dos preços.

Na sequência, os autores reforçam a ideia de ser resultado do processo de ajustamento e do estabelecimento da moeda indexada a “financeirização” da economia, que suporia ganhos extraordinários para determinados setores da economia. Assim, de acordo com os autores, um mecanismo que surge como uma proteção da riqueza passa a funcionar como um mecanismo de valorização da mesma. Esse argumento, na linha da “ciranda financeira”, ao fim e ao cabo, cria uma associação “negativa” ao que, definimos anteriormente, como atuação normal de um sistema monetário moderno com a particularidade de que, no caso Brasileiro, tal sistema operava num ambiente de elevadíssima inflação. Desta forma, como em qualquer sistema monetário, os prováveis ganhos dos detentores de ativos líquidos estão muito mais associados ao nível da taxa de juro real do que o mecanismo de indexação diário. Na verdade, o sistema de indexação, quando eficiente, evita perdas patrimoniais dos detentores de riqueza líquida e em termos macroeconômicos impede uma desorganização do sistema de preços domésticos e, conseqüentemente, o risco de uma hiperinflação aberta.

Para efeito de nossa análise, a última parte relevante dessa subseção diz respeito a explicação dos autores sobre a relação entre a formação de preços dos bens *tradeables* e os bens *non-tradeables* e sobre a relação entre câmbio e juros. Esta parte do texto é bem menos precisa e nela pode-se identificar, de maneira formalmente não ordenada, dois “rascunhos” de teorias da inflação. A primeira, pode ser considerada uma aproximação da teoria do conflito distributivo. A outra, por sua vez, estabelece de maneira extremamente breve a ideia que parece estar por trás do “monetarismo de M4” que “dá o respaldo teórico”, como deverá ficar claro, equivocado, à principal característica associada ao Plano Collor. Isto é, o bloqueio de liquidez.

Segue a passagem que melhor organiza a primeira teoria (conflito distributivo):

“Entendemos por “financeirização dos preços” a generalização da referência à taxa nominal esperada de juros de curtíssimo prazo como critério para os ajustes de preços dos bens. Dado que esta taxa é também a que corresponde ao rendimento esperado da riqueza inativa (em particular na forma das “quase-moedas”) e dada ainda a conexão que como vimos, pode ser estabelecida entre câmbio e taxa de juros” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 69)

O texto acima está bastante em linha com a interpretação acerca do processo inflacionário brasileiro da década de 1980, aqui defendida. A teoria do conflito distributivo fundamenta a análise desenvolvida no primeiro ensaio desta tese e está sistematizada em Bastos (2002). De forma resumida tem-se que a taxa de juros nominais estabelece um piso para o *mark-up* nominal que por sua vez estabelece a ligação entre o preço de venda e o custo de reposição. A conexão a que os autores se referem diz respeito à capacidade de os setores exportadores pressionarem os juros, em um contexto de restrição externa.

“Pelas razões acima, a indexação que os agentes antecipam para o câmbio pode ser considerada a mais perfeita, no sentido de que os possuidores de ativos em dólar são detentores de um monopólio que podem usar contra o conjunto da sociedade, ameaçando permanentemente o valor da moeda nacional – seja através da imposição de desvalorizações cambiais ou da exigência de taxas de juros elevadas no plano interno. Câmbio e juros, nas condições descritas de crise externa, apresentam um grau de complementariedade para quem detém o poder de gerar liquidez em dólar.” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 69)

A teoria do “monetarismo de M2”, por sua vez, aparece após os autores descreverem a reação da autoridade monetária elevar os juros frente a movimentos especulativos contra a moeda doméstica:

Os movimentos financeiros de dolarização podem se tornar incontroláveis. O Banco Central reage pavlovianamente subindo as taxas de juros, não para incentivar a entrada de capitais e compensar a perda de reservas, mas para evitar a dolarização e o colapso do padrão monetário nacional. Ao invés de aplacar a polarização das antecipações no curso da moeda estrangeira, **este movimento aponta para uma inevitável expansão do estoque de quase-moedas e, portanto, da liquidez financeira para o avanço da inflação.** (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 69, grifo nosso)

A importância dada a este trecho pode parecer exagerada haja vista que, de maneira explícita, esta é a primeira vez que os autores registram uma relação de causalidade entre a expansão do estoque de quase-moedas⁷⁹ e a aceleração da inflação. No entanto, dada a

⁷⁹ “O encurtamento de prazos e as crescentes facilidades de resgate aconselham, no caso brasileiro, a tomar os depósitos de poupança e os depósitos a prazo como dinheiro. Englobemos todos estes direitos líquidos e indexados na categoria de “quase-moedas”. (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 67)

natureza do plano, que será objeto específico de exame na próxima subseção, é impossível não estabelecer esta leitura. Ou seja, a falta de clareza/consistência teórica em todo o documento e a ênfase da reforma proposta no bloqueio de liquidez dos haveres financeiros possibilita/chancela a leitura de que os autores viam na expansão destes agregados (poupança, depósito a prazo e etc.) uma fonte de pressão inflacionária. Mais do que isso, ratifica a ideia da impossibilidade de estabilização pela via monetarista. Nas palavras de Carvalho (1993, p. 29)

“Chegou-se então à tese da impossibilidade de estabilizar os preços e desindexar a economia sem antes bloquear ou, ao menos, reduzir a liquidez das aplicações financeiras. Sem isso, não haveria taxa de juros capaz de manter a estabilidade dos mercados. Quanto mais alta fosse, mais contribuiria para expandir a massa de aplicações de alta liquidez, que assumiam plenamente a condição de quase-moeda, ou moeda indexada, além do fato de que o juro alto impedia qualquer esforço de equilíbrio fiscal, pelo custo que implicava para o Tesouro. Tal diagnóstico embasou a reforma monetária do plano Collor I.”

Antes de avançarmos na avaliação da reforma monetária proposta⁸⁰ pelos autores, para efeito de organização, cabe listar as principais ideias/conceitos aqui considerados incorretos e/ou não pertinentes na caracterização e avaliação do processo inflacionário brasileiro. São eles: (i) minimizar, em alguma medida, a relevância da crise externa tanto sobre as decisões de produção/investimento, quanto sobre o processo inflacionário; (ii) relacionar o estabelecimento do mecanismo de *overnight* à perda da eficácia monetária, isto é, à incapacidade da autoridade monetária estabelecer a taxa básica de juro; (iii) associar a elevação do endividamento a uma crise fiscal e, em alguma medida, considerar a taxa básica de juro função da situação fiscal; (iv) minimizar a importância do aperfeiçoamento dos mecanismos de indexação sobre a manutenção da operação da economia em relativa normalidade dentro de um processo de aceleração inflacionária e, por fim, (v) estabelecer uma relação de causalidade, ainda que não explicitada claramente, entre o crescimento das “quase-moedas” e a aceleração da inflação.

3.4.4 A reforma monetária

Nesta subseção encerraremos a leitura do documento de Belluzzo e Almeida tentando amarrar a proposição do plano à “estrutura teórica” por eles exposta nas seções anteriores.

⁸⁰ A subseção “IV – A polarização da riqueza e a crise da gestão monetária” não será avaliada aqui uma vez que, em linha gerais, ela reproduz a análise presente nas subseções anteriores tendo como referência o capítulo 17 da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.

Embora nas seções anteriores os autores tenham sido bastante ecléticos em sua fundamentação teórica, nesta seção espera-se demonstrar que a proposta da reforma era eminentemente monetarista.

Na última seção do “Crise e Reforma Monetária no Brasil” os autores estabelecem os termos da reforma monetária. Além da proposição mais objetiva da reforma monetária, os autores enfatizam a necessidade de uma reforma fiscal como sendo central para o desenvolvimento econômico brasileiro, argumento que reforça o diagnóstico de crise fiscal exposto ao longo do documento.

“É crucial que seja promovida uma reforma fiscal, apoiada particularmente no *capital levy*, explicitamente destinado a financiar um programa social para o País. A reforma monetária coloca-se em outra dimensão e sob um objetivo que dificilmente a reforma fiscal seria capaz de atingir: a restauração definitiva da unidade da moeda” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 73)

Apesar do também grande destaque dado a necessidade de se realizar uma reforma fiscal, a grande inovação da reforma proposta por Belluzzo e Almeida estava na suspensão condicionada da moeda antiga (cruzado novo). Segundo Carvalho (1993) o bloqueio da liquidez teria como objetivo impedir a monetização (elevação de M1) rápida e desordenada consequente de uma desinflação abrupta sem a necessidade de se promover grandes elevações nas taxas de juros. De fato, estes objetivos aparecem no texto dos autores:

“A reforma monetária não pretende promover, de imediato qualquer reforma no sistema de indexação e no sistema financeiro, o que, no entanto, será absolutamente necessário para preservar as condições de estabilidade da moeda e de financiamento com vistas ao crescimento futuro. Tampouco contempla em si uma reforma fiscal, embora contribua para a redução dos encargos financeiros que asfixiam atualmente os orçamentos públicos”. (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 73)

Embora no desenho específico do Plano Collor⁸¹ o bloqueio de liquidez apresente diferenças em relação a proposta de Belluzzo e Almeida, na essência trata da mesma questão central: uma tentativa de impedir uma remonetização acelerada que produzisse uma pressão de demanda sobre os preços.

⁸¹ O Plano Collor acabou sendo mais restritivo do que propunham os autores. Exemplo disto é que o texto de Belluzzo e Almeida propõe liberação de até NCz\$ 300.000,00 para pessoas físicas enquanto o plano permitiu apenas o saque de NCz\$ 50.000,00 (US\$ 1.300,00 no câmbio oficial da data de inauguração do plano).

Após a exposição do desenho específico da reforma monetária os autores, parecem, de maneira concisa, ainda que não muito precisa, reforçar os seus pontos anteriormente discutidos:

“Instituída a reforma monetária, a questão imediata a enfrentar é a do acesso à nova moeda, enquanto não se recompõem as expectativas de longo prazo e se reorganizam os mercados financeiros. De fato, é tamanho o desequilíbrio presente na composição da riqueza social que não bastará estancar a reprodução da riqueza financeira. É de se esperar um longo período até que os próprios sinais de mercado e a gestão monetária (através de mecanismos convencionais) voltem a operar e possam presidir uma distribuição na forma de riqueza, que apresente maior equilíbrio entre a riqueza ativa e não-ativa e menor dependência de desequilíbrios do setor público.” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 74)

Para estes a indexação ao invés de ter salvo o mercado financeiro num período de elevada inflação teria um caráter de romper as convenções que presidiriam a decisão de investimento e a própria alocação de ativos, entre líquidos e ilíquidos. Tal ajuste levaria, segundo os autores, algum tempo para ocorrer, tempo longo também para que se normalizasse a política monetária e as reações dos agentes aos sinais de mercado. Mais uma vez afirma-se que a política monetária de então nada tinha de particularmente original, assim como a reação dos capitalistas a instabilidade econômica em decorrência da violenta crise de financiamento externo foi perfeitamente racional. Em realidade, houve um ajuste da propensão a investir compatível com a nova taxa de crescimento da economia, dada a restrição externa, que é inteiramente compatível com uma leitura do crescimento econômico à la Supermultiplicador (ver Serrano (1995 e 1996)) que em nada sugerem que as reações/expectativas dos capitalistas não refletissem corretamente os sinais de mercado.

Voltando a questão, estrito senso, da estabilização, após esta passagem os autores anteveem ataques especulativos e desestabilizadores, e aqui eles parecem se referir a um aumento do consumo derivado da monetização da “quase-moeda”. Essa é a razão pela qual justificam a necessidade do bloqueio da liquidez.

Haverá um meio-tempo de intensa especulação e apostas na mudança de política econômica. **Esta deverá manter-se ativa porque o reequilíbrio dos estoques exigirá um controle estrito dos fluxos.** Mas o quadro no qual operará ainda será marcado pela incerteza nas antecipações, de modo que as mudanças na forma da riqueza no imediato período após a reforma terão caráter predominantemente especulativo e desestabilizador do programa. Por isso será necessário cumprir com rigor a reforma quanto às regras de conversão. Será necessário ainda estabelecer limites quanto ao acesso à nova moeda pelos agentes econômicos.

Será este um momento peculiar da economia e de seu novo padrão monetário, em que a confiança na nova moeda (**entendida como a crença pelos agentes privados de que ela não será produzida** ou substituída **arbitrariamente**) ainda não se consolidou. (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 74-75)

Quando os autores defendem o controle dos fluxos para reequilibrar os estoques, eles parecem estar se referindo à conversão das aplicações financeiras em meio de pagamento. A passagem em negrito expõe a inspiração monetarista do programa. Não há outra interpretação possível para “produção de moeda” que não o aumento da oferta de moeda. Os autores avançam no discurso “fiscal-monetarista”:

“Por isso será de crucial importância impedir que os centros privados, ou até mesmo o setor público, disponham de poder de acesso a ela [moeda], que não seja através das relações mercantis do circuito corrente de produção-renda.

A regra é para todos. Para o setor público deve prevalecer **um teto de financiamento na nova moeda**, segundo uma avaliação fiel das suas necessidades de financiamento para que possa ser rigorosamente cumprido. Neste momento, muito **mais importante do que discussões sobre a magnitude do déficit público é a percepção dos centros privados de decisão de que o acesso à nova moeda por parte do próprio gestor não lhe conferirá um poder diferenciado.**” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 75, grifo nosso)

Ou seja, primeiro propõe-se um limite quantitativo (teto!) para o déficit e em seguida sugere-se que o Estado abra mão da prerrogativa de gerir a moeda. Em suma os autores parecem propor que o Estado é um “usuário” da moeda como outro “centro privado de decisão” qualquer. A seguir reproduzimos outra passagem que deixa ainda mais clara a incompreensão dos autores acerca da operacionalização da política monetária. Isto é, de fato eles parecem pensar em termo de oferta de moeda em oposição à definição da taxa de juro:

“Nas atuais condições, o problema torna-se mais grave de ambos os lados [monetário e cambial]: do lado da política monetária, porque a reforma agravará em um primeiro momento a utilização de instrumentos clássicos da oferta de moeda (como o *open market*), quando precisamente serão maiores as incertezas das decisões.” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 75)

Por fim Belluzzo e Almeida endereçam a política cambial cientes de que o país atravessava uma gravíssima crise cambial.

“Na questão cambial, o problema apresenta-se de forma ainda mais grave. A fixação da taxa de câmbio e a suspensão de pagamentos de toda ordem ao exterior são medidas necessárias, mas não suficientes para assegurar a estabilidade da relação externa da nova moeda. Este é o calcanhar de Aquiles da reforma, que teria uma chance de êxito quase integral se partisse de uma situação mais folgada quanto às reservas cambiais e se fosse viável regular

suas variações com os instrumentos convencionais ou mediante o crédito internacional.” (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 75)

Esta passagem menciona dois elementos interessantes. O primeiro é que os autores propõem explicitamente a moratória sobre os pagamentos de juros e amortização da dívida externa. O segundo, qualificado por eles como calcanhar de Aquiles da reforma, está na impossibilidade de estabilização do câmbio, tendo em vista a gravidade da restrição externa. A posição adotada neste trabalho é a de que a restrição externa estava no centro do processo inflacionário brasileiro da década de oitenta. Assim, em alguma medida ele pode, certamente, ser considerado o calcanhar de Aquiles de todas as tentativas de estabilização até o plano Real no qual esta restrição se desfaz e, conseqüentemente, se consegue pôr fim à inflação. Apesar deste fato, o que se espera estar demonstrando é que o Plano Collor foi fundamentado em bases teórico-institucionais excessivamente frágeis, e que, de forma alguma, partia de um diagnóstico que colocava a questão cambial no centro das atenções, apesar da passagem destacada acima.

Expostas e analisadas as principais ideias presentes em Belluzzo e Almeida (1990) é pertinente, para efeito de organização teórica, fazer uma última consideração antes de avançarmos na crítica do Plano Collor. A análise acerca do “monetarismo” presente no texto de Belluzzo e Almeida tem, de certa forma, duas “dimensões temporais”. A primeira, mais explorada até então neste ensaio, diz respeito aos efeitos da existência e ampliação da “quase-moeda” “antes da estabilização”. Isto engloba todas as questões anteriormente levantadas como, por exemplo, a perda da eficácia da política monetária por conta da expansão do *overnight* ou até mesmo da relação direta estabelecida entre esta expansão e a inflação. Uma segunda dimensão temporal, e que está estritamente associada à proposição do bloqueio de liquidez, refere-se ao potencial instabilizador da existência de um volumoso estoque de “quase-moeda” que pode, de maneira autônoma, ser transformado em poder de compra (e exercido) em caso de desinflação abrupta. Esta segunda dimensão está no centro do debate que se estabeleceu após o lançamento do Plano Collor e que será o objeto da seção a seguir.

3.5 A Crítica da Crítica e o Mecanismo de Zeragem Automática

Nesta seção apresentaremos e analisaremos brevemente o debate suscitado pelo plano Collor. Para tanto tomaremos como referência principal a crítica de Affonso Celso Pastore

ao plano (A Reforma Monetária do Plano Collor; 1990)⁸² e a subsequente resposta de Carlos Eduardo Carvalho (Liquidez dos Haveres financeiros e zeragem automática do mercado; 1993). A escolha destes textos se justifica uma vez que eles dialogam estritamente com os pontos discutidos até aqui. Além disso, a crítica de Pastore é, até hoje, considerada a mais contundente ao Plano Collor. Carvalho, por sua vez, pode ser considerado o maior especialista no plano Collor⁸³. De maneira complementar iremos fazer uma breve referência ao debate entre Valdir Ramalho e Luiz Fernando Rodrigues de Paula, que avançam no debate acerca do mecanismo de zeragem automática dentro dos termos do debate teórico da taxa de juro (Horizontalismo vs. Estruturalismo).

O ponto central em disputa no debate dos autores diz respeito à possibilidade de conversão da “quase-moeda” para M1 (moeda com poder liberatório), em um contexto de redução abrupta da inflação, e seus possíveis efeitos retroalimentadores da inflação, via aumento da demanda (tanto de consumo quanto especulativa). O debate se desenvolve, especificamente, em torno da eficácia (ou não) do bloqueio de liquidez estabelecido pelo Plano Collor como instrumento para impedir este movimento.

A seguir tentaremos, recorrendo, evidentemente, a todo o exposto nas seções anteriores, mostrar que: (i) o plano era monetarista (independentemente do “tipo”⁸⁴) em sua essência, e, portanto, não poderia ser exitoso, uma vez baseia-se em uma teoria equivocada; e (ii) o mecanismo de zeragem automática é algo completamente normal no funcionamento de uma economia bancária-monetária contemporânea e sua extinção não possibilitaria o controle da oferta de moeda e, tampouco, o controle da inflação.

⁸² Na realidade, em seu artigo Pastore não faz referência explícita a Belluzzo e Almeida (1990). O autor inclusive critica a falta de um documento de Governo ou explicitamente referenciado pelo com um diagnóstico claro acerca do processo inflacionário: “No caso do Plano Cruzado, alguns trabalhos anteriores à sua implementação permitiram que o diagnóstico do Governo fosse rapidamente entendido pela sociedade. No caso do Plano Collor, seus autores não tiveram a mesma gentileza de seus antecessores heterodoxos, e a ausência de qualquer exposição do diagnóstico torna extremamente difícil o caminho a ser percorrido para avaliá-lo.” PASTORE (1990, p. 158)

⁸³ O debate parcialmente reproduzido e analisado entre Pastore e Carvalho traz a principal questão posta no debate público à época. Conforme sintetiza a passagem de serra (in carvalho p. 45) a seguir: “Observa-se um apaixonado debate entre os economistas. De um lado, enfatiza-se o equívoco que representaria o sequestro de uma grande fatia do estoque de liquidez da economia (M4), em vez da concentração de esforços e ousadia no corte do crescimento da liquidez nominal, que seria a causa última do processo inflacionário. Do outro lado, sustenta-se que o bloqueio dos ativos financeiros, ou algo equivalente, teria sido essencial e inescapável, face ao papel desestabilizador do estoque de liquidez preexistente na transição da superinflação para a estabilidade de preços. O problema não residiria no tamanho deste estoque, mas na sua espantosa capacidade (endógena) de expansão nominal e alto risco de sua rápida conversão em fluxo”.

⁸⁴ Aqui já estamos fazendo referência ao próprio debate entre Pastore e Carvalho, no qual PASTORE (1990, p. 170) argumenta: “quando reduziu o estoque de M4, aparentemente partiu do diagnóstico de que era o próprio estoque de moeda M4 que, crescendo, produzia a inflação, numa versão heterodoxa da Teoria Quantitativa da Moeda.”

3.5.1 A Crítica da Crítica - Pastore e Carvalho

Antes de se expor a crítica de Pastore, lançaremos mão da contextualização do Plano feita por Carvalho (1996, p. 24–25).

“A ideia do bloqueio, contudo, não apareceu do nada, não foi uma “invenção” tirada do vazio em face do quadro particularmente adverso daquele momento, como insinuariam depois alguns de seus críticos. O debate econômico vinha demonstrando crescente interesse pela avaliação das causas que haviam provocado o malogro das políticas de estabilização anteriores. Neste esforço de melhor compreender as dificuldades enfrentadas, vinha sendo identificados os problemas de que depois partiriam os formuladores do Plano Collor e começavam a ser discutidas medidas de consolidação da dívida pública e de bloqueio.”

Como sugere esta citação, a tese que relaciona a liquidez dos haveres financeiros ao processo inflacionário ganha força no final da década de 1980, principalmente a partir do diagnóstico do fracasso do plano Cruzado como resultado da explosão de demanda pós estabilização. É certo que a redução de liquidez poderia (e deveria) se fazer por intermédio do aumento da taxa de juros, o que não ocorreu no plano Cruzado. No entanto, Carvalho (1993, p.26) argumenta que o fracasso dos planos Bresser e Verão acabou por invalidar essa possibilidade e, em alguma medida cancelar a tese da necessidade do bloqueio de liquidez:

“Com o fracasso também do plano Verão, que levou a estratégia de juros reais elevados a níveis bem mais drásticos, generalizou-se a desconfiança (ou a convicção) de que o novo governo (a ser eleito no final do ano) teria de fazer “alguma coisa” para bloquear ou restringir a liquidez dos haveres financeiros, mais especificamente dos títulos federais em poder do público”.

Ou ainda,

“O que se pretendia com o bloqueio era assegurar que as pressões inflacionárias não fossem repostas e reforçadas logo em seguida, como ocorreu de forma cada vez mais rápida e intensa nos três choques heterodoxos do governo Sarney. **As vicissitudes dessas três experiências malogradas suscitaram a tese de que o tamanho da massa de haveres financeiros líquidos, ou moeda indexada, tornava a estabilização impossível.** Seus detentores tinham a capacidade de alterar a composição de seus portfólios com magnitude e rapidez suficientes para instabilizar os mercados e as expectativas de forma incontrolável. (CARVALHO, 1996, p. 33, grifo nosso)

Tem-se, portanto, uma teoria da impossibilidade da estabilização derivada do diagnóstico de que, dada a massa de “quase-moeda” (com convertibilidade à critério do investidor), um congelamento levaria necessariamente a uma explosão de demanda (por consumo e/ou especulativa), independentemente da política de juros e crédito. Note-se, porém, que,

este diagnóstico parece confundir os resultados e políticas dos Planos Cruzado, Bresser e Verão. Conforme dito anteriormente, no caso do primeiro plano houve congelamento sem elevação de significativa de juros. Admite-se que, nesse contexto, pode ter havido alguma pressão de demanda⁸⁵. No entanto, nos dois outros Planos, nos quais houve congelamento conjugado a uma política monetária restritiva não é correto identificar qualquer pressão sobre ativos ou mercado de bens pela demanda, ou seja, corretamente não consta da literatura a identificação do fracasso dos Planos Bresser ou Verão como consequência de excesso de demanda pós plano.

Contextualizado e esclarecido o “diagnóstico” acerca do processo inflacionário brasileiro que está presente em Belluzzo e Almeida (1990) e que fundamenta o Plano Collor, avancemos na crítica de Pastore.

A Crítica de Pastore

Em artigo histórico Pastore (1990, p.159) formula a crítica até hoje mais difundida e considerada a mais contundente acerca do Plano Collor, a saber:

“O ponto realmente inovador do Plano foi a reforma monetária, que retirou o poder liberatório do cruzado novo. A indisponibilidade de 80% do M4 reduziu quer a quantidade de moeda, M1, quer a quantidade de todos os demais ativos financeiros, produzindo uma significativa queda no estoque da riqueza financeira, o que tem sido interpretado como uma redução no *grau de liquidez* da economia. Certamente o Governo tinha, com um elemento-chave de sua estratégia, o controle de M4, um agregado mais amplo, e por isso fez a reforma monetária. A introdução de moeda nova não é uma condição necessária nem suficiente para indicar que a reforma foi realizada, porque seu aspecto essencial é a alteração do processo através do qual a moeda nominal é criada e tornada disponível para a sociedade. Esta reforma apenas reduziu o estoque de M4, mas não criou as condições para controlar a base monetária e M1, que cresciam passivamente, e que persistem tão passivas quanto antes. Ele se preocupou com o controle do que se convencionou chamar de moeda indexada, admitindo que na base de nossa inflação está o crescimento deste agregado monetário. Reduziu o estoque para depois controlar o seu fluxo, talvez. Este é um diagnóstico fundamentalmente errado das causas da inflação no Brasil.”

A partir deste ponto, Pastore constrói seu diagnóstico e critica o mecanismo da *zeragem automática* como sendo um dos impeditivos a estabilização.

“A reforma monetária deveria ter atacado o mecanismo da *zeragem automática*, eliminando-o, de forma a produzir um regime monetário que permitisse o controle da base monetária e de M1. Ao confundir a moeda

⁸⁵ Para detalhes ver Bastos (2002).

indexada que produz uma hiperinflação por dolarização com a que existe no nosso caso, onde o poder liberatório em princípio não existe, mas é criado automaticamente pelas recompras do Banco Central, o governo desviou a sua atenção do verdadeiro problema e atacou a disfunção errada. A reforma monetária do Plano Collor, infelizmente, errou completamente o alvo.” (PASTORE, 1990, p. 164)

São dois os pontos centrais presentes na citação acima e que pretendemos discutir detalhadamente, em seguida. O primeiro que se tornou um senso comum acerca do erro de concepção do Plano Collor, baseia-se na ideia de que os formuladores do Plano haviam confundido fluxo com estoque. Novamente, nas palavras de Pastore: “Quando reduziu o estoque de M4, aparentemente partiu do diagnóstico de que era o próprio estoque de M4 que, crescendo, produzia a inflação, numa versão heterodoxa da Teoria Quantitativa da Moeda” (PASTORE, 1990, p. 170). A passagem abaixo, reproduzida da edição de abril de 1990 da revista *Conjuntura Econômica* – FGV, mostra a dimensão da difusão da crítica de Pastore:

“Uma perigosa confusão entre fluxos e estoques de moeda marcou a adoção do Plano Collor. O congelamento de haveres financeiros pode causar efeitos anticíclicos em curto prazo, com a redução do dinheiro em circulação, mas no momento seguinte os fluxos de nova moeda poderão reverter o quadro de liquidez e gerar pressões de demanda sobre uma oferta comprimida de produtos, provocando a elevação dos preços. Teria sido menos traumático e provavelmente mais eficaz no combate inflacionário deter-se apenas o fluxo de novas emissões.” (*Conjuntura Econômica*, abril de 1990, p.2)

O segundo ponto, de certa forma propositivo, baseava-se na ideia de que, no caso brasileiro, a impossibilidade de determinação de M1 era devida ao mecanismo de zeragem automática. Assim, uma política de estabilização não poderia deixar de extingui-lo. A este ponto relaciona-se diretamente o estabelecimento do déficit público como evento original dos processos inflacionários. Segundo o autor, nenhum monetarista

“aceitaria um Banco Central não-independente, expandindo a moeda atrás do déficit público, porque a necessidade de manter a senhoriação constante com relação ao PIB, quando o crescimento inflacionário reduz o estoque real de moeda, implica manter a taxa de expansão monetária sempre crescente, o que é um caminho aberto para hiperinflação”. (PASTORE, 1990, p. 172)

O primeiro ponto, pode ser refutado quando se realiza uma caracterização mais adequada do diagnóstico subjacente ao Plano. Apresentando de outra forma o que já expusemos anteriormente,

“O plano pretendia impedir a criação de liquidez instantânea e automática que podia ser feita unilateralmente pelos detentores da moeda indexada, haveres financeiros não-monetários de alta liquidez. O diagnóstico do plano não era de

que estes fossem iguais a M1, como argumenta Pastore (1991), mas sim de que eles podiam ser transformados em M1 de imediato e inteiramente à revelia do BCB. Assim, a meta era controlar o fluxo de M1, dotando o BCB de capacidade para decidir sobre a emissão da moeda nova. ” (CARVALHO, 1996, p. 4)

Dessa forma, Carvalho (1996) defende a ideia de que, a partir dos documentos existentes a única relação que pode se estabelecer de maneira conclusiva é a de que o objetivo central do plano seria conter o fluxo de M1, o que poderia ser alcançado mediante o bloqueio de M4,

“Não se pode concluir daí que os formuladores do plano admitissem que a expansão de M4 tivesse implicações inflacionárias idênticas à expansão de M1 ou que atribuíssem a M4 características semelhantes às da moeda tradicional. A questão era outra: sendo impossível controlar a conversão de M4 em M1, o crescimento de M4 aumentava necessariamente o fluxo potencial de M1” (CARVALHO, 1996, p. 46)

Note-se que a fragilidade da crítica de Pastore não torna o plano mais correto. Conforme argumenta, agora, corretamente o próprio Pastore (1990, p. 170): “o ridículo desta suposta reforma monetária não está apenas no lamentável erro de alvo. Está, também, na pretensão de se querer controlar o estoque de M4 em um caso como o brasileiro”.

Conforme discutido no começo deste ensaio, de fato, não é possível controlar M4 sem infligir à economia grandes estragos. A propósito, tampouco é possível controlar M1 ou mesmo a base monetária conforme defende Pastore⁸⁶. Isso, independentemente, ou não, da existência ou não do mecanismo de zeragem automática. Nesta direção Carvalho (1993) argumenta acertadamente que a expansão de M1, derivada de uma possível conversão do estoque de *overnight*, pode acontecer à revelia da atuação da autoridade monetária dado que se trata de um contrato entre o setor privado não-bancário e os bancos comerciais⁸⁷. Quanto a questão do déficit de fato sua execução implica em criação de moeda da mesma forma como um superávit resulta em destruição da moeda. Os mecanismos de transmissão e o imediatismo em relação a criação de moeda e a inflação compõem um dos centros de divergência entre a teoria convencional e a heterodoxia. Nesta tese, por exemplo, pretende-se refutar, de maneira aplicada, este tipo de teoria para

⁸⁶ “O que o Banco Central deve fazer é simplesmente retornar à velha ortodoxia, parando de tentar controlar M4, e passando a controlar a base e M1.” Pastore (1990, p.170)

⁸⁷ Apesar de do ponto de vista lógico, o Banco Central poder não “sancionar” a criação da moeda creditícia originada da relação entre setor bancário e famílias, na prática, no entanto este tipo de conduta acaba sendo “punitivo” para a economia como um todo dado seu potencial instabilizador.

explicar o processo inflacionário brasileiro na década de 1980. Para uma crítica teórica ver Kaldor (1982).

Qualificada a crítica de Pastore (1990), teceremos breves considerações acerca do mecanismo de zeragem automática visando complementar a reflexão acerca do modo de funcionamento das economias monetárias modernas.

3.5.2 O mecanismo de zeragem automática

Paula (1995, p. 16) define a zeragem automática como sendo

“o ajuste diário das reservas do sistema bancário zerando as posições credoras e devedoras de títulos públicos dos bancos, ou seja, recomprava títulos públicos quando o sistema não tinha recursos suficientes para atender os seus requerimentos de reservas e vendia títulos com acordos de recompra quando os bancos estivessem com excesso de liquidez.”

Ora, qualquer semelhança com o *modus operandi* de política monetária descrito na primeira seção deste ensaio não é mera coincidência. É desta forma que opera, e que deve operar, uma autoridade monetária. Note-se que a consolidação deste entendimento levou muitos países a abandonarem mecanismos como os requerimentos obrigatórios de reservas:

“In Canada, as in Sweden, Switzerland, Australia and New Zealand, there are no compulsory reserves, and banks hold virtually no free reserves. The amount of high-powered money is limited to the amount of bank notes held by the general public or in the vaults of commercial banks. The supply of high-powered money is obviously fully endogenous since, as noted by a researcher at the Bank of Canada, ‘withdrawals of bank notes from the central bank are made as needed by the clearing institutions’” (LAVOIE, 2006, p. 19, grifo nosso)

No debate acerca do mecanismo de zeragem automática estabelecido entre Ramalho (1995 e 1997) e Paula (1995), a posição deste último, semelhante à de Pastore (1990), nos parece bastante vulnerável. Mesmo após o fracasso do Plano Collor e o avanço das “institucionalidades” na direção da zeragem automática (o Canadá abandona os requerimentos de reservas em 1991, por exemplo) o autor (autodeclarado estruturalista) continua advogando pela determinação endógena dos juros:

“ Para o BACEN, como as instituições demandantes (ou ofertantes) ajustavam suas posições através de operações de um dia (*overnight*), a vantagem era poder definir a taxa de juros de curto prazo que desejava praticar em um determinado momento. **Esta era estabelecida unilateralmente pelo BACEN através da administração diária de reservas, não guardando qualquer**

relação com a conjugação das forças de oferta e demanda no mercado monetário.” (PAULA, 1995, p. 427)

Note-se que na passagem a seguir, apesar das evidências, Paula segue, forçosamente, tentando qualificar o mecanismo de zeragem automática como sendo uma “jabuticaba”:

“É verdade, como mostra Kasman (1992) [pesquisador do FED de Nova Iorque], que os Bancos Centrais de vários países industrializados têm desenvolvido mecanismos que fornecem uma oferta mais elástica ao final do dia, de modo a restringir as flutuações intra-diárias das taxas de juros do *overnight*, que aumentaram devido à diminuição nos requerimentos de reservas dos bancos. Todavia, a diferença entre a zeragem automática e tais mecanismos, é que no primeiro caso o acesso a recursos junto ao Banco Central é automático, enquanto no segundo não, e é isto que tornava a base monetária plenamente endógena no Brasil” (Paula, 1995, p. 19)

Mais uma vez vale insistir no ponto de que a instituição do *overnight* e a zeragem automáticas não apenas fazem parte de um arranjo monetário normal, como permitiu que a economia brasileira operasse em regime de relativa normalidade, mesmo em um ambiente de inflação elevada e crônica. Ademais, dentre outras coisas, impediu fuga de capital, dolarização da economia e hiperinflação. Ou seja, inversamente ao que propõem alguns autores estudados (Belluzzo, Almeida e Paula) o “saldo” deste arranjo institucional é significativamente positivo e de nenhuma maneira o responsável pela impossibilidade de estabilização. Como viria a ficar bastante evidente, após a “estabilização sistêmica” das economias latino americanas na segunda metade da década de 1990, o grande entrave (ou calcanhar de Aquiles, como referido por Belluzzo e Almeida) à estabilização era a restrição externa imposta pela dinâmica das economias centrais, desde o final da década de 1970.

3.6 Conclusão

O Plano Collor falhou em seu objetivo mais geral, isto é, conter a inflação e em sua instrumentalização, ou seja, controlar a expansão dos meios de pagamento. Em relação a este último ponto, espera-se ter deixado claro que a fundamentação do Plano estava, em sua essência, equivocada. Isto ocorre porque Belluzzo e Almeida, na “reconstrução” da crise (em seu sentido mais amplo, não apenas como fenômeno inflacionário) brasileira da década de oitenta acabam por tratar a taxa de juros como uma variável endógena. Em outras palavras, interpretam uma institucionalidade completamente normal (de indexação da dívida pública e redução dos intervalos de resgate dos títulos públicos) como uma condição de submissão do Estado e perda da capacidade de se fazer política monetária.

Tendo como base uma teoria de determinação endógena do juro (consequentemente da moeda exógena) é natural que se desenhe um programa de teor monetarista. Neste quadro, a incompreensão acerca do funcionamento de uma economia monetária-bancária moderna, em conjunto com as tentativas frustradas de estabilização baseadas no congelamento conjugado com elevação de juros (planos Bresser e Verão) levaram à este tipo de proposição.

Após avaliação mais cuidadosa, principalmente do texto de Belluzzo e Almeida (1990), a crítica de Pastore ao Plano Collor, nos pareceu impertinente. Isto é, o autor, a partir da análise da medida de bloqueio de liquidez atribuiu ao plano a criação da teoria “monetarista de M4”, quando, de fato, o plano era monetarista de M1. Ao contrário, nos parece bem mais consistente a leitura de Carvalho (1993 e 1996) em que o bloqueio de M4 é entendida como um instrumento para controle de M1. Pastore erra, novamente, quando atribuí à existência do mecanismo de zeragem automática a impossibilidade de se controlar a oferta de moeda. Conforme visto, em economias monetárias modernas, a oferta de M1 é endógena sendo determinada, para uma dada taxa de juro, pela demanda por moeda dos tomadores considerados solventes. Sublinhou-se também que o mecanismo de zeragem automática é completamente normal e vem sendo incorporado, a partir do começo da década de 1990, à institucionalidade monetária-bancária de diversos países⁸⁸. A leitura de Carvalho (1993, 1996), por sua vez, nos parece, em geral, correta. Note-se, porém, que o autor em nenhum momento questiona a teoria que embasa o Plano. Neste sentido cabe dizer que a questão central da tese de doutorado (Carvalho, 1996) do autor é discutir se o Plano fracassou por problemas de execução ou em decorrência de sua própria concepção. Também nesse caso, em nenhum momento o autor avalia as bases teóricas do plano. No desenvolvimento de sua resposta Carvalho desenvolve uma análise dos fatores de variação da base monetária e discute se tal variação era inevitável ou evitável, isto é, se a monetização decorria, ou, de erro de gerenciamento ou de afrouxamento de medidas. Pela via “empírica” o autor chega, ao que nos parece, à conclusão correta:

“Por que a liquidez se recompôs com tanta facilidade? A análise do ocorrido nos primeiros 60 dias do Plano Collor mostra uma clara preponderância de fatores inerentes ao próprio bloqueio da liquidez, e não de equívocos ou liberalidades na sua condução. O descontrole do ritmo de expansão da liquidez

⁸⁸ Ver capítulo 2 Santiago (2010) e Bindseil (2004; Monetary policy implementation)

era inevitável, devido à própria concepção do bloqueio, à natureza mesma das medidas e às condições da economia brasileira. O descontrole da monetização localizou-se basicamente no sistema bancário. [...] Um planejamento mais cuidadoso e eficaz do bloqueio, de forma a evitar a perda de controle do BCB sobre o sistema bancário, não teria evitado a ocorrência de problemas semelhantes.” (CARVALHO, 2003, p. 328).

Como não há nada mais prático que uma boa teoria⁸⁹, basta que fique claro que, em economias bancárias contemporâneas o Banco Central não tem capacidade de determinar a quantidade moeda para se entender a debilidade do Plano Collor. Neste sentido este ensaio pode ser entendido como, em alguma medida, complementar a tese desenvolvida por Carvalho (1996).

Obviamente que mais de 20 anos passados do Plano Real é bastante confortável dizer que um plano de estabilização bem-sucedido prescinde de mudanças radicais no mecanismo de gestão da política monetária. Entretanto, se os autores do texto “Crise e Reforma Monetária no Brasil” que fundamentou o Plano Collor tivessem uma visão mais clara do funcionamento da política monetária, possivelmente, não incorreriam nos equívocos aqui apontados. Vale anotar que ao final dos anos 1980 a literatura heterodoxa do chamado debate da moeda endógena ainda era escassa sendo as duas principais referências Kaldor (1982) e Moore (1988). Desde então a produção acadêmica avançou muito neste campo a ponto de, como apontamos no início deste ensaio, ser a teoria da moeda endógena/taxa de juros exógena aceita até por autores ortodoxos.

Assim, a frase de Carvalho (1996) se justifica. “O bloqueio de liquidez foi um equívoco. [...] Mas não foi uma tolice. Tinha raízes no debate econômico brasileiro dos anos oitenta.” (Carvalho, 1996, p. 7). Ou seja, o diagnóstico da impossibilidade de estabilização sem o bloqueio da liquidez não pode ser descontextualizado. Após cinco anos (e vários planos) de tentativas que contemplaram quase todas combinações possíveis de políticas econômicas a proposição de ações e interpretações alternativas era uma demanda teórica e prática da maior premência social. É verdade também que em diversos momentos os autores tangenciam o que se considera uma avaliação correta do processo inflacionário brasileiro. Exemplo disto é que, conforme destacado na seção 3.4.4 os autores classificam como sendo o calcanhar de Aquiles do programa o baixo nível de reservas cambiais. De

⁸⁹ Atribui-se este bordão a Leonid Ilitch Brjnev.

fato, como a história indica, nenhum plano de estabilização teria sucesso sem que o país voltasse ao circuito de financiamento voluntário externo.

Entretanto, é forçoso reconhecer que além dos erros quanto a análise de política monetária os autores avançaram mecanismos de explicação de inflação e até acumulação de capital que estão mais próximos de abordagens ortodoxas/convencionais. Apontar claramente tais equívocos analíticos é uma contribuição para que a heterodoxia não repita equívocos interpretativos ligado à relação do setor público ao crescimento e inflação.

4 Ensaio 3 – Uma reavaliação clássica do Plano Collor (Plano Brasil Novo)

4.1 Introdução

Este ensaio tem como objetivo avaliar o Plano Collor sob uma perspectiva empírica, ou seja, analisar seus resultados efetivos em termos de estabilização, ou melhor, o seu fracasso em alcançar a estabilidade dos preços. Pretende-se assim, no conjunto dos três ensaios que compõem esta tese, estabelecer uma visão completa da sequência dos planos de estabilização desde o Cruzado até o Collor, segundo a teoria da inflação por conflito distributivo. Para tal, o método seguido será semelhante ao desenvolvido no primeiro ensaio no qual analisamos a dinâmica das principais variáveis de custo da economia, a saber: câmbio, salários, juro e preços administrados. Porém, antes de avançarmos na análise aplicada destes elementos de custos, nos proporemos, de forma a complementar o estudo desenvolvido no segundo ensaio desta tese, a debater a leitura de Carvalho (1996) acerca do impacto do bloqueio da liquidez sobre a demanda e em consequência sobre as (im)possibilidades de estabilização. A tese do autor é a de que o Plano falhou em impedir a “rápida e desordenada” remonetização da economia e que disto teria resultado a expansão da demanda nos meses imediatamente subsequentes ao plano.

No que diz respeito à avaliação empírico-descritiva do Plano, apesar deste, tecnicamente, ter sido implementado entre março de 1990 e janeiro de 1991⁹⁰, iremos analisar o período de janeiro de 1990 a janeiro de 1991. Esta pequena redefinição permite considerar a aceleração da inflação no final do governo Sarney e também a possibilidade de captar a *dinâmica de transição*, conceito desenvolvido no primeiro ensaio desta tese e que denota a radicalização do conflito distributivo baseado no afrouxamento do controle governamental dos preços da economia e na aceleração dos reajustes de preços em consequência das expectativas de um novo congelamento. Defende-se, aqui, que a “*dinâmica de transição*” do plano Verão para o plano Collor seguiu a mesma lógica verificada entre os planos de estabilização da década de 1980. Ou seja, a própria expectativa de adoção de um congelamento funciona como um determinante adicional na

⁹⁰ Consideraremos como o marco que determina o começo do Plano Collor II a edição da Medida Provisória nº 294, de 1 de fevereiro de 1991 (convertida na Lei nº 8.177, de 1 de março de 1991).

formação dos preços. Ilustra essa *dinâmica* a matéria da Folha de São de Paulo, de 17 de março de 1990, isto é, dois dias após o anúncio do plano:

“Folha deu o congelamento já em janeiro – O leitor da Folha sabia, desde janeiro, que o governo Collor iria congelar os preços. Na primeira edição do ano, o jornal informou que a equipe do então presidente eleito Fernando Collor estudava o congelamento como recurso no combate à inflação”. (“Folha de São Paulo”, 1990)

Assim, apesar do esforço tanto da equipe econômica, quanto do próprio presidente em suas declarações em negar o congelamento, esta possibilidade não havia sido descartada pela sociedade.

O ensaio que se segue está subdividido em seis seções: após esta breve introdução passaremos a expor os aspectos gerais do Plano Collor. Na sequência, debateremos a leitura de Carvalho (1996) acerca dos resultados do bloqueio da liquidez. Na quarta seção discutiremos os resultados da tentativa de se implementar medidas associadas à ortodoxia monetarista (de junho a setembro de 1990), à luz da teoria do juro exógeno (moeda endógena), exposta no segundo ensaio desta tese. A quinta seção apresentará a avaliação dos elementos de custo da economia, sempre vinculada à dinâmica da indexação, conforme rotina utilizada na avaliação dos planos de estabilização da segunda metade da década de 1980, no primeiro ensaio desta tese. Por fim, apresentaremos as principais conclusões do ensaio.

4.2 Plano Collor – aspectos gerais

Após uma aceleração acentuada da inflação no final do ano de 1989, nos meses de janeiro e fevereiro de 1990 a inflação atingiu 56,11% e 72,78% ao mês, respectivamente (níveis recordes), conforme se vê na tabela apresentada a seguir.

Tabela 33 – Taxa de Inflação Oficial no ano de 1990

Mês	Inflação % a.m.	Inflação Acum. %
jan/90	56,11	56,11
fev/90	72,78	169,73
mar/90	84,31	397,13
abr/90	44,80	619,85
mai/90	7,87	676,50
jun/90	9,55	750,66
jul/90	12,92	860,56
ago/90	12,03	976,12
set/90	12,76	1113,43
out/90	14,20	1285,74
nov/90	15,58	1501,64
dez/90	18,30	1794,74

Índice /oficial: IPC-IBGE

“A inflação nos desorganiza e desmoraliza. Ela é o imposto mais cruel, uma agressão aos assalariados. A meta número um do meu primeiro ano de gestão não é conter a inflação, é liquidá-la”. Esta frase faz parte do discurso de posse do presidente Fernando Collor, dia 15 de março. De fato, a intenção de combater a inflação se materializa no próprio dia 15, com a edição (que viria a sair no diário oficial da união do dia 16 de março) da Medida Provisória nº 168.

A adesão (e simpatia) da imprensa e das elites ao projeto de um presidente que sempre se apresentou como uma opção “pró-mercado” foi, em alguma medida, revertida quando do anúncio do Plano⁹¹. Os trechos abaixo, retirados da Folha de São Paulo de 17 de março de 1990 dão a dimensão da perplexidade causada pelo lançamento do Plano:

“Divulgação foi um fracasso de marketing – A divulgação do Plano Collor foi um fracasso de marketing misturado à incompetência e falta de simpatia da equipe econômica liderada pela ministra da Economia, Zélia Cardoso de Mello”. (economia B-7)

“Os autores das medidas, se revezaram para explicar – sem muito sucesso – as mudanças na economia com o novo pacote econômico.” (economia B-6)

⁹¹ Carvalho (1996, p. 28-29) argumenta na direção oposta: “As primeiras reações ao Plano Collor foram realmente de surpresa e perplexidade, mas o repúdio foi bem menor do que se supunha. A maior parte dos economistas que se manifestaram de público nos primeiros dias consideravam o plano consistente, arrojado e corajoso. [...] Poucas semanas depois, como se verifica na coletânea de artigos organizadas por Faro, o acento crítico havia crescido bastante, provavelmente refletindo as dificuldades já evidentes.”

“Há grande simpatia pelas intenções do presidente Fernando Collor, corporificadas no seu discurso de posse e na coletiva de ontem pela manhã, mas persistem dúvidas quanto a seus métodos.” (economia B-6)

“A profundidade do choque foi tanta que dois dos principais centros empresariais do país preferiram cancelar as entrevistas à mídia previstas para ontem: Fiesp e Febraban acharam mais prudente silenciar, sob alegação de que necessitavam estudar mais a fundo as medidas” (economia B-1)

O plano Collor foi implementado por meio de 17 medidas provisórias e contempla, na verdade, um conjunto de ações muito mais abrangente do que apenas as orientadas para a estabilização de preços. É, na verdade, um amplo projeto liberalizante⁹². Haja vista que o objeto e o recorte deste ensaio é o processo inflacionário, destaca-se que as medidas do plano serão avaliadas apenas na medida em que se relacionem à estabilização.

Compõem o plano as seguintes medidas: (i) reforma monetária, isto é, o cruzado novo (Cz\$) volta a chamar-se Cruzeiro (Cr\$); (ii) bloqueio de liquidez dos haveres financeiros (seguindo as regras do quadro 12); (iii) congelamento de preços; (iv) nova lei salarial (Medida Provisória nº 154) que previa reajustes mensais determinados pela taxa de inflação esperada, à exceção do salário dos servidores que foram congelados por seis meses; (v) reforma administrativa que encampava, dentre outras coisas, redução do número de ministérios e meta de demissão de 400.000 funcionários; (vi) “reforma fiscal” com meta de superávit operacional de 2% do PIB (contra déficit operacional estimado de 8% do PIB em 1989). A reforma incluiria tanto medidas de ampliação de arrecadação tais como combate à sonegação, criação de impostos de capital (IOF), aumento das alíquotas de IR e IPI, quanto medidas de redução dos gastos, como eliminação de isenções e subsídios; (vii) criação do Programa de Desestatização; (viii) liberalização do câmbio (na verdade seria adotado um sistema de flutuação suja com o Banco Central intervindo de maneira arbitrária) e (ix) fim dos controles quantitativos de importações e reduções tarifárias e de barreiras não tarifárias. O quadro abaixo sintetiza as principais MPs do Plano Collor e a alteração a que elas se referem.

⁹² “Até hoje as referências ao Plano Collor usualmente não incluem o amplo leque de iniciativas em áreas muito diversas como política de rendas, finanças públicas, reforma do Estado, política cambial, comércio exterior. Embora tenham sido anunciadas junto com o bloqueio, estas medidas são em geral associadas ao governo Collor, e não especificamente ao plano de Estabilização de março de 1990.” Carvalho, 1996, p. 19-20)

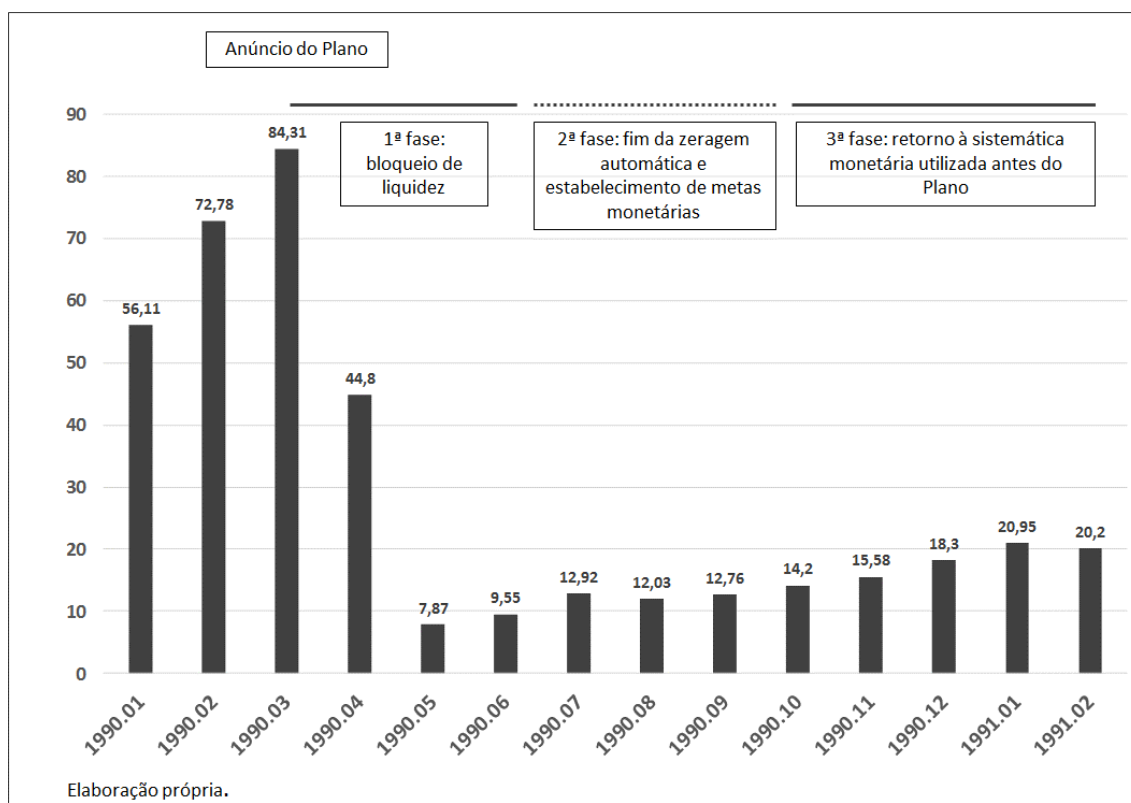
Quadro 11 – Principais Medidas do Plano Brasil Novo

Dispositivo Legal	
MP nº 168 (convertida na Lei nº 8.024 de 12/04/1990)	Reforma monetária e bloqueio de liquidez
MP nº 154 (convertida na Lei nº 8.030 de 12/04/1990)	Congelamento de preços e regras de reajustes salariais
MP nº 158 (convertida na Lei nº 8.032 de 12/04/1990)	Isonção/redução nos impostos de importação e IPI
MP nº 171 (convertida na Lei nº 8.033 de 12/04/1990)	Institui hipóteses de incidência do imposto sobre operações de crédito, câmbio e seguro ou relativos a títulos e valores mobiliários
MP nº 161 (convertida na Lei nº 8.034 de 12/04/1990)	Alteração da legislação do IRPJ
MP nº 162 (convertida na Lei nº 8.014 de 6/04/1990)	Alíquota de 25% sobre a pessoa física e a pessoa jurídica não tributadas com base no lucro real, inclusive isentas, que auferirem ganhos líquidos nas operações realizadas nas bolsas de valores
MP nº 165 (convertida na Lei nº 8.021 de 12/04/1990)	Extingue o anonimato fiscal
MP nº 167 (convertida na Lei nº 8.023 de 12/04/1990)	Reformula IR sobre atividades rurais
MP nº 150 (convertida na Lei nº 8.028 de 12/04/1990)	Reforma administrativa
MP nº 155 (convertida na Lei nº 8.031 de 12/04/1990)	Cria o Programa Nacional de Desestatização
MP nº 151 (convertida na Lei nº 8.029 de 12/04/1990)	Extingue entidades da Administração Pública
MP nº 148 (convertida na Lei nº 8.011 de 4/04/1990)	Autorização de alienação de imóveis residenciais oficiais
MP nº 149 (convertida na Lei nº 8.025 de 12/04/1990)	

Elaboração própria.

Para estudar o Plano podemos lançar mão da interessante periodização de Carvalho (1996) que tem como critério central o “regime monetário”, ou seja, leva em consideração rupturas no modo de operação da política monetária. Assim, o plano Collor (mar 1990 – jan 1991) é segmentado em três períodos. A primeira parte iria da implementação das medidas até meados de maio e teria como característica central a rápida remonetização e a própria institucionalidade do bloqueio. A segunda etapa estaria compreendida entre a metade de maio e setembro de 1990 e estaria relacionada ao anúncio de uma política econômica ortodoxa e à “supressão dos instrumentos típicos de convivência com a moeda indexada com a inflação elevada” (CARVALHO, 1996, p. 74). Isto é, estingue-se o mecanismo de zeragem automática e tenta-se implementar um regime de metas monetárias. A terceira e última etapa seria marcada pelo abandono desta política e pelo estabelecimento de uma fase de acomodação.

Gráfico 11 – Fases do Plano Collor x Inflação Oficial



4.3 O Bloqueio da Liquidez e a análise de Carvalho (1996)

De acordo com Carvalho (1996, p. 1)

“O bloqueio da liquidez dos haveres financeiros no Brasil de 1990 perseguia dois objetivos básicos: garantir que a queda abrupta da inflação não seria mais acompanhada (e inviabilizada) pela remonetização rápida e desordenada que vinha sendo apontada como um dos determinantes do fracasso dos programas de estabilização anteriores; e, secundariamente, alcançar um alívio fiscal imediato, pela redução dos encargos financeiros imputados ao Tesouro pelos altos juros reais que vinham sendo praticados para impedir a fuga dos aplicadores para ativos reais de risco.”

As regras de conversão, estabelecidas de acordo com a MP nº168, seguiram os seguintes critérios:

Quadro 12 - Limites do Bloqueio de Liquidez

Tipo de Aplicação	Limite de Conversão
- papel-moeda	liberação total
- depósitos à vista e poupança	liberação imediata até Cr\$ 50.000 (equivalente a U\$ 1.300,00 pelo câmbio oficial de 13/03/1990 e U\$ 610,00 pelo câmbio paralelo)
- aplicações overnight e contas remuneradas	liberação imediata até Cr\$ 25.000, ou até 20% do total, valendo o maior.
- fundos e depósitos à prazo	20% do total

Os limites seriam observados por aplicador/investidor e por instituição financeira. Os haveres próprios das instituições financeiras estariam sujeitos às mesmas regras. Nos depósitos a prazo, debêntures e cotas de fundos a conversão da parcela liberada se daria apenas no vencimento do título. Nos fundos a conversão estaria condicionada à disponibilidade de liquidez em cruzeiros. Os valores bloqueados ficariam sob posse do BC por dezoito meses e seriam liberados em 12 parcelas mensais. Sobre esses valores seriam aplicados juros de 6% a.a. mais correção monetária (variação dos Bônus do Tesouro Nacional, BTN). Para os valores bloqueados haveria uma “janela” de dois meses voltada para o pagamento de impostos, taxas e contribuições previdenciárias e uma outra de seis meses para transferência entre pessoas físicas e jurídicas para liquidação de dívidas e operações financeiras contratadas antes do dia 15 de março. Os recursos dos tesouros da união, estados e municípios estariam livres e instituiu-se a cobrança extraordinária de 8% sobre operações financeiras – IOF incidente sobre haveres não monetários e sobre a venda ou transmissão de ações e ouro. Havia, também, um tipo de cláusula de escape no Art. 18 da MP nº 168, de 1990 que dispunha sobre a possibilidade de o Ministro da Economia mudar o prazo e limites do bloqueio ou de autorizar leilões de conversão antecipada de direitos em cruzados novos detidos por parte do público, em função dos objetivos da política monetária e da necessidade de liquidez da economia. Apresentada a estrutura geral do Plano Brasil novo, e em específico o bloqueio de liquidez, vamos à análise de seus efeitos sobre os agregados monetários, juros e demanda.

O objetivo desta seção é apresentar sinteticamente e, em alguma medida, avaliar o trabalho desenvolvido por Carvalho (1996) no qual ele tenta responder, através de um exercício “empírico-descritivo” se o retorno acelerado da liquidez teria sido decorrente de erros de gerenciamento ou de sua própria concepção. Para tanto, o autor apresenta indicadores de liquidez que, conforme se verá, apontam, de fato, para uma rápida remonetização e recomposição da liquidez após o bloqueio. Em seguida a este diagnóstico o autor discute os fatores de variação da liquidez e chega à conclusão de que a remonetização se deveu principalmente a fatores inevitáveis não sendo, portanto, relacionados a erros de gerenciamento.

Ao discutir a remonetização da economia, Carvalho (1996) apresenta a tese de que apesar de, de fato, ter havido recessão no ano de 1990, a resposta dos meses imediatamente subsequentes ao choque teria sido expansionista.

“Tomados em conjunto, os indicadores do ano de 1990 confirmaram a ocorrência deste quadro [recessivo], com uma queda do PIB de 4,4%. Observando-se os números ao longo do ano, porém, observa-se que esta brutal recessão só iria se configurar plenamente no final do ano. Pode-se atribuir sua intensidade, portanto às medidas de correção do plano adotadas em maio e em agosto-setembro, e não apenas ao bloqueio da liquidez e seus efeitos imediatos.” (CARVALHO, 1996, p. 100)

Isto é, segundo o autor, dado que a remonetização se deu de forma acelerada o bloqueio de liquidez não teria funcionado e, portanto, não teria sido contracionista o suficiente para evitar a volta da inflação. Os motivos da recessão verificada ao fim do ano teriam sido a política de viés ortodoxa estabelecida a partir de maio, e a própria tendência a desaceleração dos primeiros meses de 1990. Obviamente que a preocupação do autor revela sua crença que a inflação seja resultado de um processo de excesso de demanda, ainda que seja curioso que esta tenha acelerado num período que o próprio reconhece como de desaceleração da economia. Este viés de proeminência de aspectos de demanda na explicação do processo inflacionário, e especificamente em períodos pós choques de estabilização, fica claro, por exemplo, em passagens na qual o autor sugere que depósitos à vista determinariam o volume de crédito⁹³ ou mesmo que, de forma inadequada, o governo teria fixado a taxa básica de juro.

Carvalho toma como ponto de partida a análise dos indicadores de liquidez da economia. Note-se, porém, que, conforme o próprio autor sublinha, a falta de um critério claro do que seria um patamar de liquidez adequado⁹⁴ impossibilita a avaliação acerca do sucesso do plano a partir, única e exclusivamente, destes indicadores. Assim, o autor analisa também os indicadores que dizem respeito ao que seria, em tese, a “contrapartida natural” de um processo de aumento de liquidez. Isto é, indicadores de crédito, juros e indicadores da indústria e comércio que responderiam pelo aumento da demanda para consumo e indicadores de preços dos ativos de risco que responderiam pelo aumento na demanda especulativa. São estabelecidos, portanto, quatro grupos de indicadores, a saber: i) base monetária e haveres financeiros; (ii) volume de crédito; (iii) juros e (iv) atividade

⁹³ “Porém, as taxas de variação [dos depósitos e empréstimos] muito discrepantes sugerem que o aumento dos depósitos bancários não teria levado a um crescimento proporcional do crédito” (CARVALHO, 1996, p. 81)

⁹⁴ Veja que este conceito (nível de liquidez adequado) é, em si mesmo, estranho e está estritamente vinculado a uma concepção monetarista do funcionamento da economia. Conforme visto no segundo ensaio desta tese, haja vista a natureza endógena da moeda, “nível de liquidez” da economia é adequado por definição.

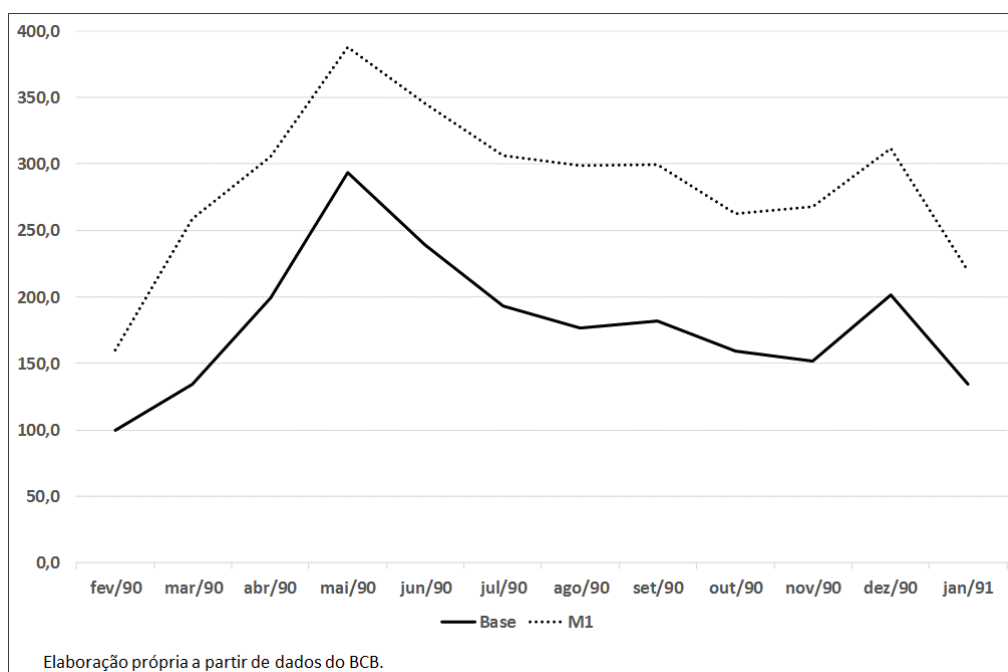
produtiva e mercados de risco. Avaliemos brevemente a análise de Carvalho (1996) destacando os problemas inerentes a cada grupo de dados.

4.3.1 Base Monetária e Haveres Financeiros

A base de dados mais consistente do conjunto de dados apresentados por Carvalho (1996) diz respeito à evolução dos agregados monetários. São três os destaques dados pelo autor na análise destes indicadores. O primeiro é que teria havido expansão acelerada da base monetária e de M1 após o choque. O segundo seria que os demais agregados (M2, M3 e M4) teriam sofrido grande contração derivada principalmente da redução no estoque de títulos públicos federais. Por fim, o terceiro destaque diz respeito à reversão no movimento de queda do volume de títulos privados.

De fato, o movimento verificado no começo do plano é de crescimento real acentuado na base monetária e nos meios de pagamento. O saldo de fechamento de março *vis-à-vis* fevereiro apontou crescimento real de 34,2% da base e de 61,4% de M1. Esse processo de crescimento acelerado segue até maio, conforme a periodização estabelecida por Carvalho com leve reversão a partir deste mês, estabilizando-se em um patamar mais elevado, como mostra o gráfico abaixo.

Gráfico 12 - Base Monetária e M1 – evolução real (INPC) (base monetária de fev 1990 = 100)



Um detalhe interessante acerca da evolução da composição de M1 (ver tabelas abaixo) diz respeito a explosão no volume de papel-moeda em poder do público, nos primeiros meses. Carvalho (1996) explica este fenômeno pelas dificuldades operacionais do setor bancário pós-choque, os quais acabaram por aumentar o tempo de processamento de cheques e documentos, levando ao aumento da participação do PMPP no M1. Outro efeito trivial, também mapeado pelo autor, diz respeito à tendência natural de aumento por demanda por M1 quando da queda aguda da inflação.

Os agregados M2, M3 e M4, apesar do crescimento de M1, reduziram-se, respectivamente, em 57,1%, 49,3% e 50,2% em termos reais, no primeiro mês de plano. O maior determinante da redução destes agregados foi a queda de 80,6% no volume de títulos federais em poder do público. Para efeito de ilustração da participação deste item sobre os agregados, destaca-se que, em fevereiro de 1990, os títulos federais em poder do público equivaliam a 6,8 vezes o volume de M1 e respondiam por 72,0%, 49,1% e 44,1% do M2, M3 e M4, respectivamente.

Tabela 34.a – Variação Percentual Real (INPC) dos agregados monetários em relação a fevereiro de 1990

Final de Período	Base Monetária	M1		
		PMPP	DV	Total
mar/90	34,2%	91,5%	49,2%	61,4%
abr/90	99,0%	139,9%	70,8%	90,8%
mai/90	193,6%	192,1%	121,4%	141,9%
jun/90	138,8%	169,0%	93,8%	115,6%
jul/90	93,0%	118,4%	80,3%	91,3%
ago/90	76,6%	124,6%	70,8%	86,3%
set/90	82,2%	130,6%	69,2%	87,0%
out/90	58,9%	88,8%	53,6%	63,8%
nov/90	51,7%	106,9%	50,8%	67,0%
dez/90	101,1%	161,8%	66,8%	94,4%
jan/91	34,2%	66,3%	24,9%	36,9%

Elaboração própria a partir de dados do BCB.

Tabela 34.b – Variação Percentual Real (INPC) dos agregados monetários em relação a fevereiro de 1990

Final de Período	Tit. Fed. Em Poder do Público	Tit. Est/Mun. em Poder do Público	M2	Depósitos de Poupança	M3	Títulos Privados	M4
mar/90	-80,6%	-32,0%	-57,1%	-32,5%	-49,3%	-57,8%	-50,2%
abr/90	-69,7%	-38,6%	-47,3%	-50,5%	-48,3%	-35,8%	-47,1%
mai/90	-67,2%	-31,8%	-39,0%	-58,3%	-45,1%	-23,4%	-42,9%
jun/90	-71,3%	-65,4%	-50,6%	-62,2%	-54,3%	8,8%	-47,8%
jul/90	-69,7%	-60,8%	-51,1%	-58,2%	-53,4%	12,9%	-46,6%
ago/90	-71,0%	-60,5%	-52,6%	-56,8%	-53,9%	23,8%	-46,0%
set/90	-75,2%	-59,4%	-55,3%	-57,8%	-56,1%	34,5%	-46,9%
out/90	-74,9%	-56,7%	-57,1%	-58,1%	-57,4%	47,2%	-46,8%
nov/90	-76,3%	-57,6%	-57,9%	-59,2%	-58,3%	40,4%	-48,3%
dez/90	-78,8%	-56,9%	-56,7%	-58,6%	-57,3%	30,6%	-48,4%
jan/91	-72,2%	-51,0%	-57,0%	-58,3%	-57,4%	38,2%	-47,7%

Elaboração própria a partir de dados do BCB.

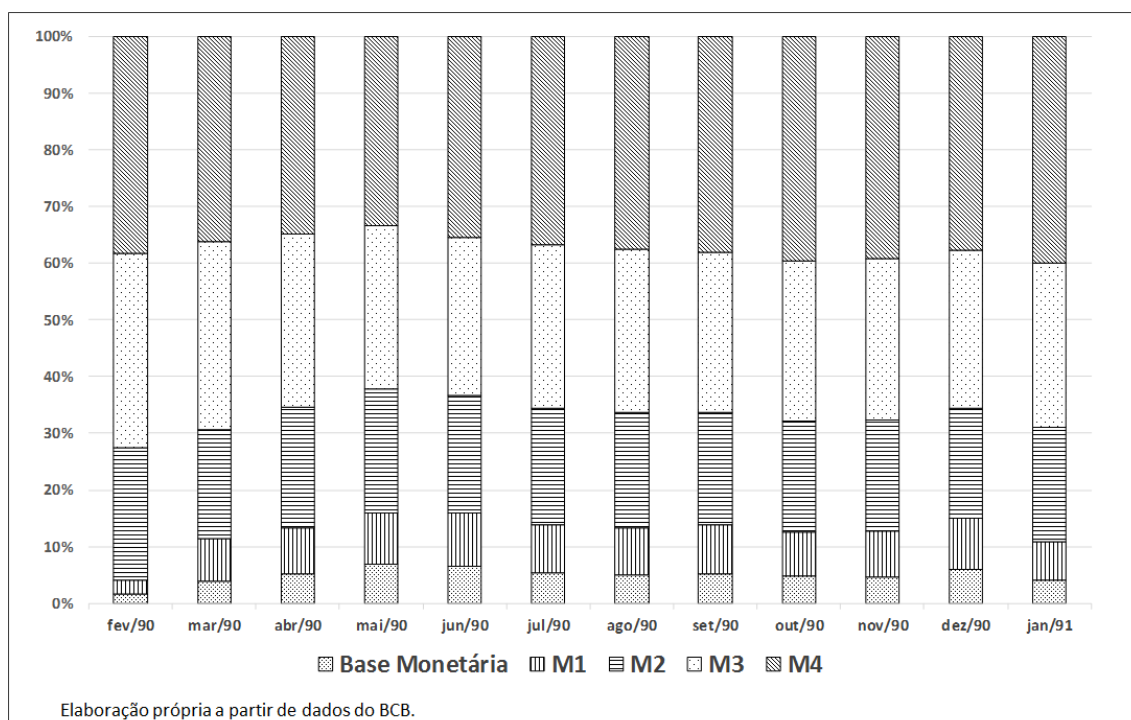
Conforme já registrado, um dos destaques salientados por Carvalho refere-se à evolução do volume dos títulos privados que, a despeito da queda apresentada nos três primeiros meses com o bloqueio de liquidez, apresentou recuperação, fixando-se, no mês de junho, 8,8% acima do seu nível real de fevereiro.

“Parte dos recursos dirigidos para títulos privados deve ter vindo das cadernetas de poupança, por insatisfação com os rendimentos ou como reversão do movimento de fevereiro, quando se supunha que elas estariam livres das medidas do novo governo”. (CARVALHO, 1996, p. 85)

A queda mais acentuada da poupança a partir de abril pode ser explicada, portanto, pelo fato de, possivelmente, muitos aplicadores terem preferido aguardar a incidência dos rendimentos referentes a março e abril (73,64% e 85,24% respectivamente) referenciados pelo IPC.

O gráfico que se segue dá a dimensão do aumento da participação da base monetária e do M1 verificado a partir do choque e de sua relativa estabilidade a partir de então. Estes são os principais pontos ressaltados por Carvalho, (1996) no que se refere à evolução dos agregados monetários.

Gráfico 13 – Composição da “Moeda” – fev 1990 a jan 1991



Defende-se aqui que, conforme se confirmará na subseção na qual o autor analisa os juros, a dinâmica, tanto do volume, quanto da composição dos agregados está fortemente alinhada com a teoria da moeda endógena. Ou seja, o aumento, de M1 é completamente esperado em um contexto de queda acentuada da inflação e, principalmente, de manutenção de uma taxa de juro real negativa. Vale destacar este ponto, uma vez que ele está no centro do processo de formação da teoria da impossibilidade da estabilização tão bem caracterizado por Carvalho (1996) no primeiro capítulo de seu trabalho. Ou seja, a partir dos sucessivos fracassos dos planos da segunda metade da década de 1980 inferiu-se que apenas o congelamento, mesmo que conjugado com uma política monetária restritiva, não seria suficiente para debelar o processo inflacionário. Neste contexto, começa a ganhar força a ideia de que a liquidez do estoque de quase-moeda seria um impeditivo a estabilização. Propõe-se, então, um plano com bloqueio de liquidez. Note-se que, neste sentido, o Plano é incoerente em seus “próprios termos” uma vez que conjuga congelamento de preços, bloqueio de liquidez e uma política de juros baixos.

Por fim ressalta-se que o próximo passo dado por Carvalho (1996), isto é, de estabelecer uma relação de causalidade entre remonetização acelerada e a “explosão” de demanda (por consumo e/ou especulativa) de forma tão automática nos parece teórica e empiricamente frágil. Ainda assim, Carvalho defende que o bloqueio teria apenas

amenizado essa recuperação da demanda pós-estabilização ficando caracterizado, portanto, o fracasso da política:

“Nos mercados de risco houve queda abrupta logo após o choque, mas os primeiros sinais de recuperação apareceram já em fins de março. Em abril as vendas do comércio voltaram ao nível real de fevereiro e a produção industrial fez o mesmo em maio. Ressalte-se que nada disto foi comparável ao movimento de alta dos preços de ativos reais e de risco, das vendas do comércio e da produção industrial nos choques do governo Sarney. O bloqueio de liquidez teve êxito em impedir que estes fenômenos se repetissem com a mesma intensidade, mas o que se pretendia era evitar qualquer reação até que a estabilização tivesse se consolidado, e os números mostram que os mercados não respeitaram este prazo.” (CARVALHO, 1996, p. 77)

4.3.2 Volume de Crédito

No trabalho de Carvalho, esta seção é bastante problemática (e o próprio autor admite) no que se refere ao tratamento dos dados. O autor distingue duas dinâmicas diferentes para o volume de crédito, dependendo do tratamento conferido aos números. Na primeira identifica uma queda do volume de crédito em março de 1990 (em relação a fevereiro 1990), seguida de recuperação parcial em abril e maio. No entanto, quando se reajusta e se corrige os números pelas taxas de juros, diferenciando-se o que é crédito novo do que é juros sobre estoque de crédito, o resultado vai na direção defendida por Carvalho (1996), isto é, revela uma expansão do crédito já no mês de março, circunstância indicadora da “não recessividade” do bloqueio de liquidez.

Tabela 35 - Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado por Emprestadores
 Finais – Valores Reais (INPC), Dez. 1989=100

Final de Período	Total Exclusive (SCI + APE + CEE + CEF) ¹	
	Saldo Total	Saldo descontados os juros dos DI acumulados no mês
dez/89	100,00	100,00
jan/90	94,82	94,79
fev/90	95,84	92,71
mar/90	84,16	108,67
abr/90	89,26	125,61
mai/90	93,10	132,83
jun/90	93,49	136,14
jul/90	96,25	138,05
ago/90	98,75	141,05
set/90	100,80	139,77
out/90	102,74	133,67
nov/90	103,19	127,39
dez/90	102,98	116,64
jan/91	99,90	112,79

Fonte: Construída a partir de Carvalho (1996)

1 - Sociedades de Crédito Imobiliário, Associações de Poupança e Empréstimos, Caixas Econômicas Estaduais e Caixa Econômica Federal.

Apesar deste “resultado”, conforme o próprio autor atesta

“a expansão do crédito após o choque fica obscurecida nos dados originais do BCB devido a três problemas. Primeiro, não há números referentes apenas a novas operações ou a rolagens contratadas em cruzeiros. Segundo, houve mudanças bruscas nos valores referentes à Caixa Econômica Federal. Terceiro, a deflação por qualquer índice de preços subestima a queda do valor real dos empréstimos logo após o choque, decorrente dos juros *overnight* muito abaixo da inflação, ficando igualmente subestimado o crescimento ocorrido a seguir.” (CARVALHO, 1996, p. 89)

Além destes problemas Carvalho ainda aponta, de maneira bastante correta, uma dificuldade que fragiliza sobremaneira o “resultado” por ele defendido.

“O outro problema no tratamento dos números é o critério de deflação a ser utilizado para isolar, na variação dos estoques de final de período, o que pode ser atribuído a fluxos originais de empréstimos ou à simples correção do valor preexistente pelos encargos das operações em curso. Este problema é muito mais grave quando as taxas de juros divergem muito entre si e em frente à inflação como em março e em abril.” (CARVALHO, 1996, p. 93)

Ou seja, neste caso, apesar do cuidado acadêmico apresentado pelo autor, possivelmente o indicador indireto mais adequado para se analisar a dinâmica do crédito seja o nível de atividade posto que a expansão do crédito responde a esta variável. É plausível que tenha havido expansão de crédito de forma a compensar os efeitos restritivos derivados da retenção dos ativos.

4.3.3 Juros

No trabalho de Carvalho, esta seção também apresenta problemas. Todavia, diferentemente dos problemas relacionados aos dados verificados na subseção anterior, aqui a questão relevante é eminentemente teórica. Conforme visto no segundo ensaio desta tese, a taxa básica de juro das economias monetárias modernas é definida de maneira exógena pela autoridade monetária. Dada a taxa básica de juro define-se (obviamente observando-se outros parâmetros) o volume de crédito da economia, os depósitos (meios de pagamento) e a base monetária. Necessariamente nesta ordem. Assim, o suposto de que as taxas de juros são determinadas endogenamente e que podem servir de indicador de liquidez configura um erro teórico. Carvalho (1996) incorre neste erro.

“Há pelo menos três restrições importantes à utilização das taxas de juros como indicador do nível de liquidez logo após o bloqueio da liquidez em março de 1990: **o BCB continuou a balizar as taxas *overnight* diariamente**; os bancos adotaram uma postura cautelosa por conta de dificuldades operacionais; são precários os dados disponíveis para as primeiras três semanas após o choque.” (CARVALHO, 1996, p. 94, grifo nosso)

A parte grifada da citação já deixa evidente o problema “de construção” da proposta do autor. A partir deste ponto o autor descreve a atuação “acomodatícia” do Banco Central como sendo decorrente dos problemas operacionais associados ao congelamento e não uma característica estrutural da economia.

“Com as dificuldades operacionais do sistema Selic, os bancos tinham que operar sem saber qual era sua posição de caixa. Para evitar problemas, o BCB financiava as instituições que precisassem de dinheiro, praticando taxas de *overnight* que refletiam a sua avaliação sobre os desdobramentos do programa de estabilização, sem necessariamente buscar uma aderência precisa às reais condições de liquidez da economia. Sua utilidade como indicador da liquidez fica bastante prejudicada, portanto.” (CARVALHO, 1996, p. 94)

Destaca-se, como havia sido mencionado na seção sobre a base monetária e haveres financeiros, que nos meses subsequentes ao choque a taxa básica real de juro foi

significativamente negativa como fica evidente na tabela abaixo. Maiores comentários sobre a dinâmica dos juros serão feitos na seção 4.5.5.

Tabela 36 – Taxas de Juros – (fev. 1990 - jan. 1991)

Mês	Taxas Nominais		IGP-M (t+1)	Taxas Reais	
	Tit. Federais	CDB		Tit. Federais	CDB
fev/90	82,04	68,96	83,95	-1,04	-8,15
mar/90	36,76	31,98	28,35	6,55	2,83
abr/90	4,23	10,6	5,93	-1,60	4,41
mai/90	5,69	8,19	9,94	-3,87	-1,59
jun/90	8,73	11,77	12,01	-2,93	-0,21
jul/90	13,79	14,08	13,62	0,15	0,40
ago/90	11,53	12,42	12,8	-1,13	-0,34
set/90	15,21	16,88	12,97	1,98	3,46
out/90	16,49	21,58	16,86	-0,32	4,04
nov/90	19,83	23,37	18	1,55	4,55
dez/90	22,86	22,53	17,7	4,38	4,10
jan/91	21,02	24,83	21,02	0,00	3,15

Fonte: Brazil Programa Econômico - v.31 - dez. 1991 - BCB

4.3.4 Atividade Produtiva e Mercados de Risco

No que diz respeito aos indicadores de atividade e preços de ativos de risco Carvalho (1996) “identifica” o mesmo padrão por ele encontrado para os indicadores de liquidez e crédito, isto é, queda imediata após o choque seguida de rápida recuperação (já em abril).

“Este quadro começou a se reverter já no fim de março, tendência que iria aparecer mais claramente nas primeiras semanas de abril, quando as ações voltaram a subir e surgiram os primeiros sinais de recuperação do comércio. O aumento das vendas, além de afastar o receio de recessão catastrófica, transmitiu-se logo em seguida à indústria. A demanda por ativos reais e de risco apresentou ao mesmo tempo forte recuperação. O índice da Bolsa de Valores de São Paulo subiu 114,3% em abril e o ouro, 44,3%.” (CARVALHO, 1996, p. 98)

Nesta seção de seu trabalho o autor não é exaustivo na busca por indicadores e baseia toda a sua análise/conclusão em um comparativo de indicadores de indústria, comércio, Ibovespa e dólar paralelo do ano de 1990 contra 1988. O autor justifica essa escolha como uma solução que tornaria a comparação mais correta, uma vez que o ano de 1989 teria sido bastante atípico, por decorrência da aceleração aguda da inflação no segundo semestre e por conta das eleições presidenciais. A base utilizada pelo autor é replicada na tabela abaixo.

Tabela 37 – Indicadores de Atividade Produtiva e Preços de Ativos de Risco

Mês	Indústria Brasil				Industria SP				Comércio Varejista Grande São Paulo						Ibovespa	Dólar paralelo
	Geral		Duráveis		INA		NUCI		Geral		Duráveis		Não-duráveis			
	1988	1990	1988	1990	1988	1990	1988	1990	1988	1990	1988	1990	1988	1990		
jan	107,81	111,04	101,19	121,24	98,2	98,2	79,3	78,6	116,75	122,35	136,85	133,34	132,96	130,63	10.049	37,5
fev	107,41	105,14	111,32	128,75	100	94,1	80	76,8	120,82	103,35	134,96	107,81	138,83	123,63	16.597	65
mar	122,16	107,32	142,19	114,45	102,3	63,3	81,5	72,4	136,04	92,32	168,17	113,54	162,01	126,6	7.275	65
abr	111,43	78,75	123,58	72,58	101,5	62,3	79,3	59,6	120,59	98,5	134,27	123,13	138,35	120,74	15.587	74
mai	115,32	108,23	127,96	142,95	97,9	80,3	81,3	68,2	170,83	114,04	134,07	153,56	131,86	113,52	14.643	88
jun	127,17	111,81	140,76	135,62	99,6	87	81,2	71,1	128,01	99,04	126,91	113,59	133,32	110,28	17.618	88
jul	127,2	123,32	126,85	128,49	98,7	91,3	79,3	76,5	132	98,43	130,6	112,37	130,46	96,44	29.822	81
ago	131,92	132,86	138,2	160,68	99,1	97,9	81,3	78,2	134,32	111,27	117,25	121,92	131,99	108,06	25.071	81,5
set	129,7	125,27	141,76	148,39	98,1	96,4	80,4	78,5	128,7	106,17	94,75	95,86	113,5	92,33	23.099	89,5
out	129,87	128,87	141,18	160,55	95	97,3	79,7	77,5	124,11	98,55	101,72	93,8	112,85	85,8	17.848	113
nov	116,73	116,47	141,63	149,05	97,1	90,3	79,8	73	134,58	95,44	104,44	85,51	119,86	86,8	26.510	166
dez	108,21	92,42	116,64	92,11	97,3	80,9	79,3	64,9	177,02	128,05	169,04	123,09	137,97	107,09	25.156	186

Fonte: Carvalho (1996)

Ora, se 1989 não parece um ano adequado para base de comparação o ano de 1988 nos parece menos ainda. Deve-se recordar que o ano de 1988 registrou uma queda do PIB de 0,06% e a política econômica praticada foi, de certa forma, exceção dada a opção pelo gradualismo. A ideia de se fazer uma análise de excesso de demanda com defasagem de 2 anos não encontra base na literatura e, a rigor, nem no bom senso.

A leitura de documentos (jornais, revistas econômicas, etc) dos meses subsequentes ao bloqueio de liquidez muitas vezes aponta na direção diametralmente oposta à defendida por Carvalho (1996). Isto é, a hipótese de que o bloqueio teria criado uma forte pressão recessiva em diversos setores da economia. Exemplo disto são as edições de abril, maio e junho (cuja análise se refere a março, abril e maio, respectivamente) da revista Conjuntura Econômica da FGV, que indicam uma tendência recessiva persistente.

“Situações críticas – As dificuldades criadas no âmbito financeiro para indivíduos e empresas privadas, após o Plano Collor, abalaram a continuidade do processo produtivo, provocando efeito recessivo. Há setores onde a situação tornou-se crítica, como por exemplo naqueles setores aonde o capital de giro é essencial no curtíssimo prazo, nos setores que produzem bens de alto valor nominal, que tiveram sua demanda muito reduzida com o congelamento dos ativos financeiros no Banco Central.” (“Conjuntura Econômica”, 1990a, p. 2)

“Paralisação em abril – O impacto do Plano Brasil Novo sobre o nível de atividade foi forte no mês de abril. Enquanto a Fiesp verificou queda substancial no nível de emprego após o Plano, a Sondagem Conjuntural da Indústria, da FGV, detectou o menor nível de capacidade instalada desde a instituição desta pesquisa: 61%” (“Conjuntura Econômica”, 1990b, p. 2)

e

“Faltam Investimentos – O nível de atividade econômica, que já vinha se reduzindo desde o final de 89, sofreu forte contração de março a maio, sob o impacto do Plano Brasil Novo. A paulatina liberação dos recursos bloqueados no Banco Central restabeleceu a boa situação financeira do setor privado, mas ainda não propiciou a recuperação da credibilidade na economia a longo prazo, o que vem afetando largamente os projetos de novos investimentos produtivos. (“Conjuntura Econômica”, 1990c, p. 2)

O quadro a seguir, presente na edição de junho da Conjuntura Econômica, indica uma queda da atividade industrial, no trimestre avaliado. De acordo com seus números o efeito do choque não parece ter sido apenas uma pequena inflexão no mês de março, seguida de recuperação já em abril.

Tabela 38 - Impacto do Plano Collor sobre a Indústria – Índice base fixa com ajustamento sazonal

Classes	Mar-Fev	Abr-Mar	Abr-Fev
Indústria Geral	93,05	78,96	73,47
Extrativa mineral	100,69	97,71	98,39
Min. Não metálicos	92,5	74,91	69,29
Metalurgia	90,47	72,76	65,83
Mecânica	91,05	77,23	70,32
Mat. Elétrico e de comunic.	86,84	73,69	63,99
Material de transporte	93,2	49,09	45,76
Papel e papelão	98,17	85,35	83,79
Borracha	88,57	61,03	54,06
Química	96,15	83,59	80,37
Farmacêutica	99,04	70,97	70,28
Perf. Sabões e velas	93,36	78,35	73,14
Prod. Mat. Plásticas	89,82	69,72	62,62
Têxtil	92,57	76,26	70,59
Vest., calç., art. Tecidos	98,02	91,7	89,89
Prod. Alimentares	92,07	94,97	87,43
Bebidas	89,63	97,56	87,45
Fumo	100,72	92,24	92,91

Fonte: IBGE - In: Conjuntura Econômica, v.44 n.6

De forma mais geral, o comportamento do próprio PIB do primeiro semestre foi severamente recessivo:

“O PIB para o segundo trimestre deste ano [1990] ficou em 6,04% negativos contra os 3,84% também negativos do primeiro. Este resultado se refere à comparação trimestre contra trimestre imediatamente anterior, na série dessazonalizada, e foi divulgado pelo IBGE. Em relação ao segundo trimestre do ano passado, a redução foi ainda mais acentuada – 8,8%. Estas são as menores taxas do PIB na década.” (“Conjuntura Econômica”, 1990e, p. 16)

Portanto, os indicadores apresentados por Carvalho principalmente em relação a atividade econômica não são, de forma alguma, conclusivos. Vale destacar que enfraquece a tese do autor o fato de que são apresentados relativamente poucos indicadores e, principalmente, a base de comparação (1988) é altamente questionável.

4.3.5 Conclusão

Nesta seção de sua tese Carvalho buscou demonstrar dois pontos principais. O primeiro é que houve remonetização de forma acelerada da economia, a despeito do bloqueio de

liquidez. A segunda é que, dado o fracasso do bloqueio em impedir a remonetização, não se poderia atribuir a este a suposta recessão do primeiro semestre. Os dados de fato mostram crescimento da base monetária e dos meios de pagamento após o congelamento. Note-se que sob o domínio da teoria da taxa de juro exógena (ou moeda endógena), isto é quase irrelevante para nossa análise. Em realidade, mais que irrelevante uma monetização pós estabilização é normal dado o aumento dos encaixes reais de moeda, processo talvez reforçado no período pós Plano Collor dada as bruscas alterações sofridas no mercado financeiro em consequência do bloqueio de liquidez. Está implícito também neste arcabouço teórico (da moeda endógena) o fato de não ser possível, de forma alguma, estabelecer uma relação de causalidade de variações nos agregados monetários sobre o nível de atividade e de inflação. Neste sentido a relação que Carvalho tenta demonstrar entre a remonetização acelerada e a suposta pressão altista de demanda dela derivada nos parece frágil *a priori*. Isto fica bastante claro na inadequação do “tratamento” dado a taxa de juros (como um indicador de liquidez). A única maneira de se entender o argumento do autor é a partir do uso bastante “primitivo” da teoria quantitativa da moeda que associaria o aumento do estoque de moeda a aumento dos preços, o que suporia velocidade constante (hipótese insustentável em meio a um processo de remonetização) e existência de excesso de demanda, uma vez que a simples “expansão de demanda” (caso de fato tenha ocorrido) de forma alguma teria como contrapartida elevação de preços, seguindo-se coerentemente a teoria monetarista em sua versão mais simplória.

Outro ponto que chama atenção na análise de Carvalho é a ausência de qualquer relação de todos os movimentos por ele apontados (de remonetização acelerada, rápida recuperação do crédito e elevação dos preços de ativos de risco) com a manutenção de taxa básica de juro real negativa.

Quanto à dimensão aplicada do estudo de Carvalho, à exceção dos dados de agregados monetários e haveres financeiros, os indicadores apresentados não são conclusivos. Na verdade, a hipótese de que o bloqueio não teria sido recessivo nos parece um pouco forte. Apesar da taxa de juro real negativa praticada após o choque, é provável que a desorganização generalizada da economia decorrente do bloqueio (dificuldade de acesso a capital de giro para muitas empresas, dificuldade de estabelecimento de transações de maior valor para pessoas físicas, etc) tenha fortalecido a tendência recessiva que já se consolidava desde o final de 1989.

4.4 A segunda fase do Plano Collor – “Tira-teima” do debate da zeragem automática

A segunda fase do Plano Collor, tal como caracterizada por Carvalho, associa-se à “inflexão ortodoxa”, já no começo de maio, quando estava evidente a retomada da inflação e o “descontrole sobre a expansão da liquidez”.

O discurso adotado pela equipe econômica (e aceito por economistas de distintas matrizes⁹⁵) assume o tom de que a esta altura estava realizada a remonetização e normalizada a “estrutura monetária” o que possibilitaria a volta da utilização dos instrumentos tradicionais de política monetária. Com isso, a equipe econômica aprofunda a aposta monetarista. Em referência ao debate apresentado no segundo ensaio desta tese, esta fase do Plano pode ser interpretada como a que segue os preceitos estritamente monetaristas, tais quais os apresentados por Pastore.

São, portanto, as principais medidas do “pacote” anunciado em maio e complementado em junho: (i) fim da zeragem automática que viria a ser substituída pelo redesconto com taxas punitivas (*overnight* mais 20% a.a.); (ii) proibição das contas remuneradas (resolução nº 1.707); (iii) reestabelecimento das Letras do Tesouro Nacional - LTN, títulos pré-fixados, com substituição progressiva das Letras Financeiras do Tesouro – LFT; (iv) estabelecimento de metas quantitativas trimestrais para papel-moeda em circulação, M1 e M4 e (v) suspensão da divulgação da taxa diária “LFT estimada”, usada por bancos e outras instituições financeiras como base para definir a remuneração de clientes.

Levando-se em consideração a discussão teórica apresentada no segundo ensaio desta tese torna-se previsível o resultado deste conjunto de políticas. Como veremos, não foi possível controlar os agregados monetários nem, tampouco, conforme seria de se esperar, a inflação. Carvalho (1996, p. 139) enumera as dificuldades postas para a efetivação de uma política econômica com este objetivo, em um ambiente inflacionário:

⁹⁵ “A partir de maio de 90, encerrada a fase de remonetização detonada pelo plano de estabilização implantado em 15 de março, o Banco Central passou a trabalhar com uma política monetária ativa, exercendo efetivo controle sobre a quantidade de moeda, de acordo com os parâmetros estabelecidos pela equipe econômica. Na verdade, essa política revê início com a corretíssima decisão do Banco Central de deixar de financiar as carteiras de títulos federais das instituições financeiras via mesa de open do Departamento de Operações de Mercado Aberto, bem como da reintrodução das Letras do Tesouro Nacional (LTN) no mercado.” (“Conjuntura Econômica”, 1990d, p. 227–228)

- a) a demanda do público por moeda indexada, permanecia elevada, o que dificultava muito o desejado alongamento voluntário das aplicações financeiras;
- b) os bancos não tomavam títulos públicos de médio e longo prazo, preferindo a rolagem de papéis curtos no *overnight*;
- c) neste quadro, a volta dos papéis prefixados (LTN) reintroduzia o risco de prejuízos nas carteiras dos bancos a cada oscilação mais pronunciada dos juros de curtíssimo prazo;
- d) o fim da zeragem automática traduzia a ênfase no controle da oferta primária de moeda, deixando-se a taxa de juros como variável de ajuste, ou pelo menos como variável dependente, podendo então oscilar com razoável grau de liberdade, o que se chocava potencialmente com o item anterior;
- e) o caráter parcial da desindexação mantinha a correção dos BTN como uma referência para a arbitragem de operações e para especulações sobre as projeções de inflação do próprio governo;
- f) as fortes restrições cambiais limitavam a margem de manobra da política monetária: uma política contracionista mais vigorosa podia gerar uma apreciação cambial inaceitável, obrigando o BCB a comprar divisas em volume suficiente para reverter a meta monetária desejada.”

Na verdade, quase todos os itens acima têm o mesmo significado e corroboram a razão pela qual se defende que a institucionalidade monetária anterior ao choque era absolutamente normal. Em um ambiente de aceleração inflacionária não faz sentido que os agentes adquiram ativos com a remuneração prefixada. A tentativa de se aderir a este tipo de institucionalidade aumenta, em grande medida, a instabilidade do sistema econômico uma vez que a ausência de um mecanismo de ajuste de posição dos bancos pode vir a gerar uma crise bancária. Assim, se a intenção do governo é propiciar um “ambiente econômico” com relativa estabilidade o retorno a uma institucionalidade na qual se fixa a taxa de juros e se acomoda a demanda por moeda é natural. Assim foi. Um mês após o fim da zeragem automática

“os aplicadores de recursos reclamavam da grande instabilidade dos juros oferecidos pelos bancos e estes reclamavam de prejuízos com as LTN e da insegurança quanto à tendência dos juros, enquanto diversos analistas apontavam o risco de juros reais baixos, destacando a diferença entre o *overnight* e o BTN.” (CARVALHO, 1996, p. 143)

A instabilidade do juro levou ao BCB a instituir intervenções de compra e venda de títulos fora dos leilões primários semanais. “Houve *go around* de compra ou venda de LTN, ou ambos (e uns poucos leilões de recompra de LFT), em quase todos os dias de julho até

outubro” (CARVALHO, 1996, p. 142) Ou seja, conforme apontado também por Carvalho, na prática houve apenas a substituição do mecanismo de zeragem por outro mecanismo de intervenção diária (mais imperfeito, diga-se de passagem) de maneira a possibilitar que o sistema bancário ajustasse sua posição.

Entre o final de maio e o final de agosto, o Banco Central operou tentando respeitar as metas monetárias estabelecidas. Em setembro, o governo começa a operar seguindo o padrão anterior ao Plano Collor e, no começo de outubro, a “transição” se completa.

“A expectativa de aceleração da taxa de inflação, com a necessidade de ajustes para cima na taxa nominal de juros, levou a um impasse entre o Banco Central e o sistema financeiro detentor de títulos públicos. Este impasse só pôde ser solucionado através de uma operação de *stop-loss*, através da qual o BCB trocou os títulos do mercado. Além disso, a política restritiva estava começando a produzir turbulências acentuadas na economia, aumentando o risco de crédito no setor privado financeiro e não financeiro e, sobretudo, elevando de forma explosiva o custo de rolagem dos títulos públicos estaduais”. (MOURA; FARO, 1991, p. 2)

A experiência desta fase do Plano Collor é bastante didática no sentido de caracterizar de maneira precisa o processo de desestabilização da economia, derivado da adoção de uma institucionalidade que tem como origem uma teoria equivocada. Essa análise complementa de maneira “aplicada” a abordagem desenvolvida em uma dimensão mais teórico-abstrata, no segundo ensaio desta tese. Encerram-se assim as grandes “questões monetaristas” presentes no Plano. Conforme dito na introdução deste ensaio, na seção a seguir iremos avaliar a dinâmica dos elementos de custo da economia no período jan. 1990 – jan. 1991. Abandonaremos, aqui, a periodização estabelecida por Carvalho (1996), bastante útil para discriminar o *modus operandi* da política monetária mas, contudo, inadequada para analisar elementos de custo, à exceção dos juros e, em alguma medida, do câmbio.

4.5 Análise clássica

A inflação, que vinha em franca aceleração, desde o final de 1989 despenca com a implementação do Plano Brasil Novo. A trajetória de 56,11%, 72,78% e 84,31% nos meses de janeiro, fevereiro e março, respectivamente, dá lugar a uma reversão na qual o

IPC aponta inflação de 44,80%⁹⁶ em abril (mês subsequente ao choque) e 7,87% em maio. Apesar desta queda acentuada, é interessante observar que o patamar pós-choque da inflação ainda é muito elevado. A tabela 1, aqui replicada, deixa claro que todos os planos da segunda metade da década de 1980 (com choque de congelamento) redundaram em uma inflação inferior à verificada após o choque do Plano Collor.

Tabela 1 - Inflação Oficial x Planos de Estabilização

mês/ano	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Janeiro	12,64	14,37	16,82	16,51	35,48	56,11	20,95	25,92
Fevereiro	10,16	12,72	13,94	17,96	16,35	72,78	20,2	24,48
Março	12,71	-0,11	14,4	16,01	6,09	84,31	11,79	21,62
Abril	7,22	0,78	20,96	19,28	7,31	44,8	5,01	20,84
Maiο	7,78	1,4	23,14	17,78	9,94	7,87	6,68	24,5
Junho	7,84	1,27	21,30	19,53	24,83	9,55	10,83	20,85
Julho	8,92	1,19	3,05	24,04	28,76	12,92	12,14	22,08
Agosto	14,0	1,68	6,36	20,66	29,34	12,03	15,62	22,38
Setembro	9,13	1,72	5,68	24,01	35,95	12,76	15,62	23,98
Outubro	9,05	1,9	9,18	27,25	37,62	14,2	21,08	26,07
Novembro	13,97	3,29	12,84	26,92	41,42	15,58	26,48	22,89
Dezembro	15,07	7,27	14,14	28,79	53,55	18,3	24,15	25,58
	Cruzado	Cruzadinho	Cruzado II	Plano Bresser	Feijão com Arroz	Plano Verão	Collor	Collor II

Até outubro de 1985: IGP-DI; de novembro de 1985 a fevereiro de 1986: IPCA; de março a outubro de 1986: IPC-IBGE; de novembro de 1986 a junho de 1987: INPC; de julho de 1987 a dezembro de 1990: IPC-IBGE; a partir de janeiro de 1991: INPC

Neste ponto levanta-se uma questão interessante e que dialoga diretamente com a análise desenvolvida no primeiro ensaio desta tese. Carvalho (1996) associa essa “resiliência” da inflação ao desajuste de preços relativos, herdado da aceleração da inflação ocorrida a partir do segundo semestre de 1989.

“Além de ter atingido níveis inéditos no país, a forte aceleração do ritmo inflacionário em 1989 reduziu a eficiência dos mecanismos de indexação, devido à crescente defasagem entre a inflação corrente e os indexadores, em geral baseados em índices de inflação passada. As perdas afetaram até mesmo os preços corrigidos por estimativas mais próximas da inflação corrente ou os que recebiam compensações prévias pela defasagem esperada, como as aplicações financeiras ligadas ao *overnight*” (CARVALHO, 1996, p. 166)

Este fato, de a inflação ter permanecido elevada, é bastante relevante na determinação da dinâmica do congelamento e da pressão no sentido de reindexação da economia.

⁹⁶ O IGP-DI da FGV, por exemplo registrou variação de 11,33% em abril. Essa discrepância se deve principalmente ao período de coleta. O IGP-DI de abril compara preços coletados de 1 a 30 de abril (referência) com preços coletados de 1 a 30 de março (base). O IPC, por sua vez, compara preços médios obtidos de 16 de março a 16 de abril (referência) com preços médios coletados de 15 de fevereiro a 15 de março (base)

4.5.1 Indexação de Ativos

O Plano Collor, a princípio, não tinha como objetivo a desindexação da economia⁹⁷. A despeito do congelamento de preços e do bloqueio de liquidez definiu-se regras de prefixação para ativos financeiros, salários e aluguéis. Os ativos bloqueados seriam indexados à correção monetária (BTN fiscal) mais 6% ao ou fração *pro rata* ano (0,5% a.m). O artigo 22 da medida provisória nº 168, por sua vez, determina que o valor nominal do BTN seria atualizado de acordo com o índice de inflação oficial (artigo 2º, §5º da MP nº 154). Para salários e aluguéis, por exemplo, estava prevista uma prefixação a partir do dia 15 de abril a ser definida pela Ministra da Economia mês a mês. Assim, estabelecia-se uma estrutura de pre-indexação

“[...] os salários de março estão corrigidos com base na inflação de fevereiro e os preços deverão retroagir e manter-se nos níveis praticados a 12 de março. Esta paralização abrupta da espiral preços/salários deverá manter-se o tempo necessário para a normalização da economia, com os ajustamentos que se tornarem indispensáveis. A flexibilização definitiva deverá ocorrer a partir de 15 de abril, quando ingressarmos numa política de prefixação de preços e salários”. (Gazeta Mercantil, 17/3/1990, p.2, in CARVALHO, 1996, p.23)

A despeito da instituição destas regras, na prática, porém, o governo pareceu querer disputar/dificultar os mecanismos de indexação (por ele mesmo definidos). Exemplo disto é congelamento do valor do BTN em abril e maio e a determinação de reajuste zero aos salários inflingindo, obviamente, perdas aos trabalhadores e às aplicações.

Apesar deste esforço, ainda em maio o governo revogou, através MP nº 184, de 4 de maio de 1990, o dispositivo que atrelava o rendimento da poupança ao BTN e determinou a volta da indexação ao IPC mais 0,5% ao mês. Os ativos voltavam, portanto, a ter uma indexação em bases mensais com ganhos reais. Quanto aos salários, como se verá mais adiante, o governo foi bastante resistente em permitir a reindexação.

Na fase de “radicalização monetarista” do Plano, em maio-junho, o governo faz um movimento no sentido de tentar substituir as LFT (pós-fixadas) pelas Letras do Tesouro Nacional (prefixadas). Outro movimento nessa direção de redução da indexação foi a

⁹⁷ Esse objetivo é colocado de maneira concreta no “Plano Collor II” com a extinção do BTN.

extinção em 19 de junho da divulgação da taxa diária da “LFT estimada” utilizada pelas instituições bancárias e financeiras para definir a remuneração dos aplicadores.

“O Governo está convencido de que a inflação cairá tão rapidamente quanto a disposição da sociedade de se livrar da “praga” da indexação. Mas contribuir para o fim da indexação compete também ao Governo, que, para isso, promete fazer a sua parte, acabando definitivamente com o BTN fiscal. [...] Além disso, sem o indexador oficial diário, alguns preços e contratos que ainda exibem correção diária passarão a ter reajustes mais espaçados, contribuindo para a queda da taxa inflacionária.” (“Conjuntura Econômica”, 1990e, p. 22)

Note-se que, em nenhum momento a inflação chegou a um patamar próximo a zero. Em seu mínimo (maio) a inflação registrada foi de 7,87% passando para 9,55% em junho e seguindo trajetória ascendente. Uma desindexação neste contexto implicaria amplas perdas para os detentores dos ativos e fluxos desindexados (aproximadamente 25% de maio a julho, por exemplo). Além disto as experiências recentes dos Planos Cruzado e Verão reforçam a tese de que a desindexação *per se* não era suficiente para debelar o processo inflacionário brasileiro.

4.5.2 Dinâmica dos Preços Administrados

As tarifas públicas no plano Collor seguiram dinâmica similar à observada nos outros planos de estabilização da segunda metade da década de oitenta. Isto é, à exceção do plano Cruzado, a sistemática em relação às tarifas e preços administrados sempre foi, quando se tinha em perspectiva realizar um congelamento de preços, de se estabelecer elevações preventivas. Note-se que, conforme visto no primeiro ensaio desta tese, esse tipo de movimento foi central na aceleração inflacionária. “O “tarifaço” elevou em 57,8% os preços dos combustíveis e em 83,5% os serviços dos postais e telégrafos. A energia elétrica, as linhas e tarifas telefônicas, a cana-de-açúcar, o álcool e o açúcar aumentaram 32,1%.” (Folha de São Paulo, 17 de março de 1990). As tabelas abaixo mostram aumentos bastante elevados para os preços administrados no mês de março, com destaque para “telecomunicações”, “siderúrgicos”, “carvão” e “energia elétrica” que tiveram reajustes da ordem de 128% e, um pouco abaixo, os derivados de petróleo com reajustes na casa dos 97%.

Tabela 38.a – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%)

Mês/Produto	Trigo	Telecomunicações	Produtos Siderúrgicos	Correios e Telégrafos	Transp. Ferroviário	Serviços Portuários	IPCA
jan/90	48,58	96,55	81,74	114,84	68,14	104,73	67,55
fev/90	47,35	63,20	56,16	56,33	70,94	56,11	75,73
mar/90	72,78	128,15	128,24	84,14	86,60	72,78	82,39
abr/90	-	-	-	-	-	-	15,52
mai/90	-	-	-	-	-	-	7,59
jun/90	-	-	-	-	-	-	11,75
jul/90	-	-	-	1,72	-	-	12,92
ago/90	-	-	-	14,69	-	-	12,88
set/90	16,90	15,50	-	-	...	-	14,41
out/90	29,92	16,25	9,70	18,76	...	-	14,36
nov/90	30,31	19,86	...	22,69	...	50,00	16,81
dez/90	30,58	24,75	...	21,73	...	18,00	18,44
Acum. 1990	879,35	1.369,28	...	1.179,72	...	877,41	1.620,97

Fonte: elaboração própria a partir de Brasil: Programa Econômico, dez. 1991.

A substituição de "-" por "..." indica a liberalização dos preços.

Tabela 38.b – Principais Produtos e Serviços com Preços Administrados – Variação Nominal (%)

Mês/Produto	Energia Elétrica	Gasolina	Óleo Diesel	Óleo Combustível	GLP	Alcool Hidratado	Carvão	IPCA
jan/90	67,83	102,01	100,34	103,13	107,75	101,75	89,83	67,55
fev/90	56,11	55,83	56,08	56,11	56,83	55,56	56,11	75,73
mar/90	128,24	97,32	97,79	97,23	98,03	97,85	128,24	82,39
abr/90	-	-	-	-	-	-	-	15,52
mai/90	-	-	-	-	-	-	...	7,59
jun/90	-	-	-	-	-	-	...	11,75
jul/90	-	-	-	-	-	-	...	12,92
ago/90	8,91	28,08	28,39	27,73	30,19	28,16	...	12,88
set/90	-	-	-	-	-	-	...	14,41
out/90	18,00	19,97	20,00	19,98	19,98	19,99	...	14,36
nov/90	23,87	27,60	28,58	28,50	28,60	27,60	...	16,81
dez/90	30,04	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	...	18,44
Acum. 1990	1.137,90	1.227,47	1.235,46	1.242,48	1.312,72	1.228,07	...	1.620,97

Fonte: elaboração própria a partir de Brasil: Programa Econômico, dez. 1991.

A substituição de "-" por "..." indica a liberalização dos preços.

A justificativa apresentada pela nova ministra para o “tarifaço” (agora ministra da economia, dado que o novo ministério absorveu as funções dos antigos ministérios da fazenda e do planejamento) baseava-se na suposta retenção tarifária por parte das empresas públicas, no período anterior, e no fato de estas estarem sobreendividadas. A observação da dinâmica deste grupo de preços administrados ao fim do ano de 1989

(tabelas 27.a e 27.b) não corrobora esta explicação. Um ponto interessante foi que a equipe econômica do Collor tentou que a administração Sarney procedesse com os aumentos, nos meses de janeiro e fevereiro⁹⁸.

Após o mês de março, o congelamento vigeu até julho e, nesse ínterim, a inflação acumulou, pelo IPCA, 49,6%. Em agosto começa o descongelamento, com um grande choque, basicamente nos produtos da “matriz energética”, isto é energia elétrica, gasolina, óleo diesel, óleo combustível, GLP, álcool hidratado. Os reajustes dos preços dos derivados do petróleo, resultante de uma elevação dos preços internacionais do petróleo, ficaram em torno de 28%, patamar significativamente superior ao da inflação oficial (12,88%). A escalada dos preços administrados, com variações acima da inflação, se intensifica no último trimestre. Neste período, apresentaram aumentos acima da inflação o “trigo”, “telecomunicações”, “correios”, “energia elétrica” e todos os derivados do petróleo.

Destaca-se que os preços do carvão, produtos siderúrgicos e transporte ferroviário foram “liberalizados” a partir de maio, novembro e setembro, respectivamente.

4.5.3 Dinâmica Salarial

A regra de política salarial do Plano Collor foi definida pela MP nº 154, de 15 de março de 1990 (posteriormente convertida na Lei nº 8.030, de 12 de abril de 1990), foi definida da seguinte forma:

“Art. 2º O Ministro da Economia, Fazenda e Planejamento estabelecerá, em ato publicado no Diário Oficial:

[...]

II - no primeiro dia útil após o dia 15 de cada mês, a partir do dia 15 de abril de 1990, o percentual de reajuste mínimo mensal para os salários em geral, bem assim para o salário-mínimo;

III - no primeiro dia útil, após o dia 15 de cada mês, a partir de 15 de abril de 1990, a meta para o percentual de variação média dos preços durante os trinta dias contados a partir do primeiro dia do mês em curso.

⁹⁸ “A equipe econômica do novo governo queria que os reajustes tarifários em vigor desde ontem fossem estabelecidos pela administração José Sarney. O ex-presidente não concordou”. (“Folha de São Paulo”, 1990, p. b3)

§ 1º O percentual de reajuste salarial mínimo mensal estabelecido neste artigo será válido para o ajuste das remunerações relativas ao trabalho prestado no mês em curso.”

[...]

Art. 3º Aumentos salariais, além do reajuste mínimo a que se refere o artigo 2º, poderão ser livremente negociados entre partes.

Parágrafo único. Os aumentos salariais acima do percentual de reajuste mínimo a que se refere o inciso II do artigo 2º não serão considerados na deliberação de ajuste de preços de que trata o §3º do mesmo artigo.”

Em resumo, foi aplicado um reajuste de 72,78%, correspondente a inflação de fevereiro e depois iria haver uma prefixação (todo dia 15) de acordo com decisão do Ministro da Economia. A regra também possibilitava a livre negociação de salário acima do mínimo estabelecido. Essa regra não seria punitiva se a inflação se mantivesse próxima a zero uma vez que, já em abril o governo anunciou reajuste zero para todos os salários. Porém, conforme visto na introdução desta seção, a inflação inicial “pós-choque” foi relativamente alta, implicando em perdas reais severas para os trabalhadores. Assim, a dinâmica salarial nos primeiros meses do plano foi de ganho em março de 1990 derivado do reajuste nominal inicial, seguido de reversão já em abril, quando o governo anuncia reajuste zero.

“Anúncio oficial do Ministério da Economia revelou que a inflação está zerada no mês de abril e que, em consequência, também estarão zerados os reajustes de preços e salários. O reajuste zero também vale para o salário mínimo. Estimativas do mesmo ministério indicam que houve um aumento real de 12 a 18% nos salários desde o lançamento do Plano Collor, decretado a partir de 16 de março.” (“Conjuntura Econômica”, 1990a, p. 13)

A tabela abaixo, que descreve a evolução dos salários médios reais relativos à construção civil e também à indústria do estado de São Paulo (Fiesp) deixa claro esta elevação em março com queda acentuada nos meses subsequentes.

Tabela 39 - Evolução do Salário Real 1990 – jan. 91 (mar 1986=100) – Índice Nacional de Custo da Construção e Indústria de São Paulo

Mês	Índice nacional de Construção (INCC)				Salários Indústria SP
	Carpinteiro	Servente	Pedreiro	Ajudante Especializado	
jan/90	174,3	175,2	181,2	151,3	146,2
fev/90	170,3	171,5	177,7	148,7	139,4
mar/90	177,2	178,5	184,2	152,1	136,0
abr/90	98,0	97,9	102,6	84,4	70,7
mai/90	86,6	87,2	90,3	73,8	62,6
jun/90	89,1	88,7	92,4	74,6	70,0
jul/90	99,8	99,0	104,4	87,0	80,0
ago/90	104,3	103,3	108,4	91,2	82,1
set/90	102,0	100,8	105,9	88,9	79,2
out/90	98,9	97,8	103,1	87,1	75,7
nov/90	96,1	97,8	101,0	84,6	83,2
dez/90	97,6	100,1	102,1	88,6	78,3
jan/91	95,8	98,1	101,3	85,5	67,8

Fonte: Conjuntura Econômica - FGV e Boletim Mensal BCB.

O deflator utilizado foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (IPCA)

No final de maio (22/05), sob pressão, o governo determina reajustes mensais para o salário mínimo e volta a “discutir” uma nova política salarial. Em junho, o Congresso Nacional aprova Projeto de Lei da Política Nacional de Salários (PL nº 61 de 1990) que reajustaria mensalmente, pelo IPC, os rendimentos até cinco salários mínimos. A parcela que excedesse cinco salários mínimos e que ficasse abaixo de dez salários mínimos teria ajuste trimestral pelo IPC acumulado no trimestre terminado no mês anterior – ou seja, para essa parcela salarial (entre 5 e 10 SMs) o reajuste em t_0 seria dado pelo IPC acumulado de t_{-3} a t_{-1} .

Em sequência, dia 25 de junho, o Governo edita a Medida Provisória nº 193 também dispondo sobre política salarial. Nesta MP estabelece-se, de maneira bastante confusa, o conceito de “Salário Efetivo”. Na prática “a medida prevê que os trabalhadores terão apenas dois reajustes de salário por ano – um obrigatoriamente na data-base e outro em data a ser acertada entre patrões e empregados. Qualquer outro aumento fica proibido, exceto as “promoções por mérito”. ” Folha de São Paulo (27 de junho de 1990, capa).

Aproximadamente um mês após a edição da MP nº 193 a presidência veta o principal artigo (que dispunha sobre a indexação salarial) do Projeto de Lei nº 61 sob a seguinte justificativa:

“O projeto em questão conflita, nas disposições mencionadas, com os objetivos de política macroeconômica do Governo, ameaçando o processo de estabilização implementado pelo Plano Brasil Novo, conforme se demonstra a seguir. [...]

Esta resposta adaptativa do comportamento dos agentes à inflação [a indexação], em vários mercados, chega a se consolidar através da sua institucionalização. Um exemplo disto é a indexação salarial. A indexação formal, isto é, a indexação institucionalizada através de leis [...]

Justamente num momento em que a consolidação da estabilidade de preços requer a maior flexibilidade possível, para que se processe da maneira mais rápida a acomodação de todos os agentes às profundas reformas implementadas pelo Governo, a adoção de uma política de indexação de salários implicaria violentar os mercados com uma regra excessivamente genérica e automatizada. ” (Mensagem de Veto nº 557, de 30 de julho, de 1990.)

Em resumo, no início do Plano estava colocada uma regra de reajuste salarial mensal que foi “desrespeitada” pela subindexação (de 0% da inflação) exercida pelo governo nos meses de abril e maio. Em resposta o congresso propõe uma Lei com regras claras de indexação salarial. O governo então veta esta proposta e estabelece, através da MP nº 193, uma política salarial mais austera.

Mais uma vez, sob ampla disputa social, a MP nº 193 foi reeditada até que se chegasse à MP nº 219, de setembro de 1990, que tinha como principais características: (i) a reposição das perdas salariais, na data-base de cada categoria, partindo da média do salário real dos 12 meses anteriores à data-base; (ii) além do reajuste na data-base, dentro do período de 12 meses os trabalhadores poderiam ter apenas mais um reajuste salarial, dependendo de acordo coletivo o de dissídio e (iii) a proibição de repasses dos reajuste de salários aos preços⁹⁹.

Os números disponíveis na tabela 39 descrevem um movimento coerente com o regramento acima descrito, isto é: queda acentuada nos rendimentos derivados do “congelamento” nos meses de abril e maio seguida de relativa recuperação entre junho e agosto. Com a aceleração da inflação a partir de setembro os trabalhadores voltam a ter perdas salariais.

⁹⁹ É pouco provável que o governo consiga ter controle do sistema produtivo a ponto de conseguir impor perdas consistentes de margem aos empresários. Nem no período do Cruzado com apoio popular e uma burocracia de acompanhamento de preços robusta (CIP) tal controle foi possível.

Paralelamente a esta disputa acerca da política salarial mais ampla, a definição da regra de reajuste de salário mínimo seguiu uma dinâmica particular. Após o congelamento, para os meses de março a maio, definiu-se uma regra de reajustes alternados a partir de julho, seguindo em um mês um índice de variação da cesta básica e no mês subsequente um reajuste (arbitrário) de 6,09%, tal como mostra a tabela que se segue.

Tabela 40 – Evolução do Salário Mínimo – jan. 90 a jan. 91

Mês	Salário Min.	Var. % Nominal	IPC
jan/90	1.283,95		56,11
fev/90	2.004,37	56,11	72,78
mar/90	3.674,06	83,30	84,31
abr/90	3.674,06	0,00	44,80
mai/90	3.674,06	0,00	7,87
jun/90	3.857,76	5,00	9,55
jul/90	4.904,76	27,14	12,92
ago/90	5.203,00	6,08	12,03
set/90	6.056,31	16,40	12,76
out/90	6.425,14	6,09	14,20
nov/90	8.329,55	29,64	15,58
dez/90	8.836,82	6,09	18,30
jan/91	12.325,60	39,48	19,91

Elaboração própria a partir de dados do IBGE.

Em artigo que discute o poder de barganha dos trabalhadores no Plano Collor, Amadeo e Frnaco (1991) defendem que, entre setembro de 1989 e março de 1990, houve ganhos dos empresários no conflito distributivo, com o IPAi (índice de preços de venda dos produtos industriais) crescendo quase sempre à frente do câmbio e do salário nominal médio da Fiesp. Tais ganhos foram revertidos a partir de maio, quando os salários passam a crescer bem acima do IPAi.

Tabela 41 - Taxas de Variação, % ao mês – conflito distributivo

Mês/Índice	IPA - Ind.	Câmbio ¹	Salários ²	Energia	IPC/Fipe
set/89	44,94	35,5	31,6	38,0	35,8
out/89	43,25	37,6	47,8	36,0	37,3
nov/89	46,00	41,0	65,8	73,3	43,0
dez/89	50,03	54,2	48,7	51,8	51,8
jan/90	75,17	56,1	51,7	67,8	74,5
fev/90	72,41	72,8	59,8	56,1	70,2
mar/90	81,40	38,9	71,4	128,2	79,1
abr/90	8,19	20,4	-5,1	-	20,2
mai/90	1,54	7,8	2,2	-	8,5
jun/90	4,99	10,5	20,3	-	11,7
jul/90	8,20	13,1	27,7	-	11,3
ago/90	11,65	3,9	16,0	8,9	11,8
set/90	12,26	17,5	8,9	-	13,1
out/90	13,87	27,0	9,3	18,0	15,8
nov/90	19,67	35,3	25,6	23,9	18,6
dez/90	17,18	17,5	10,0	30,0	16,0
jan/91	19,16	29,4	2,5	-	21,0

Fontes: Boletim Mensal BCB, Brasil Programa Econômico BCB

1 - Fechamento do mês - fonte: série do sistema de séries BCB cód. 3696

2 - Salário Nominal Médio Fiesp - Boletim Mensal BCB

4.5.4 Dinâmica Cambial

Apesar de se estabelecer formalmente o câmbio flutuante como política cambial, na prática adotou uma política de flutuação suja. Segundo Carvalho (1996), no primeiro semestre do plano os objetivos do BCB na área cambial seguiram, basicamente três parâmetros: (i) intervir de forma regular e discreta para impedir oscilações muito acentuadas nas cotações, mas aceitando praticar correções fortes em determinados momentos; (ii) privilegiar a acumulação de reservas e o balizamento da taxa real, abrindo mão, em alguma medida, do controle monetário e (iii) praticar desvalorizações em níveis próximos à inflação mensal com o cuidado de não deixar que ficasse caracterizada alguma forma de indexação.

Os pontos (i) e (iii) levantados por Carvalho parecem razoáveis uma vez que o principal empecilho à estabilização era exatamente a restrição externa a qual o Brasil (e grande parte da América Latina) estava submetido. Quanto ao segundo ponto, claro está que ele só é pertinente caso se adote, e Carvalho 1996 parece adotar de forma consistente, a teoria da moeda exógena, como base teórica. Após intervenção no mercado cambial o BCB

sempre pode vender títulos para esterilizar o impacto da operação cambial. Ou seja, o processo de esterilização é automático seguindo o processo de ajuste de portfólio dada uma taxa de juro exógena.

É possível especular que, dada a falta de liquidez (e o tamanho da restrição) no começo do Plano, possa ter havido um aumento no fluxo de divisas por parte de brasileiros não residentes no Brasil e também a tentativa de liquidação dos agentes que detinham dólares¹⁰⁰. No mês de março, por exemplo, após o bloqueio de liquidez, após uma desvalorização de 10,73% no dia de abertura do mercado (após uma semana fechado) o câmbio nominal diário assume uma dinâmica de alternadas valorizações e desvalorizações em oposição ao passado recente em que o câmbio nominal seguia apenas uma direção. Apesar disto, até o mês de julho a variação cambial seguiu relativamente de perto a taxa de inflação indicando claramente a atuação do BCB e a inexistência de qualquer tipo de crise cambial.

“Em julho, em meio ao vigoroso esforço de controle de liquidez, as operações cambiais do BCB representaram praticamente o único fator de expansão monetária.” (CARVALHO, 1996, p. 191)

Tabela 42 - Taxa de Câmbio (jan. 1990 – jan. 1991)

Mês	Cs\$/US\$ ¹	Var. cambial (%)	Cz\$/U\$ Paralelo ¹	Ágio - Paralelo/Oficial (%)	Inflação Oficial (%)
jan/90	17,73	56,11	37,30	110,37	56,11
fev/90	30,64	72,78	66,00	115,43	72,78
mar/90	42,56	38,92	65,00	52,73	84,31
abr/90	51,24	20,40	74,00	44,41	44,80
mai/90	55,22	7,76	88,00	59,37	7,87
jun/90	61,02	10,51	87,00	42,57	9,55
jul/90	68,99	13,06	82,00	18,86	12,92
ago/90	71,67	3,89	81,90	14,27	12,03
set/90	84,22	17,51	90,00	6,86	12,76
out/90	106,95	26,98	112,70	5,38	14,20
nov/90	144,71	35,31	166,00	14,71	15,58
dez/90	170,06	17,52	185,00	8,79	18,30
jan/91	220,10	29,42	237,00	7,68	20,95

1 - Posição de fechamento do mês.

Fonte: elaboração própria a partir de Ipeadata e Folha de São Paulo.

¹⁰⁰ A brusca queda do ágio (tabela 42) reforça essa hipótese.

Em setembro de 1990, diante de uma tendência persistente de redução dos superávits comerciais alcançados ao longo do ano, ocasionada em grande medida pelo processo de abertura comercial conjugado à alta do preço do petróleo, possivelmente o governo abandona a política de “balizamento” do câmbio e permite uma desvalorização mais severa. Assim, no trimestre setembro-novembro a desvalorização cambial se faz bem acima da taxa de inflação.

Depois do dia 12 daquele mês [setembro], o BCB induziu ou aceitou uma rápida desvalorização do cruzeiro, componente essencial da política de acomodação que passava a prevalecer.” (CARVALHO, 1996, p. 185–186)

Para efeito de nossa análise, é principalmente sobre essa desvalorização mais acentuada de setembro a novembro de 1990, que devemos prestar atenção. Note-se que, de fato, esse movimento coincide com a aceleração da inflação. Ou seja, este é um momento em que a pressão cambial provavelmente exerce um papel de iniciador de um período de aceleração da espiral de componentes de custo.

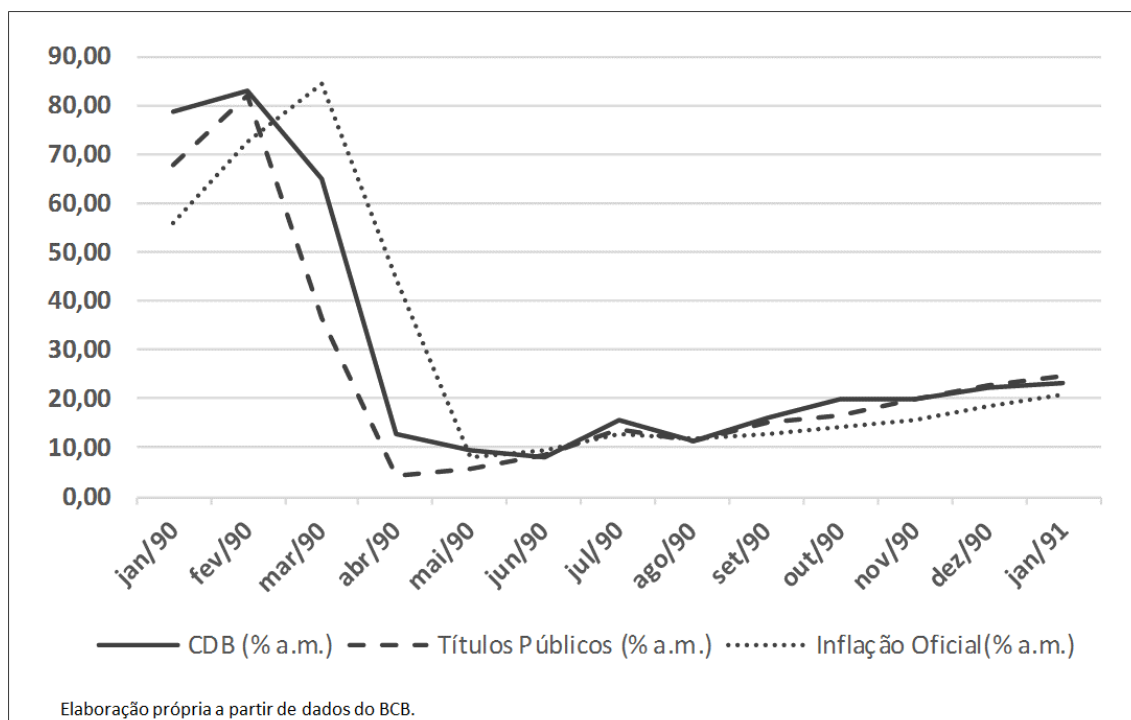
4.5.5 Dinâmica dos Juros

Conforme visto na seção 4.3.3, o manejo da taxa básica de juro seguiu, ao longo da vigência do Plano, três “regimes”. De março a maio o Banco Central teria balizado o juro *overnight* de forma a estabilizar o sistema financeiro, uma vez que o bloqueio produziu dificuldades operacionais para o sistema bancário identificar sua posição patrimonial.

“Basta ver que o juro *overnight* diário manteve-se rigorosamente estável até meados de abril. Em 16/4 anunciou-se que o BTN teria variação zero em abril: as taxas *over* despencaram de imediato [...]. Daí resultaram os juros reais fortemente negativos no *overnight* acumulado nos meses de abril e maio.” (CARVALHO, 1996, p. 95–96)

O gráfico abaixo, de fato, mostra juros reais negativos para o período de março a maio.

Gráfico 14 – CDB (% a.m.); *Overnight* –Títulos Públicos (% a.m.) e Inflação Oficial (% a.m.)



Note-se que dado o bloqueio de liquidez a elevação da taxa básica de juros implicaria em grande tensionamento do sistema de crédito (agora mais necessário do que nunca) possivelmente impactando de forma negativa o sistema produtivo. Ou seja, a opção pela manutenção de uma taxa básica baixa parece ter o papel de um remédio secundário para lidar com um “efeito colateral” (possíveis problemas de caixa das empresas) do remédio principal, o bloqueio da liquidez. Outro efeito que justifica esta política é a preocupação com o assim chamado canal monetário da inflação, ou seja, a pressão sobre os custos da elevação dos custos e capital e uma própria sinalização para um *mark-up* nominal embutindo uma expectativa menos altista da inflação.

Conforme visto na seção 4.3.3, a despeito da tentativa de “radicalização monetarista”, a realidade se impôs e, na prática, o modo de operação de política monetária que acaba se estabelecendo, gradativamente, é o de determinação da taxa de juro. Em julho, pela primeira vez desde o bloqueio de liquidez, a taxa de juro básica real foi positiva. Após muita dificuldade no manejo da política monetária¹⁰¹, a partir de setembro o Governo

¹⁰¹ De fato a instabilidade do juro aumenta muito a partir de junho.

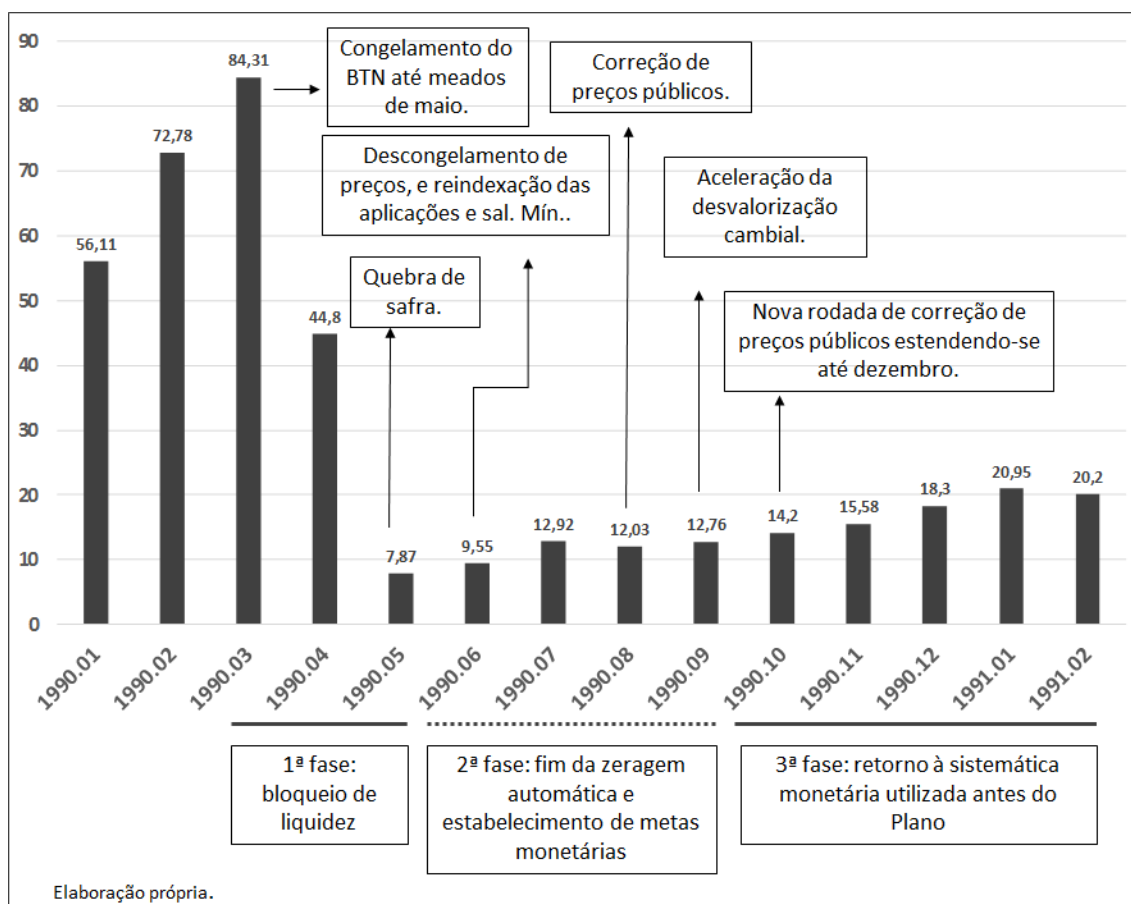
assume de vez a política de determinação de preço (juro) em detrimento das quantidades. Daí em diante observa-se uma política “consistente” de com juros reais positivos rondando a casa dos 3,0% ao mês. Não há, a partir de aí, nenhum choque significativo.

4.6 Conclusão

Os diversos efeitos do bloqueio de liquidez sobre a dinâmica econômica dificultam qualquer tipo de análise mais específica que vise identificar e delimitar claramente o efeito causal entre as pretensas variáveis explicativas (elementos de custos) e a variável explicada (inflação). Claro está que a avaliação do impacto das variações dos elementos de custo sobre a inflação e regras de indexação não é exceção. Apesar das limitações daí derivadas o exercício realizado permite a formulação de interessantes hipóteses/conclusões acerca do processo inflacionário em curso no ano de 1990. Uma delas está na dinâmica das regras/institucionalidades de indexação resultantes da “estratégia” do governo. Ou seja, apesar de não ter havido um movimento explícito na direção da desindexação da economia na formulação original do Plano Collor, após seu lançamento, o governo pareceu sempre operar (vide citação a Mensagem de Veto nº 55, de 30 de julho) com esse objetivo. Assim, após o choque, na prática, não parece ter havido mudanças importantes na periodicidade dos reajustes. Os ativos financeiros continuaram com uma frequência de reajuste diário, enquanto que os salários, após alguma disputa, voltaram a ser reajustados em bases mensais. Desta forma, a estabilidade da indexação não parece ter concorrido para a aceleração inflacionária. Outro fator que também parece ter atuado como modulador dos efeitos dos choques sobre a aceleração da inflação foi a severa recessão verificada no ano.

De forma geral, o processo inflacionário no ano de 1990 pode ser estilizado da seguinte forma: (i) aceleração no primeiro trimestre, decorrente da *dinâmica de transição* e do tarifaço ocorrido no mês de março;

Figura 9 – Cronologia Plano Collor



(ii) queda brusca da inflação decorrente do congelamento e do bloqueio de liquidez que, em nosso entendimento, tem um impacto brutal sobre a economia principalmente pela desorganização do sistema e; (iii) a partir deste ponto, logo no começo de abril, parece ter início uma fase de acirramento do conflito distributivo. Esta hipótese é corroborada pelo aumento das atividades sindicais e movimentos grevistas em maio, a despeito da recessão. Outro indicador deste processo está na própria dinâmica da disputa da lei salarial entre executivo e legislativo. A partir de agosto, apesar da recessão e da política monetária contracionista, uma sucessão de choques de preços administrados reforça a tendência de aceleração inflacionária e, por fim, a aceleração da desvalorização cambial em setembro parece jogar papel central na definição da trajetória inflacionária ascendente.

5 Conclusão

A experiência da alta inflação que perpassou toda a década de 1980 e a primeira metade da década de 1990 foi bastante traumática para a sociedade brasileira. Além dos efeitos perturbadores sobre o cotidiano das relações econômicas, tanto no plano pessoal, quanto empresarial, o período foi também marcado por várias tentativas fracassadas de estabilização, o que, de alguma forma, acabou por abalar a confiança da população na capacidade de as autoridades governamentais eleitas (direta ou indiretamente) sanarem a questão socioeconômica, então entendida como a mais grave e premente, qual seja a convivência com taxas de inflação elevadas e persistentes.

Dentre as tentativas de estabilização, as que apresentaram fracassos mais notáveis foram, sem dúvida, as referentes aos Planos Cruzado e Collor. O primeiro deles ampliado pelo ineditismo de um programa de choque com desindexação e pelo êxito inicial alcançado. De fato, o entusiasmo e adesão sociais nos primeiros meses de sua adoção e as expectativas positivas então geradas explicam a dimensão das frustrações que sobrevieram a seu malogro, no final de 1986. Sob outra perspectiva, o Plano Cruzado e seu fracasso estabeleceram um verdadeiro divisor de águas no debate sobre macroeconomia no Brasil e sobre gestão de política econômica, cujo resultado foi a ampliação paulatina da influência da ortodoxia no tratamento desses temas e do qual é parte constitutiva o prenúncio da hegemonia de um certo fundamentalismo fiscalista que viria a se consolidar nas décadas subsequentes.

Por razões distintas, o outro ponto de inflexão relevante foi o Plano Collor. Inicialmente, por este ter sido o programa de governo do primeiro presidente eleito pelo voto direto depois de Jânio Quadros/João Goulart, decorridos mais de trinta anos da instauração da ditadura militar no país, em 1964. Em segundo lugar, pela própria radicalidade do plano, que em seu repertório englobava medidas inéditas, como o confisco de ativos financeiros, inclusive depósitos à vista. O fracasso do plano num curto espaço de tempo aliado ao final traumático do governo Collor contribuíram, ainda mais, para a reafirmação da desconfiança da sociedade quanto à funcionalidade da nova ordem política e quanto à incapacidade de os governos solucionarem, a contento, as questões econômicas fundamentais que assolavam o país.

Passados mais de vinte anos da estabilização econômica ocorrida em 1994, algumas questões que caracterizaram o fenômeno inflacionário brasileiro das décadas de 1980 e 1990, podem, e devem ser reexaminadas, agora com o benefício do distanciamento histórico.

De imediato, o ponto central a ser reconhecido é que a estabilização foi alcançada por um plano (Real) cujos principais elementos assentavam-se na desindexação de preços e no uso de uma âncora cambial. No quadro da política econômica não houve mudança dramática no manejo da política monetária e, apesar de anunciada, qualquer veleidade de controle monetário foi muito rapidamente abandonada. Por seu turno, as contas públicas apresentaram uma progressiva deterioração no superávit primário e, neste quadro, o plano logrou obter sucesso mesmo sem implementar nenhuma política fortemente recessiva pelo menos até a crise do México, ao final de 1994.

O distanciamento histórico facilita a percepção de que, na prática, vários pressupostos do Plano Collor eram descabidos. Todavia, é importante fazer um esforço para entender a lógica de sua construção e identificar o substrato teórico que sustentava uma concepção tão equivocada de política de estabilização.

Outro ponto importante, diretamente relacionado às turbulências econômicas do contexto histórico marcado por alta inflação e aos fracassos dos planos de estabilização então implantados, refere-se à consolidação de um determinado consenso em torno das causas do fracasso dos planos e de sua contrapartida, qual seja a persistência e a aceleração da inflação no período. Trata-se, especificamente da questão fiscal, manifesta na existência de um déficit fiscal persistente, oriundo de uma hipotética e difusa “crise fiscal”, que estaria na raiz do fenômeno inflacionário. Desde então, a consolidação desta interpretação impactou permanentemente a política fiscal, colocando alternativas expansionistas sob a suspeita, acusadas de portarem o risco de retorno ao período de alta inflação.

Essa tese procurou tratar das questões antes descritas e que estão diretamente relacionadas por intermédio de três ensaios.

O primeiro ensaio apresenta um modelo de inflação de conflito distributivo no qual a periodicidade de reajuste desempenha papel relevante. Esse esforço permite demonstrar como a trajetória de aceleração da inflação entre o final do Plano Cruzado e o Plano Collor pode ser interpretadas, segundo este modelo, sem que seja necessário recorrer a qualquer

elemento relacionado a excesso de demanda. A análise das regras de indexação e dos principais elementos de custos da economia (preços administrados, salários, câmbio e juros) oferece uma interpretação consistente da inflação para o período focalizado. O resumo de tal dinâmica está no “mapa de choques de custos” então apresentado e também nas conclusões do ensaio. De forma geral, conclui-se que desvalorizações cambiais e choques de preços administrados são os principais eventos que reforçam o processo de aceleração da inflação. Emerge da avaliação empírico-descritiva estabelecida no primeiro capítulo (primeiro ensaio) o conceito de *dinâmica de transição*. Este conceito refere-se a um período no qual o afrouxamento do controle governamental dos preços da economia (em um contexto de congelamento) e a expectativa de um novo congelamento acarretam a radicalização do conflito distributivo. Seria um período de curtíssimo prazo nos quais os formadores de preços, com base em informações políticas concretas, aceleram suas práticas de precificação. Tal fato seria, em alguma medida, seguido pelo encurtamento dos prazos de reajustes salariais, obtido em função da reação dos trabalhadores na defesa de seus salários, circunstância que retroalimenta o processo de aceleração inflacionário, por sua vez também realimentado pelo comportamento do câmbio.

O segundo ensaio (segundo capítulo) procura revelar as raízes teóricas do Plano Collor e discutir suas limitações. O contraponto, ou fundamento teórico, apresentado para tal propósito é a compreensão moderna, hoje quase consensual, do funcionamento de um sistema monetário nas economias atuais. Busca-se ressaltar que a falta de compreensão clara dos fundamentos teóricos e institucionais deste sistema é responsável por boa parte dos equívocos inerentes à concepção do Plano Collor. Em defesa dos autores com os quais dialogamos (Belluzzo e Almeida), é possível considerar que a teoria da moeda endógena (ou do juro exógeno) emerge, de maneira sistemática e organizada¹⁰², poucos tempo antes (principalmente nos artigos de Kaldor (1982) e Moore (1988)) da publicação do seu artigo “Crise e Reforma Monetária no Brasil” objeto central de escrutínio no capítulo. A análise das bases teóricas deste artigo permitiu evidenciar que a fundamentação teórica subjacente ao Plano Collor e mesmo sua mecânica de execução já são frutos de uma incompreensão dos reais motivos do insucesso do Plano Cruzado. Este insucesso, reflete, também, a excessiva ênfase conferida pelos críticos do plano à questão da demanda (ou

¹⁰² A ideia de moeda endógena está presente na literatura econômica desde seus primórdios (ver Wray (2003)).

exacerbação da demanda), por sua vez relacionada, em tese, à gestão das políticas fiscal e monetária. A conclusão do ensaio desenvolvido no capítulo 2 acaba por reforçar a crítica à crítica de Pastore (1990) aos fundamentos do plano. Reitera-se, ademais, que abordagem de moeda exógena utilizada pelo autor é inadequada para interpretar o processo inflacionário do período em questão.

Por fim, esta tese se completa com um ensaio que examina a adoção do Plano Collor e seus resultados. A análise sublinha a existência de certa correspondência entre a interpretação teórica das propostas do plano e seu fracasso. Tal circunstância fica mais bem evidenciada no trabalho de Carvalho (1996) que, subscreve, em alguma medida, a interpretação de que o malogro do plano residiu fundamentalmente na ineficiência da gestão da demanda pós plano. Ademais, outros pontos são também considerados, entre eles a percepção de que o plano trazia implícita uma visão equivocada do funcionamento de um mercado monetário em uma economia capitalista moderna, visão esta compartilhada pela tradição monetarista convencional e mesmo por algumas abordagens heterodoxas. Buscou-se, ainda, demonstrar que, apesar da (já esperada) remonetização da economia, não é possível atribuir o fracasso do plano a uma pretensa recuperação do nível de atividade pós-bloqueio, conforme argumenta Carvalho (1996). Em contrapartida apresenta-se uma explicação alternativa para a aceleração da inflação no ano de 1990, baseada na análise dos principais elementos de custo da economia. Neste ano, observa-se choques de preços administrados e desvalorização cambial em agosto e setembro, elementos que determinam uma reaceleração da inflação, então estacionada em 12%, havia três meses. Tais evidências parecem consistentes com o arcabouço teórico acerca do fenômeno inflacionário defendido no corpo do trabalho (inflação por conflito distributivo).

O conjunto dos ensaios que compõem esta tese procura apresentar uma releitura da natureza da inflação e das políticas adotadas no intuito de combatê-las, entre 1986 e 1991. Tal releitura, de inspiração heterodoxa espera ter contribuído para a literatura desta tradição em dois pontos principais. O primeiro estaria na eliminação de certas confusões e mal-entendidos que marcam o campo heterodoxo em relação às teorias que estão por trás das políticas antiinflacionárias do Plano Collor. O segundo seria explicar os movimentos da inflação no período segundo mecanismos de conflito distributivo e, por essa via, concorrer para uma revisão crítica da posição fiscalista dominante pós 1990, a

qual tem sua origem explicada, em parte, pela crise inflacionária das décadas de 1980 e 1990.

Bibliografia:

AMADEO, E. J.; FRANCO, G. H. B. Inflação e preços relativos no Plano Collor: avaliações e perspectiva. **Revista Brasil Econômico**, v. 45, n. 4, p. 593–609, dez. 1991.

BAER, W. **A economia brasileira: uma abordagem profunda da economia brasileira até 2008 : uma breve análise desde o período colonial até a crise de 1973 e uma análise detalhada dos vários planos econômicos a partir da década de 1970**. Sao Paulo, SP: Nobel, 2009.

BARROS, L. C. M. A Moeda Indexada: Uma Experiência Brasileira. **Economia e Sociedade**, p. 3–24, 1993.

BASTIAN, E.; BASTOS, C. P.; BIELSCHOWSKY, R.; BRAGA, J. Some stylized facts on external shocks and inflation upsurge in Brazil, 1951-1958. **Texto Para Discussão - IE UFRJ**, v. 028, 2016.

BASTOS, C. P. Inflação e estabilização. In: FIORI, J. L.; MEDEIROS, C. (Ed.). **Polarização mundial e crescimento**. Coleção Zero à esquerda. Petrópolis: Editora Vozes, 2001. p. 201–241.

BASTOS, C. P. **Price Stabilization in Brazil: A Classical Interpretation for an Indexed Nominal Interest Rate Economy**. 2002. New School for Social Research, 2002.

BATISTA, P. N. A Moratória de 1987. **Folha de S. Paulo**, 20 fev. 1997.

BELLUZZO; ALMEIDA, J. G. Crise e Reforma Monetária no Brasil. **São Paulo em Perspectiva**, v. 4, n. 1, p. 63–75, mar. 1990.

BELLUZZO, L. G. de M.; ALMEIDA, J. S. G. de. **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

Brazil Programa Econômico - Banco Central do Brasil. v. 12, ago. 1986.

Brazil Programa Econômico - Banco Central do Brasil. v. 17, jun. 1988.

CALANDRO, M. L.; SCHERTTERT, M. C. S. A Evolução dos Índices de Preços. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 16, n. 4, p. 31–42, 1989.

CARVALHO; C. E. Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática do mercado. **Revista de Economia Política**, v. 13, n. 1, p. 25–36, mar. 1993.

CARVALHO, C. E. F. de C. **Bloqueio da Liquidez e Estabilização. O Fracasso do Plano Collor**. 1996. Universidade Estadual de Campinas - Instituto de Economia, Campinas, 1996.

CARVALHO, C. E. F. de C. O fracasso do Plano Collor: erros de execução ou de concepção? **Economia**, v. 4, n. 2, p. 283–331, dez. 2003.

Conjuntura Econômica. v. 40, n. 11, nov. 1986.

Conjuntura Econômica. v. 41, n. 7, jul. 1987.

Conjuntura Econômica. v. 43, n. 3, mar. 1989.

Conjuntura Econômica. v. 44, n. 4, abr. 1990a.

Conjuntura Econômica. v. 44, n. 5, maio 1990b.

Conjuntura Econômica. v. 44, n. 6, jun. 1990c.

Conjuntura Econômica. v. 44, n. 8, ago. 1990d.

Conjuntura Econômica. v. 44, n. 9, set. 1990e.

CORAZZA, G. A desilusão do gradualismo: o fim da (não) política “feijão-com-arroz”. **Revista FEE**, v. 16, n. 4, 1989.

Folha de São Paulo. p. B1–B10, 5 nov. 1988a.

Folha de São Paulo. 28 dez. 1988b.

Folha de São Paulo. 8 jan. 1989a.

Folha de São Paulo. 13 abr. 1989b.

Folha de São Paulo. 25 abr. 1989c.

Folha de São Paulo. 17 mar. 1990.

FRANCO, G. H. B. **Auge e declínio do inflacionismo no Brasil**. [s.l.] PUC-Rio, 2004.

GIAMBIAGI, F. Salários, inflação e conflito distributivo: reflexões acerca da escala móvel. **Revista de Economia Política**, v. 8, n. 3, p. 73–87, jul. 1988.

JAKAB, Z.; KUHOFF, M. **Working Paper Nº 529: Banks are not intermediaries of loanable funds - and why this matters** Bank of England, , maio 2015. .

KALDOR, N. **The scourge of monetarism**. Oxford ; New York: Oxford University Press, 1982.

LAVOIE, M. Endogenous money: accommodationist. In: **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2006. p. 17–34.

LAVOIE, M. The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique. **Journal of Economic Issues**, v. 47, n. 1, p. 1–32, 1 mar. 2013.

LAVOIE, M. **Post-Keynesian economics: new foundations**. Paperback ed. reprinted with amendments ed. Cheltenham: Elgar, 2015.

LERNER, A. P. **Economics of employment**. Westport, Conn: Greenwood Press, 1978.

LOPES, F. L. **O desafio da hiperinflação: em busca da moeda real**. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Editora Campus, 1989.

LOPES, F. L. Plano Bresser: A Versão da Otenização. In: NAKANO, Y.; REGO, J. M.; FURQUIM, L.; PEREIRA, L. C. B. (Ed.). **Em busca do novo: o Brasil e o desenvolvimento na obra de Bresser-Pereira**. 1a. ed ed. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2004.

MACARINI, J. A política econômica do Governo Sarney: o colapso do Plano Cruzado (1986 - 1987). **Texto para Discussão - IE Unicamp**, v. 128, ago. 2007.

MARQUES, M. S. O Plano Cruzado: teoria e prática. **Revista de Economia Política**, v. 8, n. 3, p. 101–130, set. 1998.

MCLEAY, M.; RADIA, A.; THOMAS, R. Money in the Modern Economy: An Introduction. **Bank of England Quarterly Bulletin**, v. Q1, 2014a.

MCLEAY, M.; RADIA, A.; THOMAS, R. Money Creation in the Modern Economy. **Bank of England Quarterly Bulletin**, v. Q1, 2014b.

MODIANO, E. M. **Inflação: inércia e conflito**. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Campus, 1988a.

MODIANO, E. M. **Novo cruzado e velhos conflitos: o programa brasileiro de estabilização de 12 de junho de 1987**. [s.l.] Departamento de Economia PUC/RJ, 1988b. . Disponível em: <<https://ideas.repec.org/p/rio/texdis/183.html>>. Acesso em: 12 fev. 2017.

MODIANO, E. M. A ópera dos três cruzados, 1985 - 1990. In: **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. [Nova edição revista e atualizada], 3a tiragem ed. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Elsevier Editora, 2014.

MOORE, B. J. **Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money**. Cambridge [England] ; New York: Cambridge University Press, 1988.

MORAES, P. B. A condução da política monetária durante o Plano Cruzado. **Revista de Economia Política**, v. 10, n. 2(38), p. 33–52, jun. 1990.

NÓBREGA, M. **Folha de São Paulo**, 9 jun. 1989. .

NOGUEIRA, F. (Im)propriedades da moeda. **Revista de Economia Política**, v. 13, n. 2, p. 61–75, jun. 1993.

PASTORE, A. C. A Reforma Monetária do Plano Collor. In: **Plano Collor: avaliações e perspectivas**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Ed, 1990. p. 157–174.

PAULA, C. J. de; LATTMAN-WELTMAN, F. (ed.). **Ministros da Fazenda, 1808-2008**. Rio de Janeiro, RJ, Brazil: FGV Editora, 2008.

PAULA, L. F. R. Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica. **Estudos Econômicos**, v. 26, n. 3, p. 411–439, dez. 1995.

PEREIRA, L. C. . **Plano de Controle Macroeconômico**, 1987a. .

PEREIRA, L. C. . A Partir do Retorno da Inflação. **Folha de S. Paulo**, 13 jan. 1987b.

PIVETTI, M. **Essay on money and distribution**. Place of publication not identified: Palgrave Macmillan, 2014.

ROS, J. (ed.). Inflación Inercial y Conflicto Distributivo. In: **La edad de plomo del desarrollo latinoamericano**. El Trimestre económico. 1. ed ed. Mexico: Instituto Latinoamericano de Estudios Transnacionales : Fondo de Cultura Económica, 1993. p. 59–84.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, v. 5, n. 3, p. 1–18, 1981.

SERRANO, F. Inflação Inercial e Desindexação Neutra. In: **Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado**. Rio de Janeiro, RJ: Paz e Terra, 1986. p. 105–121.

SERRANO, F. O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 14, n. 2, p. 395–421, 2010.

SERRANO, F.; SUMMA. Uma sugestão para simplificar a taxa de juros exógena. **Ensaio FEE**, v. 34, n. 2, p. 383–406, dez. 2013.

SETTERFIELD, M. **An Essay on Horizontalism, Structuralism and Historical Time**, abr. 2007. .

STIRATI, A. Inflation, Unemployment, and “Hysteresis”, a Classical Approach. **Review of Political Economy**, v. 13, n. 4, p. 428–451, 2001.

WERNECK, R. L. F.; ABREU, M. de P. Estabilização, abertura e privatização, 1990-1994. In: ABREU, M. DE P. (Ed.). **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. [Nova edição revista e atualizada], 3a tiragem ed. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Elsevier Editora, 2014. p. 313–330.

WRAY, L. R. **Trabalho e Moeda Hoje - a chave para o pleno emprego e a estabilidade de preços**. Rio de Janeiro: UFRJ/Contraponto, 2003.