

## **Estabilização da inflação com o apoio de políticas de rendas -- um exame da experiência na Argentina, Brasil e Israel\***

Mario Henrique Simonsen\*\*  
Rudiger Dornbusch\*\*\*

O artigo examina as experiências de estabilização da Argentina, Israel e Brasil. Inicialmente, discutem-se os aspectos conceituais relacionados com o uso de políticas de renda no contexto de programas de estabilização, quando a inércia inflacionária é um problema central. Esta discussão inclui as questões de relação entre déficit e inflação, inflação inercial e os fundamentos da reforma monetária. Em seguida são analisadas as experiências daqueles três países.

1. Introdução; 2. Política de rendas e estabilização; 3. O orçamento e a inflação; 4. Reforma monetária e monetização; 5. Argentina: o Plano Austral; 6. Brasil: o Plano Cruzado; 7. A experiência israelense; 8. Política; 9. Conclusões.

### **1. Introdução**

Em 1985-86, Argentina, Brasil e Israel introduziram programas de estabilização após episódios de inflação elevada e acelerando-se rapidamente. Entre os principais elementos de cada um destes programas de estabilização destacam-se uso de controles de preços e salários, taxa de câmbio fixa, ajustamento fiscal, assim como acentuada expansão nominal dos meios de pagamento<sup>1</sup>. A conjunção de ajuste fiscal e políticas de rendas veio a ser chamada de política “heterodoxa” de estabilização, em contraposição aos programas convencionais do Fundo Monetário Internacional (FMI), os quais enfatizam políticas monetária e fiscal restritivas como os únicos instrumentos de estabilização.

Os programas de estabilização na Argentina e em Israel estão em vigor há mais de um ano e, o mais recente, no Brasil, há meio ano. Existem, portanto, muitos indicadores a fim de permitir fazer uma primeira avaliação do sucesso e das limitações destes novos esquemas. Ao mesmo tempo, vale a pena destacar os principais elementos do processo de estabilização e detalhar o conteúdo intelectual

\* Trabalho preparado para o Grupo dos Trinta (Group of Thirty), Nova Iorque, 2—3 out. 1986. Os autores agradecem a Stanley Fischer pelas discussões e sugestões úteis.

\*\* Da Fundação Getulio Vargas

\*\*\* Do Massachusetts Institute of Technology.

dos programas heterodoxos. Não temos dúvida que a conceptualização destes novos programas é inteiramente acertada — não obstante o desdém que tem persistido, de longa data, dentro da profissão de economista. Também frisamos que a tentação de esquecer-se dos fundamentos é extraordinariamente forte e, em última análise, fatal à estabilização.

O quadro 1 dá uma idéia das abordagens possíveis e impossíveis para a estabilização da inflação. Destaca ainda duas dimensões de política econômica: se o programa inclui ou não ajustamento ou austeridade fiscal e, se o programa compreende uma política de rendas (incluindo congelamento de salários, preços, e taxa de câmbio, conjuntamente com remonetização, a serem explicados a seguir).

O programa-padrão, na parte esquerda inferior do quadro, é o proposto pelo FMI, e consiste em austeridade fiscal, mas não utiliza a política de rendas como elemento-chave. É bem verdade que o FMI recomenda austeridade salarial, entretanto, controles de preço não são tipicamente, ou melhor, nunca, integrantes da lista de condicionalidades. A alternativa aparece na parte esquerda superior do quadro, onde se localizam os programas heterodoxos. Eles combinam políticas de rendas com austeridade fiscal.

Quadro 1  
Estabilização ortodoxa, heterodoxa e “não doxa”

		Austeridade fiscal	
		Sim	Não
Políticas de rendas	Sim	Austral/Cruzado	Poetas
	Não	FMI	Mágicos

As duas outras posições no quadro são fundamentais para entender quais são as tentações no processo de estabilização e para onde elas conduzem. A mais comum é tentar alcançar a estabilização recorrendo unicamente a controles, sem prestar atenção à condição *sine qua non* do ajuste fiscal. Esta caixa está abarrotada de milhares de anos de experimentos malogrados, desde o Imperador Diocleciano, até experimentos recentes dos peronistas em 1973-74, de Richard Nixon, ou de Israel, princípio de 1985. Inevitavelmente, estes programas chegam ao fim após terem vigorado durante um período curto. Eles malogram quando a escassez torna-se um problema político suficientemente grande. Existe ainda uma outra fase, durante a qual os mágicos têm o seu dia, sem controles e sem austeridade, que, entretanto, tipicamente, constitui-se na fase final antes que o paciente, tardiamente, em muitos casos, seja levado às pressas ao FMI.

Uma observação importante a notar no quadro 1 diz respeito à política monetária. O programa heterodoxo inclui uma monetização substancial como parte do processo de estabilização, reconhecendo, entretanto, a necessidade da austeridade fiscal. Em contraste, a ortodoxia dos programas do FMI enfatiza austeridade monetária e fiscal.

Existe outra dimensão segundo a qual os programas podem ser distinguidos conforme quatro classificações. Os programas podem ser ortodoxos ou heterodoxos, e podem envolver tratamentos graduais ou de choque. Segundo este critério, os programas atuais classificam-se como “choques heterodoxos”. Exemplo de programa heterodoxo gradualista seria o programa brasileiro Campos-Bullhões de estabilização adotado nos anos 60. Um programa ortodoxo gradualista seria o caso do Chile. É mais difícil lembrar um exemplo de choque ortodoxo, talvez por falta de sobreviventes que possam narrar o episódio.

Este artigo está organizado da seguinte maneira: nos três itens seguintes examinamos temas relacionados com o uso de política de rendas, no contexto de processo de estabilização, na presença de inércia como variável chave. A discussão inclui a relação entre déficits e inflação, inflação inercial, e os fundamentos de uma reforma monetária. Nos outros três itens abordamos a experiência com estabilização na Argentina, Brasil e Israel. O artigo conclui com uma discussão da dimensão política do processo de estabilização, mostrando o caráter extraordinariamente popular, em termos políticos, destes novos programas.

## 2. Política de rendas e estabilização

Aqui estudamos o conteúdo analítico do uso de controles de salários-preços-taxa de câmbio como complemento fundamental do ajuste fiscal e, como mencionado anteriormente, é a condição *sine qua non* de políticas antiinflacionárias bem-sucedidas.

Que a disciplina da demanda agregada é uma condição necessária para uma prolongada estabilidade de preços, é sabido de longa data por economistas e por governantes bem preparados. Não obstante, ela pode não ser suficiente para estancar a inflação ou, pelo menos, ela pode não ser efetiva na presença de uma taxa de desemprego tolerável. Isto é demonstrado pelo fracasso de um grande número de programas apoiados pelo FMI que ignoraram o problema introduzido pela inércia inflacionária. Em consequência, os programas do FMI em muitos casos geram uma estagflação acentuada e, em última análise, uma retomada da aceleração e pouco sucesso em reduzir a inflação em caráter mais definitivo. Não é de surpreender que países como Argentina, Israel, e Brasil, mais recentemente, decidiram concentrar-se no lado da oferta da inflação, numa tentativa de estabilizar o nível de preços através de uma combinação de políticas de rendas com “reformas monetárias”

Se estes experimentos afinal resultarão em casos bem-sucedidos depende de uma série de fatores, incluindo, em posição de destaque, o controle da demanda agregada. A principal lição destes experimentos que ora se desenvolvem certamente inclui a preponderância da disciplina fiscal e a necessidade de reconhecer que uma exagerada dose inicial pode constituir-se em ingrediente indispensável para o sucesso futuro.

Um tema interessante é que estes experimentos foram inspirados numa bem

fundada abordagem da teoria dos jogos aplicada à inflação. Pode-se argumentar, como faremos adiante, que uma política de rendas é necessária para coordenar o comportamento individual de uma maneira não prevista por versões simplistas de uma economia com expectativas racionais. A questão central é entender o que gera a inflação inercial e a maneira pela qual políticas de rendas podem romper a dependência da taxa de inflação do seu comportamento passado.

## 2.1 *Inflação inercial*

O ponto de partida para a discussão é o reconhecimento de que grande parte da inflação prevalente é essencialmente inercial. Esta observação aplica-se igualmente aos EUA, Europa, ou América Latina. Inflação inercial significa que a inflação hoje é aproximadamente igual ao que ela era ontem. Seja  $p$  a inflação corrente,  $p(-1)$ , a inflação do ano passado, e “Gap” denota a posição da economia dentro do ciclo econômico. A verdadeira taxa de inflação seria então representada por:

$$p = p(-1) + a \text{ Gap} + e \quad (1)$$

onde  $e$  significa os choques de oferta no período atual. A mensagem fundamental da moderna teoria da inflação é o reconhecimento de que a inflação está ligada ao passado através de diversos canais. Não é somente “uma quantidade exagerada de dinheiro disponível para comprar uma quantidade de bens”, que aparece no segundo termo, ou choques de oferta como aumentos do preço do petróleo ou de produtos agrícolas, mas, também, o simples fato que inflação ontem representa inflação hoje.

A razão desta persistência ou inércia é primordialmente a indexação formal ou informal interagindo com aumentos salariais periódicos. Estes podem ocorrer em forma de uma regra legalmente aprovada, segundo a qual os aumentos salariais hoje são baseados na inflação durante o último ano ou os últimos seis meses.<sup>1</sup> Também pode ocorrer que negociações muito menos formalizadas conduzam ao mesmo resultado. Além da indexação salarial, o mesmo mecanismo também opera via expectativas. Ao estabelecerem os seus preços finais, as empresas terão que estimar os seus incrementos de custos, assim como os aumentos de preços dos seus competidores. A melhor estimativa é que, excetuando-se choques cíclicos e de oferta, a inflação de hoje será aproximadamente o que ela foi ontem.

<sup>1</sup> Nós examinamos indexação de uma forma mais detalhada abaixo quando discutimos o contexto do processo de estabilização brasileiro. Naquele contexto, a abreviação do período de indexação de um ano para seis meses, e posteriormente para três meses, foi uma das principais causas da aceleração da inflação.

Dado que todos crêem que a inflação será de fato o que ela foi ontem, o público age com base nessas expectativas e, portanto, estabelecerá os seus preços de modo correspondente, não hesitando em conceder aumentos salariais de acordo com estas expectativas de inflação. É muito mais simples conceder aumentos salariais em linha com a inflação esperada do que enfrentar o risco de uma greve. Se todos agissem dessa forma, então, a inflação esperada de fato resultaria igual a inflação observada; e, se a inflação de ontem é o marco de referência, então a inflação de hoje se revelará muito parecida ao que ela era no passado.

Fatores cíclicos e choques de oferta, inclusive necessidade de desvalorizar o câmbio para fazer face a crises provocadas por dívidas, são os principais determinantes das inflações explosivas observadas em diversos países. O componente inercial da inflação, mantidos inalterados outros fatores, tenderia a gerar uma inflação bastante estável a um determinado nível. Entretanto, elementos imprevistos podem levar a inflação a alterar-se e, em muitos casos, a alterar-se acentuadamente. O fator cíclico é bastante óbvio na medida em que compreende simplesmente inflação de demanda ou desaquecimento da inflação devido à capacidade ociosa na produção ou no emprego. Contudo, vale a pena reconhecer uma assimetria. Não existe limite superior para os aumentos de preços de empresas em reação a uma situação de excesso de demanda, no sentido inverso, entretanto, o argumento não se aplica. Estancar uma inflação de digamos 400% por meio da eliminação de folgas é muito difícil. Mesmo quando políticas restritivas reduzem o gasto nominal, as empresas são forçadas a fazer concessões salariais baseadas na inflação passada. Desta maneira, os seus aumentos de custos poderiam ser da ordem dos 400%, tornando-se inconcebível que, através de mera redução de margens de lucro, elas pudessem reduzir substancialmente a inflação.

Da mesma forma, a redução nos acordos salariais abaixo da taxa de inflação reinante não implicará uma alteração significativa da inflação quando ela é elevada. Aumentos salariais de 360 ao invés de 400% ocasionariam uma redução marcante no salário real (8%), mas uma redução de menor monta da inflação.

A idéia de combater a inflação através da eliminação de folgas, conseqüentemente, aplica-se somente a uma economia em que reduções de 2 a 3%, ou cortes em margens de lucro desta magnitude, representam uma redução pela metade da inflação. Quando a inflação é muito elevada e acentuadamente inercial, políticas de controle de demanda não se aprestam para atingir um impacto rápido e substantivo. Dado que um impacto rápido e substantivo é a única alternativa politicamente aceitável, os governos em países com inflação elevada têm poucas alternativas senão tentar evitar uma piora adicional da inflação, mas não encontram espaço para efetivamente eliminar a inflação.

Os novos programas de estabilização reconhecem este problema de uma forma que os programas do FMI não fazem. Eles aceitam a necessidade de uma política de rendas como instrumento para cancelar as forças inerciais, desta ma-

neira transladando a economia instantaneamente de uma situação de alta inflação para outra de baixa inflação. Esta política de rendas deve ser entendida de duas maneiras. Uma é política. Para estancar a inflação, é necessário que alguém se disponha a aceitar uma diminuição ou na margem de lucro, ou no salário real, a fim de introduzir a deflação. A deflação inicial pode então ser transmitida através da indexação em um processo gradual de deflação adicional. Realisticamente, não surgirão voluntários para adotar estas medidas. Todos desejariam saltar juntos para um patamar de baixa inflação, entretanto, ninguém saltará a não ser que os outros também o façam. Isto significa que todos querem ver materializar-se a inflação nula antes que eles decidam incrementar seus preços e salários em zero. Mas, se todos adotarem uma atitude de “esperar para ver” então, obviamente, a inflação continuará. Qualquer tentativa de restringir a demanda se traduzirá quase inteiramente em uma redução de emprego, sem quase nenhuma diminuição da inflação. O fraco desempenho da economia e a falta de sucesso no combate à inflação contribuirão para uma curta duração de qualquer campanha deste tipo.

## 2.2 *Teoria dos jogos e política de rendas*

O contexto descrito situa o combate à inflação no seio da teoria dos jogos. Sempre que agentes econômicos interagem estrategicamente na forma descrita, a coordenação torna-se essencial para alcançar resultados satisfatórios. Um sistema de controles de salários-preços-tipo de câmbio é o elemento coordenador para introduzir condições que a economia, evoluindo sem interferência, não lograria estabelecer rapidamente, a não ser a custos elevados. Poder-se-ia argumentar que se o Governo se dispusesse a implementar as políticas monetária e fiscal requeridas, então o público seria forçado a concluir que a inflação seria efetivamente debelada. Sem alternativa, todos atuarão igualmente; em consequência, a inflação estaria derrotada.<sup>2</sup>

Entretanto, encontram-se dois deslizes fundamentais nessa argumentação. Um refere-se à inaptidão do Governo em se comprometer a tomar medidas no futuro de maneira convincente; o outro, mais novo, refere-se ao problema de coordenação num mundo em que os preços são predeterminados. Nós estudamos estes problemas em seguida.

O Governo não se pode comprometer categoricamente, de maneira crível e indiscutível. Não existem condições institucionais para tal compromisso por antecipação (pode-se pensar em reformas constitucionais, o padrão-ouro, e as-

<sup>2</sup> Como sabemos que a economia não tem alternativa? Isto também é uma questão em teoria dos jogos. Schelling (1982) escreveu extensamente sobre como fazer ameaças convincentes. As idéias envolvem estratégias suicidas. Governos instintivamente evitam estratégias suicidas por não terem escapatórias. Em consequência, e acertadamente, o público não crê na acirrada retórica antiinflacionária e, portanto, o Governo não se arrisca a implementá-la. O falecido William Fellner (1976) desenvolveu estes temas com grande domínio. Veja também *Anti-inflation...* (1982).

sim por diante). Dado que o Governo não pode amarrar suas políticas sem deixar margem a dúvidas, o público sempre reconhece que existe alguma possibilidade que a política deixará de tomar uma postura não-inflacionária. Mais especificamente, se o agente típico não acreditar realmente que a política será alterada, então todos atuarão de maneira parcialmente defensiva, cobrando algum aumento salarial ou de preços, daí forçando o Governo a suspender sua política. A expectativa de que essa é realmente uma medida de política convence o agente típico a desacreditar na possibilidade de que a inflação terminará instantaneamente.

Estas idéias podem ser interpretadas no contexto da teoria dos jogos atribuindo ao Governo dupla tarefa: assegurar a credibilidade de uma política de controle de demanda agregada consistente com uma deflação e coordenar as expectativas e iniciativas de cada um dos agentes que determinam preços e salários. Suponhamos que após prolongado período inflacionário o Banco Central anunciasse que deixaria de imprimir dinheiro e que o Tesouro anunciasse que o déficit fiscal seria eliminado por meio de incrementos em tributos ou cortes de gastos. Ainda que geralmente fosse esperado que o PIB nominal se estabilizasse imediatamente, prudência na determinação de preços finais não recomendaria adotar a liderança em estancar os aumentos de preços setoriais, sempre que exista a possibilidade de aumento de preços em outros setores.<sup>3</sup> Em um jogo sem cooperação ou coordenação, com diversos jogadores, cada jogador tem pouca informação a respeito das preferências dos outros. Em consequência, não há por que acreditar que todos eles optarão por um equilíbrio com inflação nula e pleno emprego na primeira rodada da decisão a respeito de níveis de salários e preços. A incerteza a respeito do comportamento dos outros jogadores leva cada um dos agentes com poder de decisão sobre preços a adotar uma postura bastante cautelosa.<sup>4</sup> Quantas rodadas leva ou quanto tempo tarda para que a economia atinja o equilíbrio é uma questão sem resposta, dependendo, em parte, do processo de aprendizagem empregado pelos agentes.

A velocidade de convergência pode ser dolorosamente vagarosa após um prolongado período com inflação elevada. Quanto mais prolongado o período de aprendizagem, tanto mais alta a taxa de desemprego resultante do confronto de preços excessivos com a meta relativa à renda nacional apoiada pela política de estabilização. Quanto mais alto e mais duradouro o nível de desemprego, tanto mais os agentes tenderão a acreditar que a determinação governamental pode vir a vacilar. Consistentemente, ao invés de acelerar suas reações em termos de

<sup>3</sup> A situação é essencialmente equivalente à análise da determinação de salários na teoria geral (veja Keynes, 1936, caps. 2 e 19). Os trabalhadores em cada ramo industrial resistirão a reduções salariais dado que não têm certeza que reduções semelhantes serão impostas em outros ramos industriais.

<sup>4</sup> Veja em Simonsen (1986a, b) uma formulação baseada na teoria dos jogos em que se demonstra como jogadores, adotando uma estratégia de preços do tipo "maxmin", conduzem a uma posição de equilíbrio distinta da posição de equilíbrio de Nash, como suposto em modelos de expectativas racionais com informação total.

preços, eles manterão ainda mais tempo sua posição de questionamento excessivamente cauteloso.

A discussão anterior gera uma justificativa para adoção de uma política de rendas: os governos deveriam seguir a postura do leiloeiro Walrasiano, acelerando a identificação de uma posição de equilíbrio sem inflação e com pleno emprego. Segundo este ponto de vista, a adoção de uma política de rendas pode ser necessária para fazer com que os agentes econômicos atuem de acordo com modelos de expectativas racionais. Deve ser enfatizado que a principal função de controle não é restringir a liberdade de decisão de cada indivíduo, e sim, indicar a cada agente como os outros participantes jogarão, afastando eventuais externalidades em um jogo com informações incompletas. Esta função dos controles, vale destacar, afasta o argumento tradicional contra a utilização de políticas de rendas, segundo o qual os governos não estão mais bem aparelhados do que o setor privado para identificar um ponto de equilíbrio, e sim, para coordenar as reações simultâneas dos agentes determinantes de preços e salários, a fim de alcançar tal equilíbrio.

Uma afirmativa fundamental assegura que o sucesso temporário de uma política de rendas pode levar os formuladores de política econômica a esquecerem que a estabilidade de preços só pode ser preservada quando acompanhada de disciplina no manejo da demanda agregada. A tentação é de interpretar erroneamente a estabilidade de preços e gerar um *boom*. Falsos indicadores são um risco bem conhecido de inúmeros exemplos na história. Entretanto, a recíproca também é verdadeira. Tentativas de combater uma inflação elevada unicamente pelo lado da demanda podem conduzir a uma estagflação tão perversa que os formuladores de políticas concluirão que a vida com inflação é menos incômoda do que com um programa apoiado pelo FMI. Pior, ainda, é que, frequentemente, eles só chegam a esta conclusão após um prolongado período de recessão.

Obviamente, a probabilidade de alcançar uma situação com inflação nula, desemprego nulo, e sem escassez de produtos, através de uma política de rendas, é remota. É quase certo que controles de preços e salários conduzirão à falta de alguns bens, a não ser que ocorra recessão generalizada que contraia a demanda. A questão central então passa a ser a consideração de se, em termos de bem-estar social, é pior a escassez de alguns produtos, que eventualmente poderá ser superada com a importação, ou a escassez mais generalizada de emprego. Segundo este ponto de vista, as críticas a uma política de rendas não deveriam ser comparadas ao extremado custo de uma recessão e desemprego. Este é o caso, particularmente, quando se trata de combater uma inflação elevada com acentuadas raízes inerciais. A razão para preferir uma política de rendas é que ela pode ser calibrada com certa flexibilidade, em diferentes setores e ao longo do tempo, evoluindo, gradualmente, de preços congelados a preços administrados.

A hipótese em que uma política de rendas exerce função de coordenação



devido a externalidades, atribuídas à falta de uniformidade de informação, somente ocorre quando interferências (*noise*) e incertezas, a nível macroeconômico, são relativamente importantes em relação a incertezas a nível microeconômico, em cada mercado isolado. Isto explica por que, num segundo estágio do programa de estabilização, controles de preços e salários deveriam ser removidos gradualmente, afetando setores distintos em etapas sucessivas, e não de uma só vez. O tratamento de choque simplesmente traria de volta a incerteza a cada um dos agentes a respeito da reação de cada um dos outros agentes. Em consequência, na etapa de liberalização haveria aumentos de preços substanciais por motivos defensivos, que bem poderiam destruir a estabilização da inflação.

### 2.3 Política de rendas equilibrada

Fechamos este item mencionando que os vários instrumentos de uma política de rendas — tipos de câmbio; salários; tarifas públicas e meios de pagamento — devem ser cuidadosamente alinhados. A falta de equilíbrio nestes instrumentos pode, facilmente, conduzir a péssimos resultados.

O melhor exemplo de uma política mal-alinhada seria o caso da estabilização chilena no fim da década dos 70. O orçamento havia sido equilibrado e até um superávit foi atingido. A oferta monetária estava sob rigoroso controle e a inflação declinava gradualmente, apesar de que lentamente. A fim de acelerar a deflação, o Governo optou por deixar de desvalorizar a taxa de câmbio que, anteriormente, havia sido usada para evitar perda de competitividade em vista da persistência da inflação. Contudo, ele não percebeu que a indexação salarial, baseada na inflação passada, gerava aumentos de custos para as empresas, sem prover um alívio compensatório sobre preços. A taxa de câmbio logo ficou seriamente sobrevalorizada, levando, em última instância, à pior forma de especulação e instabilidade financeira.<sup>5</sup>

A necessidade de alinhar os instrumentos também se aplica aos meios de pagamento. Como discutiremos no próximo item, uma deflação bem-sucedida requer forte (apesar de cuidadosa e limitada) monetização de economia.

## 3. O orçamento e a inflação

Em geral, acredita-se que a inflação é causada por déficits orçamentários. Aqui, chamamos a atenção para duas importantes correntes segundo as quais a causalidade é inversa: *deficits orçamentários são elevados devido à inflação*. Esta causalidade é menos comum, mas é importante que seja entendida na avaliação das finanças públicas, na presença de inflação, e a fim de chegar a um parecer a respeito das mudanças na política fiscal necessárias para implementar uma política de estabilização.

<sup>5</sup> Veja Dornbusch (1986 b).

A primeira razão por que inflação causa déficits é comumente conhecida como efeito Oliveira-Tanzi.<sup>6</sup> A existência da inflação, combinada com atrasos na arrecadação de impostos, leva a que o valor real da receita tributária que chega às mãos do Governo seja tanto menor quanto mais alta a taxa de inflação. Se os impostos incidentes sobre a renda do ano passado somente são pagos no ano seguinte, se a inflação fosse de 100% e se não houvesse indexação dos tributos devidos, o Governo receberia apenas a metade do valor real dos impostos que, de outra maneira, haveria recebido, na ausência de inflação, ou de atrasos na arrecadação, ou de indexação plena. Obviamente, em qualquer situação de alta inflação, os atrasos na arrecadação de impostos serão fortemente reduzidos e alguma forma de indexação surgirá, apesar de que será impossível tornar toda a arrecadação tributária *inteiramente* à prova de inflação. Além disso, se as taxas de inflação alcançarem 20 ou 30% ao mês, para não falar de 20 mil por cento em uma situação de hiperinflação, mesmo pequenos atrasos provocam um impacto elevado sobre o valor real da arrecadação. Este impacto amplifica-se na medida em que o público toma a si postergar o pagamento de impostos, devido à importante redução, em termos reais, dos pagamentos que pode ser alcançada desta maneira.

A verdadeira relevância do efeito Oliveira-Tanzi depende da estrutura dos impostos. Quanto mais ela é baseada em impostos retidos na fonte e em impostos específicos e quanto mais rapidamente eles são transferidos ao Governo, tanto menor o impacto da inflação. Reciprocamente, quanto maior a participação de impostos sobre a renda, menor a frequência da arrecadação e quanto menos eles são recolhidos na fonte, tanto mais dramático o impacto.

A estabilização da inflação do dia para a noite, portanto, tem um impacto imediato e muitas vezes dramático sobre o valor real da arrecadação tributária. Mesmo sem alterar a legislação tributária, a existência de estabilidade de preços implica o Governo receber um aumento no valor real da receita. A magnitude deste efeito foi da ordem de 1 a 2% do PIB em diversos casos.

A interação do déficit com a inflação traz importante observação adicional. Suponha que o déficit é financiado através de emissão de dinheiro. Num contexto inflacionário pode existir mais de uma taxa de inflação de equilíbrio. Existirá um equilíbrio com uma taxa de inflação baixa (porque a inflação é baixa) e um com uma taxa de inflação alta, um déficit maior. A explicação é dada no anexo, mas, esta afirmação é muito importante porque diz que estruturas tributárias idênticas podem ser consistentes com níveis de inflação bastante diversos. Isto torna a capacidade de transladar a economia de uma situação de alta inflação a uma com baixa inflação em mais do que uma questão acadêmica.

A segunda interação entre a inflação e o déficit deriva-se do componente

<sup>6</sup> O nome deriva de estudos realizados por Oliveira (1967) e Tanzi (1977). Keynes (1928) e outros comentaristas a respeito da experiência inflacionária dos anos 20 já haviam ressaltado este efeito. Veja Dornbusch (1985), Bresciani-Turroni (1928) e Graham (1928). Sobre indexação tributária no Brasil, antes da explosão da inflação, veja Simonsen (1984).

inflacionário do serviço da dívida. Parte dos gastos do Governo será o serviço da dívida interna e externa. Seja  $i$  a taxa de juros nominal,  $r$ , a taxa real e  $p$ , a taxa de inflação. Seja  $B$  o saldo nominal da dívida. O serviço da dívida é igual ao produto da taxa de juros nominal pelo saldo da dívida,  $iB$ . Dada uma taxa de juros real, maior inflação significa taxas de juros nominais mais altas e, conseqüentemente, um nível mais elevado de gastos e do déficit orçamentário. Esta afirmação é facilmente esclarecida expressando o serviço da dívida da seguinte maneira:

$$\text{Serviço da dívida} = iB = (r + p) B$$

em que usamos a definição de taxa de juros nominal como sendo igual à soma da taxa de juros real e a taxa de inflação. Este elo entre a inflação e o serviço nominal da dívida tem levado à constatação de que há duas medidas de déficit a serem consideradas: o déficit efetivo e o corrigido pelo efeito da inflação ou déficit *operacional*. O primeiro calcula o déficit considerando o total do serviço da dívida como serviço da dívida, enquanto o último inclui somente o pagamento de juros reais,  $rB$ , e exclui o componente do juro relativo à inflação,  $pB$ . A lógica desta distinção é que o componente do juro relativo à inflação corresponde à erosão do principal devido à inflação. Para medir o incremento do valor real do endividamento do Governo, a erosão da dívida relativa à inflação deve ser subtraída do acréscimo do saldo dos passivos governamentais. Isto é feito calculando-se o déficit corrigido pelo efeito da inflação, ou déficit operacional, definido como déficit efetivo menos a taxa de inflação multiplicada pelo saldo da dívida pública. Este conceito do déficit também é equivalente a calcular o déficit excluindo os juros e incluindo o pagamento de juros reais sobre a dívida.<sup>7</sup>

A relevância de considerar a correção monetária no orçamento torna-se evidente quando consideramos um Governo com uma relação dívida-produto de, digamos, 20% do PNB e uma taxa de inflação de 200%. O componente de correção monetária no serviço da dívida é igual a 40% do PNB. Nestas condições o déficit efetivo sobrestima acentuadamente o incremento real da dívida pública.

Este raciocínio não se aplica somente à dívida interna, mas também externa. A contribuição da dívida externa ao déficit, em moeda nacional, é igual à taxa de juros, digamos  $libor$  mais 2%, mais a depreciação da taxa de câmbio multiplicada pela razão entre a dívida externa e o produto. Se a inflação é elevada, assim será a depreciação e, logo, a correção monetária do serviço da dívida externa. Caso a inflação seja reduzida a zero, por quaisquer que sejam os meios, o déficit orçamentário se reduziria correspondentemente.

<sup>7</sup> O cálculo de déficits corrigidos pelo efeito da inflação também é comum em países industriais. Veja Eisner (1986) para um exame extenso.

### 3.1 *Ilusão monetária*

Caso o público não sofra de ilusão monetária, então, na presença da inflação, sua poupança adicional será suficiente para cobrir a correção monetária do serviço da dívida. De outra maneira, como seria possível financiar déficits orçamentários de 25% do PIB? Há, sem dúvida, um sério erro em utilizar cifras orçamentárias não ajustadas para medir a brecha entre oferta e demanda. Enquanto um aumento no déficit orçamentário é acompanhado de um aumento equivalente na poupança voluntária privada, a demanda agregada não será afetada. A hipótese de que déficits geram poupança voluntária para se financiarem parece meio estranha no que concerne ao orçamento ajustado. Contudo, torna-se bastante plausível quando se trata do financiamento da correção monetária da dívida pública. No caso da dívida externa isto é igualmente óbvio. Os credores americanos jamais aumentaram seus gastos ou suas compras de bens brasileiros pelo simples fato de que o Brasil estava depreciando a taxa de câmbio quase diariamente, em linha com a taxa de inflação doméstica, antes do Plano Cruzado. Apesar de possuírem um montante nominal crescente de cruzeiros, isto não era equivocadamente tomado como um incremento de riqueza dado que seus ativos não se apreciavam em dólares ou em termos do seu poder de compra de bens produzidos no Brasil. Em resumo, a correção, em termos de cruzeiros, da dívida externa do setor público brasileiro foi inteiramente financiada pelos credores externos. Os bancos hesitavam em aumentar sua posição em dólares no país, entretanto, não hesitavam em ver esta posição traduzida em mais e mais cruzeiros.

Se o público não sofre de ilusão monetária, o mesmo princípio se aplica à dívida doméstica. Portadores de títulos são suficientemente sensatos para concluir que a correção monetária dos seus créditos não deveria levar a maior consumo. Aqui, de novo, a inflação automaticamente cria a poupança nominal necessária para financiar a correção monetária da dívida pública.

A hipótese da ausência de ilusão monetária pode, obviamente, ser questionada, particularmente se não existirem títulos públicos indexados. Mesmo numa economia com indexação generalizada, viúvas e trabalhadores aposentados poderiam utilizar parte da correção monetária de suas poupanças para financiar consumo. Entretanto, duas importantes observações merecem ser destacadas. Primeiro, ilusão monetária não é um problema persistente, caso contrário seria impossível financiar déficits de 25% do PIB. Segundo, mesmo se a ilusão monetária fosse suficientemente importante para não permitir que a correção monetária da dívida pública interna fosse financiada com poupança voluntária, ela nos conduziria de volta ao efeito Oliveira-Tanzi. Novamente, existe um círculo vicioso entre demanda agregada e inflação. Estancar a inflação conduzirá à redução automática da demanda agregada.

Estas distinções entre déficits ajustados e não ajustados são parte importante no entendimento da lógica dos novos programas de estabilização. Se um

Governo observa que a maior parte do déficit representa a correção monetária do serviço da dívida, sendo que o orçamento excluindo os juros apresenta um superávit suficientemente grande para cobrir os juros reais da dívida, então uma política de estabilização torna-se mais viável. Torna-se necessário encontrar um meio de saltar de uma situação de inflação elevada para outra com inflação nula. Não entender a participação da correção monetária poderia levar à conclusão da necessidade de reduzir um acentuado déficit através de cortes de gastos ou aumento de impostos antes que qualquer política de estabilização pudesse ser estudada. Neste sentido, o famoso dito do FMI, “um déficit é um déficit, é um déficit!” é um mal começo para analisar os elementos básicos de política fiscal requerida para que uma política de estabilização seja bem-sucedida.

#### **4. Reforma monetária e monetização**

Os programas de estabilização recentemente introduzidos em Israel, na Argentina e no Brasil tiveram na reforma monetária um componente crucial e altamente visível. Neste item estudamos de modo breve os principais elementos de uma reforma dessa natureza. São principalmente dois. O primeiro, fundamental, é mudar os contratos que antes eram adequados a um contexto inflacionário para outros mais adequados a uma economia sem inflação. O segundo é a introdução de uma nova unidade monetária, cujo propósito principal, além de cortar zeros, é aumentar a confiança e consolidar as expectativas.

##### *4.1 Contratos*

Num contexto inflacionário com muita incerteza, os contratos serão de curta maturação. Os mercados financeiros para aplicações de longo prazo se esvaziarão. Contudo, existirão contratos válidos por um mês ou até seis meses. Estes contratos conterão taxas de juros nominais ou preços implícitos refletindo as expectativas de inflação existentes na época em que os contratos foram concluídos. Por exemplo, com uma inflação de 10% ao mês, um contrato de empréstimo por um mês carreará uma taxa de juros de pelo menos 10% ao mês. Contratos de aluguel, seja qual for o momento de sua concepção, envolverão pagamentos nominais ao longo de, digamos, seis meses que refletirão algum suposto de incremento de preços. Contratos salariais serão indexados de uma maneira formal ou informal, a fim de que na época da renegociação eles possam ser corrigidos, seja pela inflação passada, ou pela inflação futura. Problema importante em um programa de estabilização inflacionária é ter presente a existência desses contratos e instituições que vigem por ocasião da estabilização. Se a economia passar, de um dia para o outro, de uma situação de inflação elevada a uma de inflação nula, os contratos e instituições vigentes se constituiriam em sérios problemas.

Torna-se evidente que os devedores só podem pagar o serviço de seus contratos, envolvendo taxas de juros nominais muito elevadas, caso a inflação es-

perada na época do contrato realmente se materializar. Um empréstimo por seis meses aprovado com uma expectativa de inflação de 10% ao mês carreará uma taxa de juros de 77% durante os seis meses. Caso a inflação desapareça, a taxa de juros nominal de 77% transforma-se na taxa de juros real e, logo, o ônus do serviço da dívida torna-se extremamente elevado. É preciso correção em todos os contratos de crédito para evitar uma redistribuição massiva e não-intencional de devedores a credores e o concomitante risco de numerosas falências e instabilidade financeira.

No caso de contratos salariais, o problema é ainda mais complexo. Suponha, como é normalmente o caso, que os salários são reajustados a cada três ou seis meses. Sempre que um contrato é renovado, o salário nominal é ajustado levando em conta a inflação observada durante os três últimos meses. Com uma regra de contratação salarial dessa natureza é praticamente impossível terminar a inflação instantaneamente. Ao mesmo tempo que o Governo tenta impor uma inflação nula, alguns contratos salariais vão sendo renovados e os operários estarão demandando recompensa pela inflação do passado. O aumento salarial, por sua vez, gera aumento de custos e logo, inevitavelmente, pressão inflacionária. Em conseqüência, a transição à inflação nula requer ser acompanhada por alguma reestruturação de contratos salariais, a fim de evitar este efeito inercial. Quando da introdução do programa de estabilização, alguns assalariados terão acabado de ser reajustados e, logo, estarão no ponto alto do ciclo trimestral de seu salário real, enquanto outros estarão próximos do ponto mais baixo. Congelar os salários nesta posição seria considerado extremamente injusto e, como tal, se constituiria em um obstáculo à estabilização.

Reforma monetária é um conceito amplo, que engloba a revisão de contratos e a reforma de instituições, a fim de torná-las compatíveis com a meta de inflação nula. No caso dos salários, a reforma monetária exige que aqueles que tiveram aumentos recentes e, conseqüentemente, desfrutaram de salários reais elevados, aceitem uma redução nos seus salários, conquanto, aqueles que se encontram na fase de baixo salário real deveriam receber ajustes positivos. Esta reforma poderia ser alcançada, em princípio, fazendo ajustes no salário nominal expresso na moeda antiga. A confusão causada por uma nova moeda pode, no entanto, ser útil para alcançar a transição de uma maneira mais simples. Note-se, também, que uma nova moeda oferece importante instrumento que permite evitar complicações legais, incertezas e protestos para a revisão de contratos. Analogamente, no caso de contratos que envolvam pagamentos nominais no futuro, uma moeda nova é uma forma de alinhar o valor real dos pagamentos com as expectativas implícitas na época em que os contratos foram concluídos. Uma *tablita* que converta o dinheiro velho em novo, de acordo com uma tabela de depreciação é, na prática, a forma de alcançar este objetivo.

Muitas vezes a reforma monetária também compreende um imposto ao estoque de capital privado através do cancelamento de ativos monetários. Curiosamente, em nenhum dos recentes exemplos de programas de estabilização isto

foi invocado. Esta observação torna-se ainda mais relevante em vista de que, contrariamente aos anos 20, as dívidas públicas permaneceram muito elevadas e, conseqüentemente, a alternativa de equilibrar o orçamento através de um imposto ao capital tornava-se particularmente atrativa.

#### 4.2 Monetização

A reforma monetária em muitos casos também engloba mudança de instituições monetárias. Conjuntamente com a mudança da unidade monetária, a mudança na estrutura institucional visa a realçar o fim do financiamento inflacionário. A forma tradicional de agir é anunciando a independência do Banco Central e o término do financiamento automático do orçamento através da emissão. Contudo, neste caso, é importante ler as condições menos óbvias. Nos anos 20, os processos de estabilização efetivamente envolveram mudanças institucionais e limitações ao acesso governamental à emissão, entretanto, isto não levou ao término do processo de criação de dinheiro por duas razões. Uma foi que em alguns casos a transição foi caracterizada por uma única, ainda que acentuada, emissão monetária. No caso da Alemanha, em 1923, o teto foi estabelecido em 500% do estoque de meios de pagamento.<sup>8</sup> Mas, além desta expansão monetária isolada, também existia a possibilidade de os meios de pagamento aumentarem como resultado da expansão do crédito doméstico ao setor privado ou da monetização do influxo de reservas. A experiência dos programas clássicos de estabilização era uma expansão extremamente acentuada dos meios de pagamento em termos nominais — centenas de por cento — consistentemente com a estabilização de preços.

A explicação deste crescimento notável e não inflacionário é bastante óbvia. Durante o período de alta inflação o custo de reter dinheiro sem render juros torna-se extremamente elevado. Em conseqüência, os meios de pagamento em termos reais declinam, ou a velocidade de circulação aumenta. Este é a famosa “batata quente”. O sistema financeiro acomoda este fenômeno através da criação de ativos remunerados de alta liquidez ou indexados — os *overnights*, que praticamente servem como dinheiro vivo. Certamente não se pode pagar uma corrida de táxi com um título indexado, entretanto, pode-se transferir recursos a qualquer dia de uma conta de reserva líquida para uma conta-corrente por meio de um simples telefonema ao banco antes das 10h. Em verdade, viver sem *MI* foi uma moda profícua. O fato de *MI* sobreviver, ainda que a nível extremamente reduzido, só pode ser explicado por custos transacionais e defasagens na aprendizagem.

No decorrer do processo de estabilização, o inverso ocorre. O ocaso da inflação aumenta a demanda pelos ativos reais em *MI*. A não ser que a deflação aumente a oferta monetária em termos reais, é preciso aumentar a oferta mone-

<sup>8</sup> Veja Sargent (1982), Dornbusch (1985 b) e Dornbusch e Fischer (1986).

tária em termos nominais, de uma maneira ou de outra, a fim de evitar taxas de juros exorbitantes, seja em termos nominais, ou reais. A expansão não inflacionária dos meios de pagamento torna-se necessária para satisfazer a demanda adicional por moeda, o conhecido problema da recomposição de ativos líquidos. *M1* deveria expandir-se para substituir outros ativos financeiros.

O problema então é antecipar esta expansão e identificar os agregados que se devem expandir. Caso *M1* não cresça, ou se expanda muito devagar, significa que a economia mergulhará numa recessão devido à crise de liquidez. Por outro lado, um crescimento demasiadamente rápido ou grande resultará em perda de credibilidade ou na retomada da inflação. A melhor solução provavelmente será estabelecer metas de crescimento para o total de haveres financeiros em poder do público, permitindo que *M1* se expanda, enquanto outros ativos financeiros decrescerem. Portanto, o Governo deveria aceitar a mudança na composição da carteira financeira, entretanto, sem aumentar o valor total de ativos líquidos. Quais são as conseqüências de tal política sobre os agregados monetários num sentido amplo, por exemplo, *M4*? Neste caso, deveria esperar-se certa consistência (em relação ao PNB) a não ser que haja conversão acentuada de ativos em dólar para papéis em moeda nacional.

#### 4.3 *Instituições financeiras*

Uma questão importante neste processo de terminar abruptamente com um processo inflacionário acelerado é o destino das instituições financeiras e, mais especialmente, dos bancos comerciais e dos intermediários financeiros. Na presença de inflação o público trata de evitar manter dinheiro vivo devido à depreciação do poder de compra da moeda em termos de bens. Quanto mais elevada a taxa de inflação, tanto mais elevado o imposto implícito sobre a moeda e, logo, tanto maiores os recursos que o público estará disposto a empregar, a fim de evitar este imposto. A conseqüência natural é o surgimento de uma indústria que permite viver com um mínimo de ativos reais ou, em outras palavras, para acelerar a circulação da moeda.

Os bancos comerciais e os outros intermediários financeiros são os agentes naturais para promover uma economia desprovida de dinheiro. Eles cercam os clientes potenciais com agências e tentarão atrair depósitos através do pagamento de algum juro, ajudando, dessa maneira, os seus clientes a evitarem total perda do poder de compra dos seus ativos monetários. Os recursos procedentes destes depósitos, por outro lado, serão reemprestados a altas taxas nominais de juros comensuráveis com a taxa de inflação reinante. Os diferenciais entre as taxas sobre depósitos e créditos deixam amplas margens para cobrir os custos associados com a expansão do sistema bancário. A constatação é, portanto, que durante períodos inflacionários o número de agências e o emprego bancário se multiplicam.

Quando o processo de estabilização ocorre, a inflação desaparece e, conjuntamente, o valor absoluto da diferença entre taxas de captação e emprésti-



mo. Dá-se então forte compressão de lucros, forçando os bancos a fecharem agências e a reduzirem violentamente o emprego. O resultado é perfeitamente previsível e bastante sério, não somente sob o ponto de vista das relações trabalhistas, mas, o que é mais importante, sob o aspecto da estabilidade financeira. Uma reforma monetária bem-sucedida necessariamente deve ter em conta que o setor financeiro é seriamente atingido pela eliminação da inflação. Fusões, demissões e cobrança de taxas sobre serviços bancários deverão ser introduzidos no período imediatamente subsequente à adoção do processo de estabilização.<sup>9</sup>

## 5. Argentina: o Plano Austral

A extraordinária história macroeconômica da Argentina revela uma interação de choques contrários, domésticos e externos, econômicos e políticos. Entretanto, os problemas básicos são dois: os sindicatos estão dentro do país e o dinheiro está fora; os sindicatos são britânicos e as finanças públicas são italianas.

Em junho de 1985 a Argentina implementou o Plano Austral, o primeiro dos novos programas de estabilização a combinarem política de rendas e austeridade fiscal. O gráfico 1 mostra a história recente da inflação na Argentina na forma de médias trimestrais da inflação mensal dos preços ao consumidor. Antes do programa de estabilização, a inflação evoluiu, durante os últimos cinco anos, de menos de 100%, ao redor do término da tentativa destrutiva de estabilização de Martinez de Hoz, até aproximadamente 1000% e acelerando-se rapidamente, na primavera de 1985. Em maio de 1985 a taxa de inflação, em termos anuais, excedeu 2.500%.

### 5.1 História

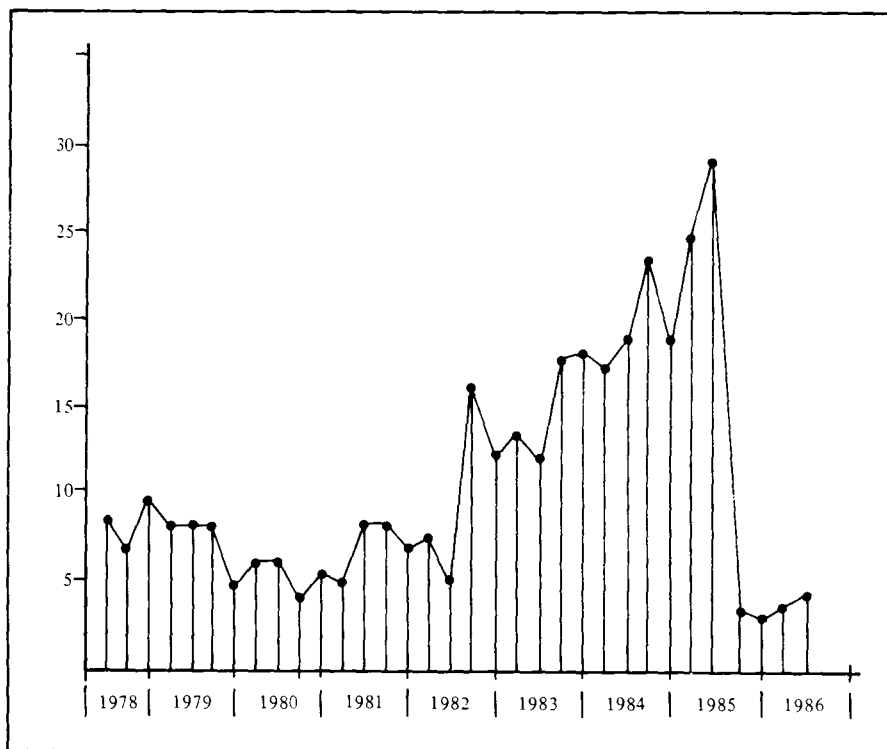
A tabela 1 fornece detalhes sobre taxa de inflação, salários reais e taxa de câmbio real, produção industrial e déficit orçamentário.

Não existe nenhum ponto de partida para o recente surto inflacionário. O último período de inflação elevada havia ocorrido por volta do término da administração peronista em meados de 1975. No seu ápice, aquela inflação atingiu 35 a 40% ao mês.<sup>10</sup> No período entre 1976 e 1981 o governo militar logrou uma redução da inflação a uma taxa anual de menos de 100%; porém, tal diminuição foi obtida ao preço da enorme sobrevalorização da taxa de câmbio que, em última instância, precipitou a fuga de capitais e a acumulação de dívida ex-

<sup>9</sup> Existe uma diferença nos ajustes necessários, dependendo da existência ou não de taxas. Um sistema desprovido de taxas requer maiores reduções de custos e também de emprego comparado a um sistema bancário que adota taxas de serviço.

<sup>10</sup> Veja Di Tella (1983), De Pablo (1980) e Arnaudo (1979) sobre a inflação peronista e a tentativa fracassada de estabilizá-la através de controles.

Figura 1  
Inflação na Argentina - (percentagem por mês)



terna massivas.<sup>11</sup> Os sucessores do Ministro da Fazenda Martinez de Hoz não puderam manter a inflação ao nível de 100%, sendo prejudicados pela precedente acumulação de dívida, pela guerra das Malvinas e pelo concomitante ra-

Tabela 1  
Argentina: principais indicadores macroeconômicos

	1981	1982	1983	1984	1985:1
Inflação (% ao ano)	105	165	343	627	918
Déficit orçamentário (% do PNB)*	...	...	12	11	12,5
Salário real**	87	80	100	120	134
Taxa de câmbio real**	151	108	100	112	107
Produção industrial**	94	91	100	103	97

Fontes: Carta Econômica, Conjuntura Econômica e Morgan Guaranty.

\* Déficit de caixa do setor público consolidado, incluindo as operações do Banco Central.

\*\* Todos os índices 1983 = 100.

<sup>11</sup> Sobre o fracasso de Martinez de Hoz, veja Corbo e Mello (1985), Diaz Alejandro (1981), Dornbusch (1982, 1986a, 1986b) e Fernandez e Rodriguez (1982).

cionamento do crédito no mercado internacional, bem como pela deterioração dos termos de comércio.

Um acontecimento notável na história da inflação foi a tentativa deliberada de eliminar o valor real das dívidas internas, públicas e privadas, em junho-julho de 1982 pela equipe de Dagnino Pastore-Carvalho. Durante o resto do governo militar, até o outono de 1983, um esforço conjunto conteve a inflação abaixo de 40% alcançando, ao mesmo tempo, alguma reativação econômica. O desempenho orçamentário durante todo o período foi muito fraco, grande parte do déficit representando perdas devido a garantias cambiais concedidas pelo Banco Central no período que se seguiu à sobrevalorização de Martínez de Hoz.

## 5.2 Estabilização

O Governo Alfonsín chegou ao poder em janeiro de 1984. Inicialmente o governo tentou lidar com o problema da inflação usando políticas gradualistas sob a égide de vários programas com o FMI. Entretanto, os resultados foram parcos, em grande medida porque acentuados aumentos dos salários reais causaram incrementos de custos e prejudicaram o desempenho orçamentário, forçando o Governo a buscar novas fórmulas.

O momento crítico, na primavera de 1985, emergiu de dois fatos. O primeiro é que a economia se encaminhava para uma hiperinflação. Em termos de taxas mensais, a inflação havia progredido de apenas 18% na época da eleição para a faixa de 25-30%. O segundo foi que o Governo nesse momento defrontava-se com eleições no outono de 1985 e, portanto, não podia dar-se ao luxo nem de uma hiperinflação, como a da Alemanha, nem de uma depressão ao estilo do FMI.

Talvez porque a possibilidade de uma hiperinflação como a da Alemanha estivesse tão presente nas mentes da equipe econômica, a idéia de reforma monetária tornou-se a peça central de um arcabouço abrangente do processo de estabilização. Como a equipe tinha formação basicamente estruturalista, uma política de rendas era considerada como componente indispensável de uma estratégia de estabilização.<sup>12</sup> Ao mesmo tempo, a equipe tornou-se bastante mais ortodoxa após a substituição do ministro de economia Grinspun por Juan Sourouille, reconhecendo que qualquer tentativa de introduzir um processo de estabilização desprovido de uma consolidação orçamentária e de correção de preços relativos fatalmente fracassaria.

A perda de confiança na política gradualista, e a falta de inclinação em aceitar uma austeridade do tipo do FMI, levou à concepção do Plano Austral em junho de 1985. O plano representava um equilíbrio entre os princípios básicos

<sup>12</sup> Existem muitos precedentes na adoção de política de rendas em processos de estabilização na Argentina. Um deles ocorreu no contexto da inflação peronista dos anos 70, e outra bastante recentemente, em 1982, sob Alemann.

— austeridade monetária e fiscal — e o pragmatismo (uma boa teoria) presente na adoção de controles de salários-preços-taxa de câmbio como peça central do programa de controle da inflação. Os principais elementos do plano eram os seguintes:<sup>13</sup>

- a) logo após a adoção do programa, o Governo aumentou as tarifas de serviços públicos, desvalorizou a taxa de câmbio, introduziu impostos à importação e à exportação. Estas medidas eram destinadas a melhorar o orçamento e alinhar certos preços relativos antes do congelamento;
- b) o congelamento de salários e preços e uma taxa de câmbio fixa contra o dólar americano até segunda ordem. O congelamento de salários representava acentuada redução do salário real dado que não haveria uma cláusula de compensação por incrementos nos preços dos serviços públicos e na taxa de câmbio;
- c) uma tabela de conversão (*tablita*) foi anunciada para ajustar os contratos existentes levando em conta a inflação existente e o fim imprevisto da inflação;
- d) uma nova unidade monetária foi introduzida — o austral. Permitiu-se que a moeda antiga continuasse em uso e transada a seu valor corrente;
- e) o programa foi ratificado pelo FMI e serviu de base para a renegociação da dívida, incluindo novos créditos para financiar grande parte do serviço corrente e em atraso.<sup>14</sup>

### 5.3 *Um ano mais tarde*

Onde está a economia argentina depois de um ano de Plano Austral? A tabela 2 contém dados trimestrais e a informação mais recente.

A primeira observação é que a inflação foi reduzida drasticamente, mas ela não desapareceu. Pelo contrário, em meados de 1986 ela já estava a uma taxa equivalente a mais de 100% ao ano e aumentando.<sup>15</sup> A segunda observação é que a atividade econômica, medida pela produção industrial, aumentou acentuadamente antes do colapso do experimento de Martinez de Hoz. Conseqüentemente, o Plano Austral tem duas faces. Enquanto ele não se constituiu em sucesso total na erradicação da inflação, ele alcançou seus objetivos em termos de uma robusta reativação. Não existe uma experiência comparável com um programa do FMI. Em nossa opinião, a experiência argentina proporciona evidências bastante favoráveis à adoção de programas que combinem a consolidação fiscal com uma política de rendas. Nós retornaremos ao uso insuficiente da austeridade fiscal a seguir.

Um ano certamente não é suficiente para avaliar a íntegra do programa, entretanto, é mais do que uma fase inicial. Mesmo se o programa no momento

<sup>13</sup> A descrição mais detalhada do Plano Austral encontra-se em Heymann (1986). Veja-se, também, a coletânea de trabalhos em Di Tella e Dornbusch (1986).

<sup>14</sup> Paul Voleker aparentemente desempenhou papel importante na aprovação do plano pelo FMI e pelos bancos. Subseqüentemente ele visitou a Argentina no outono de 1985.

<sup>15</sup> Em julho de 1986 a taxa de inflação alcançou 6,8% ao mês.

Tabela 2  
Um ano de Plano Austral

	1985:I	1985:II	1986:I	1986:Junho
Inflação (% por mês)				
I P C	26,2	2,5*	3,8	4,5
I P A	28,5	0,8*	2,1	4,6
Taxa de juros nominal (% por mês)	27,7	6,9	6,0	5,7
Aumento dos meios de pagamento (% por mês)				
M 1	23,4	8,5*	4,5	5,4
M 4	24,3	7,9*	6,4	6,4
Déficit orçamentário (% do PIB)**	12,5	4,1	4,1	...
Salário real	134	95	97	98
Taxa de câmbio real	107	93	88	87***
Produção industrial	97	99	111	121

Fontes: *Carta Econômica e Morgan Guaranty.*

Nota: Todos os índices 1983 = 100;

\* Agosto-dezembro.

\*\* Inclui as perdas do Banco Central. A taxa de juros é a taxa do *money market*.

\*\*\* Maio.

apresenta características de estar enfraquecendo, de maneira geral, não se espera que ele vá ruir prontamente ou que algo semelhante à última experiência inflacionária se repita. Pelo contrário, o prêmio no mercado negro se mantém moderado. Para os pessimistas, o Plano Austral proporcionou à Argentina pelo menos um alívio temporário de uma inflação de mais de 2.000%. Para os otimistas, ele gerou espaço de manobra para consolidar as finanças públicas e restaurar as condições para crescer com níveis moderados (ainda que elevados para os padrões dos países industrializados) de inflação. Se a inflação a nível moderado é sustentável é, obviamente, uma pergunta sem resposta.

O que deu certo está claro. Houve um ajustamento significativo no orçamento. Parte deste ajustamento produziu-se devido à redução no custo do serviço da dívida em moeda nacional, enquanto a parte maior do ajuste veio do forte aumento do valor real da receita tributária. Este aumento reflete o desaparecimento da erosão da receita devido à inflação, a introdução de novos impostos e um sistema de poupança compulsória.

Mesmo com estas correções o déficit mantém-se muito elevado. Em verdade, existe preocupação com relação a vários passivos contingentes do Governo que não aparecem nos fluxos que dão lugar ao déficit, mas que representam uma ameaça, potencialmente séria, à estabilidade fiscal. Ao mesmo tempo, existem ainda diversas preocupações em relação ao sistema tributário. Para os poucos setores e famílias que efetivamente pagam impostos, as alíquotas pareceriam demasiado altas. Ao mesmo tempo, alguns impostos, como por exemplo, retenções sobre a exportação de produtos agrícolas, são obviamente distorcivos e têm

na fácil arrecadação sua única justificativa. Assim, apesar de estar ocorrendo um ajuste fiscal, a área das finanças públicas continua em pandemônio.

Até abril de 1986 o Governo manteve uma taxa de câmbio fixa contra o dólar americano. Desde então uma política de minidesvalorizações foi adotada, a fim de evitar a deterioração da competitividade externa. A capacidade de manter a taxa de câmbio *real* relativamente constante, apesar da inflação doméstica, explica-se pela forte desvalorização do dólar nos mercados financeiros mundiais. A taxa fixa do Austral contra o dólar, que se depreciava, automaticamente, implicou uma compensação parcial da apreciação, em termos reais, causada pelos aumentos de preços e salários domésticos. A depreciação do dólar, portanto, auxiliou na manutenção, durante alguns meses, de uma política de taxa de câmbio fixa.

Em nenhum momento o Governo comprometeu-se a uma meta de inflação nula. Aqui há uma importante diferença do caso brasileiro. Na Argentina, o Governo prometeu ajustamento fiscal e que não haveria emissão para financiamento de déficits, enquanto, no Brasil, a promessa foi de “inflação zero”. O Governo argentino foi sábio em não se comprometer a uma inflação nula. A economia é basicamente fechada e há pouca concorrência, de modo que empresas oligopolistas e sindicatos extremamente agressivos interagem em jogos setoriais, aumentando sua participação relativa na renda. Em virtude da força política dos sindicatos, o Governo não tem alternativa senão sancionar a maioria dos aumentos salariais e, por motivos de emprego, a maioria dos aumentos de preços também. O programa argentino, após instantaneamente passar para uma situação de inflação nula, ainda que por breve período, mudou imediatamente para uma segunda fase de preços administrados. Um crescimento um pouco menor talvez pudesse ter evitado as pressões inflacionárias, entretanto, provavelmente, teria piores conseqüências políticas.

Uma questão interessante é saber onde se originou a expansão. Talvez a razão mais óbvia a ser apontada é a taxa auto-sustentada de crescimento dos meios de pagamento, mas diversos fatores apontam na direção oposta. Deveria ter ocorrido uma contração, ao invés de uma expansão em função do déficit, que declinou, dos salários reais, que declinaram, e das taxas de juros reais, que se mantiveram extraordinariamente elevadas — 70 a 80% ao ano em cima de uma base corrigida pela inflação, no segundo semestre de 1985. Dentre as explicações plausíveis para a expansão, a primeira é a restauração do crédito. No período em que a inflação intensificou-se havia crédito disponível para os consumidores e, em conseqüência, as vendas de bens de consumo durável caíram fortemente. Com o fim da inflação extremada, o crédito ao consumidor reapareceu, ainda que a taxas reais exageradas, e isto ajudou a ativar a demanda e a produção.

A segunda explicação refere-se aos salários reais. A depreciação e os aumentos dos preços das tarifas públicas na véspera da reforma diminuíram os salários reais. Ao mesmo tempo, entretanto, o poder aquisitivo dos salários pode

ter aumentado, em algum grau, devido ao estancamento da inflação. Quando a inflação se desacelera, a parte da renda que não é gasta no início do mês preserva mais integralmente o seu poder aquisitivo. Assim, a contenção da inflação é equivalente a uma transferência de renda real para os assalariados que, por sua vez, têm propensão elevada ao consumo.<sup>16</sup>

A terceira explicação refere-se ao orçamento. Durante o período de inflação elevada o déficit era financiado por um imposto inflacionário. O ajustamento fiscal transferiu a correção monetária dos poupadores financeiros para aqueles que pagam impostos (agricultores e grandes empresas, por exemplo). Esta redistribuição também pode ter sido fonte de aumento do poder aquisitivo de grupos com altas propensões ao consumo. Entretanto, ainda que com estes fatores em mente, a expansão da demanda e do produto podem não ser inteiramente explicados.

#### 5.4 *O que segue?*

No atual estágio do programa de estabilização destacam-se duas importantes questões. A primeira refere-se à capacidade governamental de alcançar ajustes fiscais adicionais e, desta maneira, inspirar a confiança de que a inflação permanecerá moderada. Ninguém acredita que a inflação será nula, mas a controvérsia gira em torno da capacidade de manter a inflação ao redor de 100%. Obviamente existe a pergunta adicional a respeito da factibilidade de uma inflação de quase três dígitos ser estável. Entretanto, esta é mais uma pergunta relacionada com os choques do que com os problemas correntes, que se referem à consolidação fiscal.

O segundo problema é o fraco desempenho do crescimento, considerado em termos de tendência histórica. O produto *per capita* hoje é inferior, em mais de 10%, ao que ele era há 15 anos, e, o que é pior, o declínio do produto *per capita* está fadado a se acelerar. O investimento líquido tem sido nulo ou negativo durante muitos anos seguidos e não há perspectivas de mudança. Estes fatos ressaltam a conexão entre estabilização e crescimento. Estabilização e recuperação envolvem primordialmente o lado da demanda. No entanto, em algum momento durante a recuperação devem emergir preocupações a respeito do crescimento e o lado da oferta.

O ajuste fiscal não é essencial apenas para conter o excesso de demanda e a pressão inflacionária, mas, também, para promover investimento. A conexão entre orçamento e investimento dá-se através de dois canais. O primeiro é através de canais de credibilidade. Caso o setor privado anteveja déficits e, to-

<sup>16</sup> Uma estimativa do poder aquisitivo dos salários em *Carta Econômica* (julho de 1986) informa que o nível médio no segundo semestre de 1985 era 5% inferior ao primeiro semestre, e que em junho de 1986 o poder aquisitivo já excedia o nível de meados de 1985. A diferença entre estas estimativas e os dados de salário real na tabela 2 realçam a importante, e relativamente pouco pesquisada, questão de obter bons indicadores econômicos de rendas durante períodos de inflação galopante.

go, uma acentuação da inflação, eles esperarão que o Governo recorra à restrição monetária, a fim de compensar a falta de ajuste fiscal. Restrição monetária, para a empresa, significa risco de ser surpreendida com um investimento com altos custos de serviço de dívida e sem clientes. Em consequência, as empresas relutam em investir, recorrendo a aumentos de preços e horas extras para responder à demanda, ao invés de expandir sua capacidade e emprego em caráter mais definitivo.

A outra conexão entre orçamento e investimento origina-se na limitação de recursos. Numa economia em pleno emprego, como é o caso da Argentina hoje, recursos para investimento só se podem originar de uma redução no consumo, de uma redução no gasto do Governo ou de maiores importações líquidas. Diminuir o gasto do Governo é a opção mais comum, mas se tem mostrado politicamente impraticável, pelo menos a curto prazo. Uma redução no consumo pode de fato ser alcançada através de um arrocho fiscal. Esta é a escolha acertada em um país em que somente 4% da arrecadação total derivam-se de impostos sobre a renda. Por fim, os recursos podem vir do exterior. Isto acarretaria o problema de aumentar os empréstimos exteriores, talvez em forma de créditos forçados dos bancos comerciais ou diminuindo os *spreads*. Além disso, traz consigo a necessidade de liberalizar restrições a importações, de modo a permitir aos investidores em potencial maior acesso a bens estrangeiros. Maior endividamento externo também deveria ser parte de uma campanha por investimentos na medida em que ele evita os problemas políticos imediatos e tem impacto deflacionário.

É duvidoso que o problema do investimento e do crescimento possam ser resolvidos pelo orçamento em isolado. O orçamento, na melhor das hipóteses, pode auxiliar a estabelecer um clima favorável para que outras forças promovam investimentos. O sinal mais favorável no momento é a perspectiva da formação de um mercado comum entre a Argentina e o Brasil. Esta iniciativa daria indícios importantes às forças produtivas da economia e bem poderia constituir-se no evento decisivo para a retomada do crescimento. Com o retorno ao crescimento, as disputas a respeito das finanças públicas e dos efeitos distributivos provavelmente passariam a segundo plano.

## 6. Brasil: o Plano Cruzado

No dia 28 de fevereiro de 1986 o Presidente Sarney anunciou uma importante reforma monetária, o Plano Cruzado. Vinte e dois anos após o programa Buhões-Campos de estabilização, de 1964-67, o Brasil de novo se defronta com dificuldades políticas e econômicas relacionadas com uma inflação grassando fora de controle. Aplicou-se, de novo, um programa altamente intervencionista e tecnicamente sofisticado para controlar a inflação, sem sacrifícios. Primeiramente nós examinamos o contexto da aceleração da inflação e, então, prosseguimos, analisando o plano e seu desempenho até o presente.



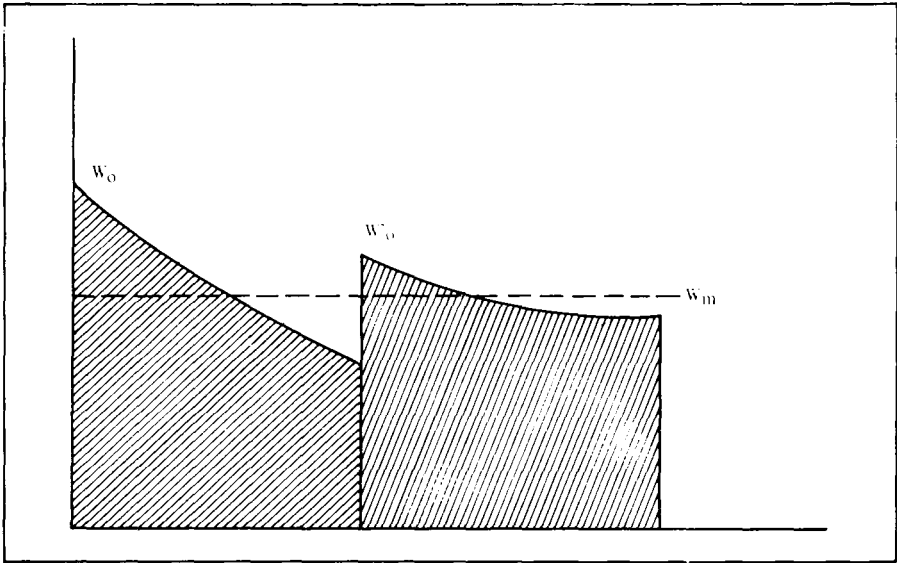
## 6.1 A reforma Bulhões-Campos

No fim da década de 50 e no começo da década de 60, a inflação anual passou de 17% ao ano, em 1958, para 92% em 1964; primeiro, como consequência das políticas expansionistas de Kubitschek e, depois, como resultado dos compromissos populistas do Governo Goulart. Entre 1964 e 1967, a reforma Bulhões-Campos, apoiada pelo presidente militar Castello Branco, obteve sucesso em reduzir a taxa de inflação a 24% ao ano e restaurou, tanto o equilíbrio na conta-corrente externa, como o acesso do Brasil a mercados de capitais estrangeiros. Os efeitos colaterais sobre o produto foram não só toleráveis como de curta duração já que a recessão industrial de 5%, em 1965, foi seguida de uma recuperação de 9%, em 1966. Além disso, as bases estavam assentadas para um período, que durou sete anos, de crescimento acelerado e de redução da inflação.

As reformas compreenderam uma cautelosa combinação de corte orçamentário, política de rendas, desvalorização cambial e indexação do mercado de capitais. Através de cortes no consumo público e nos subsídios e de aumento de impostos, o déficit do setor público foi reduzido de 4% a 1% do PIB. Desvalorizações da taxa de câmbio levaram à substituição dos atrasos comerciais existentes no início de 1964 por uma confortável posição de reserva em 1965 e 1966. A existência de instrumentos indexados no mercado de capitais encorajou a poupança privada e restaurou o crédito hipotecário, que havia sido virtualmente sufocado no início dos anos 60 pelo teto de 12% ao ano imposto pela Lei da Usura sobre as taxas de juros nominais. A indexação do sistema tributário, além de estimular a poupança privada, por não tributar o aumento de valor devido à inflação, também levou à redução da sonegação de impostos (em 1963, quando a inflação atingiu 80% ao ano, a multa sobre atrasos no pagamento de impostos não ultrapassava 32% ao ano).

A componente de política de rendas do plano, que desempenhou papel fundamental no combate à inflação, e que se tornou uma das fontes de inspiração do Plano Cruzado, em realidade, representava a desindexação salarial. A idéia central, descrita na figura 2, é de que em um contexto com ajustes periódicos de salários dois conceitos devem ser distinguidos, o pico de salário real  $W_o$  e a média de salário real  $W_m$ . O pico corresponde ao poder aquisitivo do trabalhador imediatamente após cada aumento do salário nominal, mas não deve ser usado como valor de referência, dado que ele é rapidamente corroído pela inflação. O salário real médio é, na prática, o valor que a economia pode pagar à força de trabalho e é o valor que deveria ser preservado pela política de rendas, exceto devido a aumentos de produtividade. Dado que a razão média/pico é uma função decrescente da taxa de inflação, os picos deveriam ser reduzidos adequadamente sempre que existisse expectativa de redução da taxa de inflação. Isto significa que, na presença de taxas de inflação declinantes, os salários nominais deveriam ser ajustados menos do que proporcionalmente ao aumento passado do custo de vida.

Figura 2



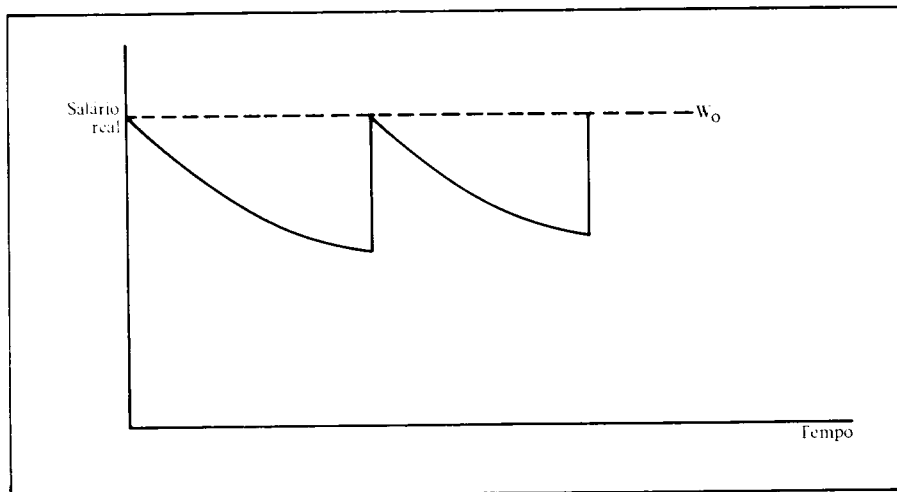
Do ponto de vista técnico, a fórmula salarial de Bulhões-Campos estabeleceu uma situação que permitia a formação de expectativas na economia como um todo. A fórmula tornou-se um instrumento de política de rendas, porque o intervalo entre os aumentos salariais foram fixados em 12 meses e, porque tanto os ajustes por produtividade quanto a taxa de inflação esperada eram decretados pelo Governo, não deixando espaço para negociações coletivas.

Excetuando-se os aumentos decididos em negociações salariais isoladas (que nunca foram proibidas pelo Governo), a regra salarial de Bulhões-Campos implicava pressão sobre o salário real sempre que a inflação futura fosse submetida pelo Governo. O problema existiu em 1965 e 1967, quando o custo de vida aumentou em 45,5, 41,2 e 24,1%, respectivamente, comparado com taxas de inflação projetadas de 25, 10 e 15%. O resultado, um declínio de 24,8% no salário real na indústria manufatureira entre 1964 e 1968, é explicado, em parte, pelo reduzido poder dos sindicatos durante o período de regime militar. Uma visão mais consistente, porém, é que a redução acentuada dos salários reais era inevitável devido aos objetivos da política econômica, que visavam o aumento de impostos indiretos, aluguéis e tarifas públicas, em termos reais, a diminuição dos subsídios e a promoção de uma forte desvalorização cambial. Poderia ter sido o resultado de uma estagflação prolongada, poderia ter sido alcançada através de taxas de inflação mais elevadas, mas a realidade é que era inevitável. A fórmula salarial de Bulhões-Campos ajudou a reconciliar este corte inevitável do salário real com reduções na taxa de inflação e pequenas perdas de produto.

## 6.2 Indexação generalizada

Apesar de criativas, as reformas de Bulhões-Campos continham importante assimetria que não poderia subsistir por muito tempo. A maioria das rendas e dos ativos financeiros eram indexados; os salários e a taxa de câmbio não o eram. O complemento, praticamente inevitável, veio à cena em 1968. No caso da taxa de câmbio, o sistema de minidesvalorizações ajustava a taxa do dólar em relação ao cruzeiro em intervalos de tempo curtos e irregulares, de acordo com a diretriz que levava em consideração o diferencial de inflação entre o Brasil e os EUA. No caso dos salários, introduziu-se uma fórmula complexa para compensar os efeitos da inflação não-antecipada na regra salarial de Bulhões-Campos. Na prática, ela implicava que os salários nominais seriam ajustados a cada 12 meses, proporcionalmente ao aumento do custo de vida, acrescido do aumento de produtividade. Esta regra de indexação era baseada na inflação passada e, ao invés de estabilizar o poder aquisitivo médio  $W_m$  apenas restaurava, a cada 12 meses, o pico do salário real  $W_o$ , ajustado por ganhos de produtividade, como aparece na figura 3.

Figura 3



Dado que a relação média/piso é uma função decrescente da taxa de inflação, a nova regra salarial implicava que a inflação somente poderia diminuir se a média dos salários reais aumentasse mais rapidamente do que o ganho de produtividade estabelecido oficialmente. Além disso, dado que a lei determinava um piso, ao invés de um teto, para as variações no rendimento do trabalho, ela introduzia uma assimetria entre uma aceleração da inflação e uma desaceleração da inflação. Na prática, o mercado era livre para aumentar o pico do salário real  $W_o$ , mas não para reduzi-lo, exceto através da rotação da força de tra-

balho, a única maneira de evitar a lei. Esta solução era altamente custosa no caso da mão-de-obra qualificada e, em grande medida, ineficaz no caso de operários não-qualificados, já que estes eram protegidos pelos níveis do salário mínimo, corrigidos pela mesma regra de indexação.

Em resumo, a indexação salarial baseada na inflação passada introduziu conflitos entre os seus efeitos, a curto prazo, sobre a inflação e a produção, desincentivando políticas antiinflacionárias ágeis e convidando a acomodação da política monetária. Este problema não foi identificado até 1973, porque, durante os anos áureos do milagre brasileiro, os salários reais aumentaram muito mais rapidamente do que os aumentos de produtividade decretados oficialmente, enquanto as taxas anuais de inflação reduziram-se gradualmente de 24,7, em 1967, para 15,5%, em 1973. Não obstante, as políticas monetárias expansionistas adotadas em 1972 e 1973, em combinação com o primeiro choque do petróleo, elevaram a taxa anual de inflação a 35% em 1974. Políticas monetárias restritivas foram então tentadas, mas logo se percebeu que a indexação havia deflagrado a espiral salário-preço. Eventualmente a acomodação monetária foi aceita e as taxas anuais de inflação foram mantidas entre 35 e 40% ao ano, até 1978.

### 6.3 *Escalada*

Duas medidas imprudentes de política no final de 1979 levaram a uma escalada das taxas de inflação. Primeiro, o Governo decidiu controlar as taxas de juros, aceitando fortes incrementos dos meios de pagamento. Mais tarde, uma nova lei salarial, além de introduzir uma série de complicações, reduziu o intervalo de correção do salário nominal de 12 para 6 meses. De acordo com o que a teoria poderia prever, o que antes era a taxa anual de inflação transformou-se na taxa semestral de inflação. Políticas monetárias restritivas implementadas em 1981 e 1982 tiveram que confrontar-se com as consequências adversas advindas da indexação baseada na inflação passada. O País enfrentou sua primeira importante recessão industrial desde 1965, mas as taxas de inflação somente diminuíram de 110%, em 1980, para 95%, em 1981, e 100%, em 1982.

Um dramático ajustamento no balanço de pagamentos se impôs em 1983 em resposta à crise da dívida. As principais mudanças na política econômica foram a desvalorização da taxa de câmbio real em 30% e, seguindo as sugestões do FMI, substanciais aumentos nos impostos indiretos e redução de subsídios. Isto obviamente implicou um corte de salário real importante, o qual, de acordo com as regras de indexação existentes, só poderia ser atingido através de uma aceleração da taxa de inflação, a fim de forçar a relação média/pico ao nível desejado. No caso, a inflação saltou para 210% ao ano, a política monetária restritiva produzindo tão-somente uma recessão sem precedentes. A figura 4 mostra a trajetória da aceleração da inflação.

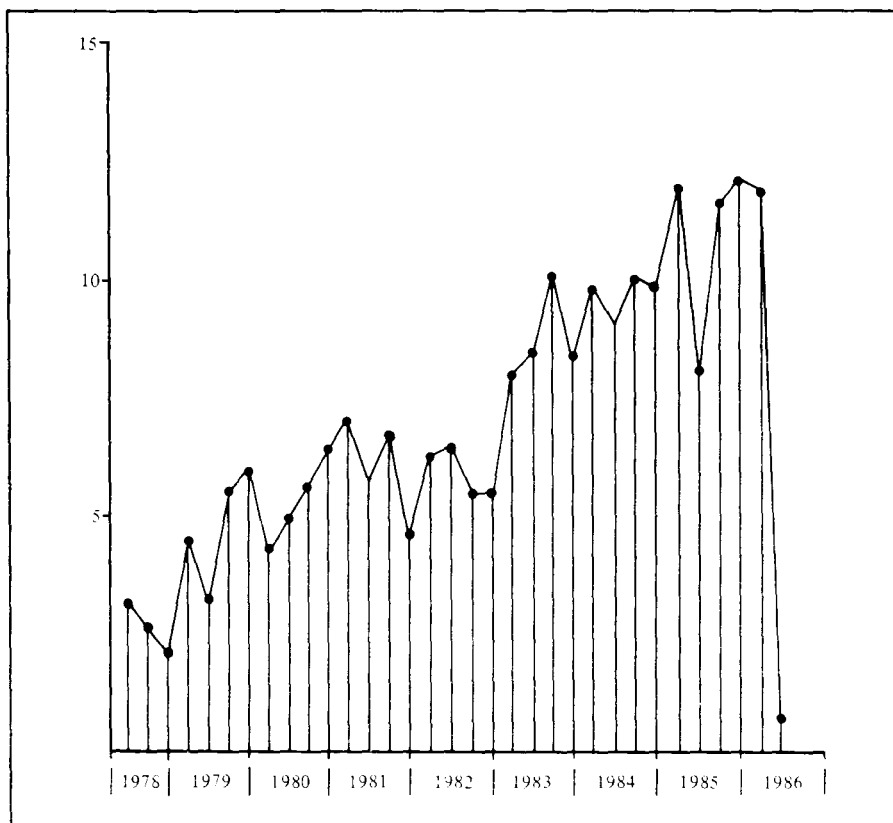
Em março de 1985, a transferência do poder a um presidente civil deu lugar a maiores demandas salariais por parte dos sindicatos. Na primeira fase, o

Tabela 3  
 Brasil: principais indicadores macroeconômicos

	1982	1983	1984	1985
Inflação	95	155	221	226
Déficit orçamentário (% do PIB)				
Efetivo	...	19,9	21,8	26,2
Operacional	...	3,0	1,6	3,2
Crescimento do PIB	0,9	-3,2	4,5	8,3

Fonte: Banco Central do Brasil. *Brasil — programa externo*, maio 1986.

Figura 4  
 Inflação no Brasil — (percentagem por mês)



Governo tentou conciliar aumentos substanciais nos salários reais com menores taxas de inflação, intensificando o controle de preços e aumentando a taxa de juros real sobre Obrigações do Tesouro até 21% ao ano. Em agosto, Dilson Funaro substituiu Francisco Dornelles como ministro da Fazenda. Alguns controles de preços foram eliminados, as taxas de juros foram reduzidas substan-

cialmente e os salários reais continuaram a crescer a taxas sem precedentes. Em consequência, no fim de 1985 e em janeiro e fevereiro de 1986, a taxa de inflação chegou a aproximadamente 15% ao mês. O Presidente Sarney, ante o risco de perder todo o apoio político, decidiu reagir com uma declaração arrojada, o “choque heterodoxo”.<sup>17</sup>

#### 6.4 O Plano Cruzado

A intenção do Plano Cruzado era a de estancar a inflação através da paralisação da indexação. As principais medidas foram as seguintes:

- a) os preços foram congelados e a taxa de câmbio, fixada em Cz\$13,80/US\$. O público foi conclamado a defender vigorosamente os controles e o Governo comprometeu-se a uma meta de inflação nula;
- b) os salários foram convertidos em cruzados, computando-se uma média do seu poder aquisitivo dos últimos seis meses e agregando-se um aumento de 8% em geral, e com o bônus de 15% no caso do salário mínimo; um “gatilho” para a indexação salarial foi estabelecido com um nível de ativação de 20%;
- c) a mesma regra, excluindo-se o aumento de 8%, aplicou-se aos aluguéis e pagamentos de hipotecas;
- d) notas em cruzeiros e depósitos à vista foram instantaneamente convertidos em cruzados, sem cancelamentos, cortando-se três zeros. Taxas de conversão para os passivos denominados em cruzeiros com vencimentos futuros foram estabelecidas aplicando-se um fator diário de redução, começando a partir de 28 de fevereiro, à taxa de 1,0045, até o vencimento.<sup>18</sup> Esta regra de conversão não se aplicou a passivos indexados.

Tabela 4  
Brasil: Macroeconomia sob o Plano Cruzado

	1985:I	1985:II	1986:I	1986:Junho
Inflação (% por mês)*	10,1	11,9	0,5	0,6
Produção industrial**	110	128	120	...

Fonte: *Conjuntura Econômica*

\* Custo de vida no Rio de Janeiro

\*\* Índice da Fiesp 1982 = 100; dados de 1986 referem-se a janeiro/março

O sucesso imediato do programa foi notável. Os consumidores podiam comparar os preços dos supermercados com uma lista oficial de preços máximos e denunciar os violadores à polícia, dando-lhes a sensação de que eram ouvidos. O fato de que os salários nominais foram reduzidos em alguns casos e cor-

<sup>17</sup> A expressão “choque heterodoxo”, que hoje é popularmente usada para descrever a experiência brasileira, deve-se a Lopes (1986).

<sup>18</sup> Por exemplo, uma nota promissória de Cz\$1 milhão com vencimento em 30 de abril de 1986 valerá Cz\$770,73, e não Cz\$1.000,00.

rigidos bastante abaixo da inflação passada em todos os casos não arrefeceu o apoio popular ao programa. Uma demonstração organizada por grupos de esquerda contra a nova política salarial não logrou reunir mais do que 200 pessoas.

As semelhanças entre o Plano Austral e o Plano Cruzado são óbvias. Algumas diferenças importantes surgem, entretanto, devido ao fato de o Brasil decidir conter a inflação muito antes de ela atingir os níveis prevalentes na Argentina no princípio de 1985. Na Argentina não existia um problema de sincronização com relação a salários, já que a inflação grassava a um nível tal que levava a aumentos mensais de salários. No Brasil, o problema da sincronização existia, uma vez que os salários eram mantidos inalterados de três a seis meses. A solução, em grande medida inspirada nas reformas de Bulhões-Campos, foi converter os salários em cruzados pelo seu poder de compra médio dos últimos seis meses. Mas, como o Plano Cruzado teve que ser embalado de modo a não suscitar recordações militaristas, três amaciadores foram agregados: o bônus salarial de 8%, o aumento de 15% do salário mínimo e a *scala mobile*, com um detonador de 20%. Se havia espaço para tais ganhos de salário real é ponto questionável.

Segundo, apesar de o Plano ter tentado resolver o problema da sincronização salarial, nada foi feito a respeito da questão da defasagem nos aumentos dos preços. Os preços foram congelados ao nível de 27 de fevereiro, quando não havia nenhuma razão para que a estrutura de preços estivesse perto do equilíbrio. Alguns preços setoriais, incluindo leite, automóveis, produtos farmacêuticos e eletricidade, foram congelados abaixo do seu ponto de equilíbrio. Em consequência, o sucesso do Plano Cruzado era contingente à substituição, a curto prazo, de um sistema de preços congelados por um de preços administrados.

Um trunfo das autoridades brasileiras é que o Plano Cruzado foi instituído quando as condições externas eram extremamente favoráveis. Em 1984 e 1985 o Brasil já havia logrado superávits comerciais da ordem dos 12,5 a US\$13 bilhões por ano, gerando um equilíbrio na conta-corrente externa, apesar do enorme pagamento de juros sobre a dívida externa. O Plano Cruzado foi implementado quando a queda do preço do petróleo, o declínio nas taxas de juros internacionais e a desvalorização do dólar acarretavam uma melhoria anual de US\$5 bilhões nas contas externas do Brasil. Deste ponto de vista, o Plano Cruzado foi melhor amparado do que o Austral.

Em contraste com o Plano Austral, o Cruzado foi anunciado puramente como uma política de rendas, já que se acreditava que o ajuste fiscal havia ocorrido em fins de 1985 e que a inflação brasileira de janeiro e fevereiro de 1986 era puramente inercial. As autoridades brasileiras poderiam ter afirmado no princípio de março que o orçamento já estava em equilíbrio, ou apresentando, no máximo, um déficit muito pequeno, não ultrapassando 0,5% do PIB.

Até fins de maio, o Plano Cruzado vivia uma lua-de-mel incrivelmente feliz, demasiado feliz para ser preservada, como as autoridades deveriam ter desconfiado. A inflação não só parou imediatamente sem que houvesse recessão,

mas as vendas no varejo aumentaram em 25%, em termos reais; os valores imobiliários dobraram e as cotações de ações tiveram um *boom* sem precedentes. Na onda de otimismo o ministro da Fazenda descreveu o Brasil como um país com uma inflação como a da Suíça e duas vezes o crescimento do Japão, e o presidente decidiu que o congelamento de preços, que lhe havia trazido tanta aceitação popular, deveria ser mantido até que as recordações da inflação fossem borradas. Com relação à classe empresarial, suas poucas preocupações com baixas margens de lucro e com a administração política do sistema de preços foram amplamente superadas pela euforia resultante de maiores vendas.

As autoridades ignoraram a lição de que esta era uma situação ideal para que uma inflação de demanda deflagrasse, e nem reagiram a alguns indícios inquietantes como o acentuado aumento do preço de mercadorias no mercado de futuros, assim como do prêmio no mercado negro. Em suma, a demanda estava superaquecida, tanto por causa dos aumentos do salário real, como devido ao déficit do setor público, que se manteve em 4,7% do PIB. Escassez, mercados negros e aviltamento de qualidade eram visíveis, desde o princípio de junho. Em fins de julho e princípio de agosto, o Governo anunciou um pequeno pacote fiscal: decidiu liberar alguns produtos de importação e aumentar as taxas de juros. Se isto será suficiente para equilibrar a oferta e a demanda é questionável. Um problema mais complexo é que, para manter sua média histórica de crescimento, o Brasil terá que aumentar sua taxa de poupança doméstica de 15 a 20% do PIB, e até agora pouco foi feito para encorajar poupanças.

### 6.5 *Prognose*

Se o cruzado se tornará um sucesso, ou mais um intento frustrado de combate à inflação, pelos seus atuais sintomas ainda se constitui em uma pergunta sem resposta, e sua resposta está nas mãos das autoridades brasileiras. Um sucesso prolongado dependerá de três medidas fundamentais.

Primeiro, uma reforma fiscal efetiva é realmente necessária. O déficit orçamentário existente, de 4,7% do PIB, é demasiado elevado em comparação com a poupança privada e a capacidade do País em atrair capital estrangeiro. Mais ainda, o lado do gasto contém muito pouco investimento e consumo, subsídios e transferências em demasia. A poupança do Governo, isto é, receita menos gasto corrente, girava entre 2 e 4% do PIB nos anos 70. Estimativas recentes apontam que o Governo agora está despoupando 0,6% do PIB.

Segundo, um sistema de administração de preços deveria substituir prontamente o congelamento de preços decretado no dia 28 de fevereiro. A concepção oficial de que o congelamento deveria ser mantido até que as expectativas inflacionárias fossem definitivamente debeladas é autodestrutivo, dado que a escassez e os mercados negros só podem reavivar expectativas de aumentos de preços.

Terceiro, a fim de preservar a credibilidade do programa, a promessa de inflação nula deveria ser substituída por uma meta de inflação reduzida. Con-



seqüentemente alguns mecanismos de indexação deveriam ser reintroduzidos, a fim de induzir a poupança e desenvolver um mercado de crédito de longo prazo. Os intervalos da indexação deveriam ser suficientemente longos (digamos, um ano), para evitar que surjam ativos não-monetários indexados, como ocorreu no princípio dos anos 80. Não obstante, elas deveriam realisticamente dar-se conta de que não existe mágica que possa apagar da memória a inflação em um país que desde o princípio da década de 30 nunca conviveu com um período longo com estabilidade de preços.

## 7. A experiência israelense

Em 1º de julho de 1985 o Governo de Israel adotou um programa de estabilização de emergência. Em vigor já há mais de um ano, o programa continua a demonstrar um bom desempenho com relação à inflação.<sup>19</sup> Fazemos, inicialmente, um exame do contexto que precedeu o programa de estabilização, em seguida consideramos o programa, a experiência desde então, e os atuais problemas de política econômica em Israel.

### 7.1 Antecedentes

Os antecedentes da estabilização israelense de 1985 aparecem na tabela 5. A década de 60 foi um período de acelerado crescimento e inflação bastante reduzida. O crescimento populacional era alto, em parte devido à acentuada imigração. Em contraste com este sucesso, a década de 70 apresenta forte queda e a de 80 uma dramática deterioração. O aumento da inflação obviamente era um problema, entretanto, uma preocupação mais séria era a diminuição do crescimento e a acentuada mudança na taxa de crescimento populacional.

Tabela 5  
Israel: Indicadores básicos  
(Taxas percentuais anuais médias)

	1960-70	1970-80	1980-84
Inflação	6,4	41,8	178,0
Crescimento real	9,7	5,2	2,0
Crescimento populacional	3,4	2,7	1,4

Fonte: FMI. *International Financial Statistics*.

Enquanto anteriormente a economia criava oportunidades através do crescimento contínuo, ela agora se mostrava emperrada e oferecia poucas perspectivas de retornar ao desempenho da década de 60. Enquanto a imigração antes havia sido substancial, agora a imigração tornava-se uma preocupação. Obvia-

<sup>19</sup> A discussão mais completa do programa está em Bruno (1986). Veja também Fischer (1985 a, b, 1986) e Dornbusch e Fischer (1986).

mente, enfrentar a perspectiva de uma alta taxa de natalidade junto à população árabe, conjuntamente com uma natalidade reduzida e uma contínua imigração líquida da população judia, conduzia a perspectivas extremamente difíceis com relação ao futuro político de Israel. Concentração na retomada de crescimento acelerado e auto-sustentado, portanto, tornou-se a primeira prioridade. Mas a inflação e a ausência de consenso a respeito de prioridade não permitia que a economia atingisse um desempenho razoável. Acima de tudo não havia decisão a nível político de arriscar-se a um programa de estabilização que pudesse resultar em altas taxas de desemprego e, obviamente, não havia força política para considerar cortes drásticos no orçamento.

A certo nível, seguramente não existem sinais conflitantes nem falta de entendimento de quais foram os principais fatores responsáveis pela inflação israelense. Era plenamente aceito o fato de que o déficit orçamentário e a indexação dos ativos financeiros e dos salários eram as razões centrais. A tabela 6 mostra os dados referentes ao orçamento.

Tabela 6  
Déficit Orçamentário e Financiamento  
(Médias dos períodos, porcentagem do PNB)

	1960-67	1968-80	1981-84	1984
Gasto:				
Doméstico	29,1	50,3	61,5	62,9
Externo <sup>a</sup>	1,9	4,5	-1,2	-4,0
Impostos:	29,1	39,3	46,4	46,0
Financiamento do déficit: <sup>b</sup>	1,9	15,5	13,8	12,9
Base monetária	2,4	2,7	2,4	3,2
Dívida interna	-1,9	5,6	6,4	3,9
Dívida externa	1,5	6,9	5,1	5,8
Pró-memória:				
Gasto em defesa	10,6	25,4	23,9	24,0

Fonte: Fischer (1985a)

<sup>a</sup> Gasto externo líquido, inclusive transferências unilaterais.

<sup>b</sup> O financiamento do déficit aqui apresentado equivale aproximadamente ao déficit ajustado pela inflação ou déficit operacional.

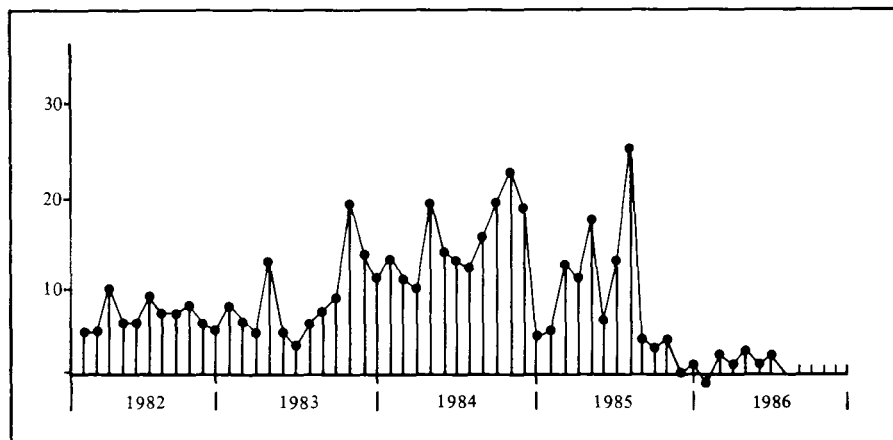
Entre as décadas de 60 e 70 ocorre importante mudança no déficit. Aumentos acentuados de gastos com defesa explicam a maior parte do incremento dos gastos e do déficit, porém, há também outros fatores. O fato mais impressionante, é óbvio, reside na magnitude do déficit corrigido pela inflação, que, em média, atingiu 15% do PNB durante a década de 70. Note-se, incidentalmente, a elevada participação dos impostos no PNB. A relação de 46% em Israel compara-se com uma média de apenas 35% nos principais países industrializados.

Talvez o fato mais intrigante é que o déficit orçamentário total nos últimos anos, e particularmente em 1984, não excedeu o nível dos últimos 15 anos. A política monetária foi claramente passiva: a emissão sendo claramente orien-

tada ao financiamento do orçamento. O déficit financiado pela expansão da base, porém, aumentou em 0,8 para 3,2% do PNB. Este fato por si só não pareceria uma mudança substancial, tampouco, uma taxa de expansão de meios de pagamento muito grande em termos absolutos. O contexto israelense, portanto, pede uma explicação da reação acentuada da inflação em resposta a mudanças relativamente pequenas na composição do financiamento do déficit. A transição a taxas de inflação realmente elevadas pode não ter sido causada somente, ou principalmente, pela maior participação da emissão no financiamento do déficit. Outros fatores também podem ter exercido influência, inclusive o menor crescimento da demanda pelos ativos monetários incluídos na base e a política cambial.

Na figura 5 aparece a taxa de inflação (médias trimestrais das taxas mensais) no período 1973-85 até a época da reforma monetária. Estes dados parecem indicar que a inflação aumentou gradualmente de um nível de aproximadamente 50% para acima de 100% no princípio da década de 80. A escalada mais dramática ocorre em 1984-85 e por isso não pode ser explicada por uma mudança repentina no orçamento. Para explicar a verdadeira trajetória da inflação, e particularmente a explosão em 1984-85, também é necessário ter em conta a política cambial, a interação entre crescimento e inflação, e as mudanças no setor financeiro.

Figura 5  
Inflação em Israel – (percentagem por mês)



Experimentos macroeconômicos de diferentes tipos foram aplicados no princípio da década de 80, desde a sobrevalorização chilena até um plano de última hora em adotar o dólar americano como moeda nacional.<sup>20</sup> Em 1981-83,

<sup>20</sup> As opções propostas em junho de 1983 ao então Ministro da Fazenda Aridor são relatadas em Plessner (1986). É interessante observar que este documento identifica todos os problemas da posterior reforma monetária e muitos dos seus detalhes.

quando Aridor era ministro da Fazenda, permitiu-se que a taxa de câmbio se sobrevalorizasse acentuadamente. A apreciação, em termos reais, durante 1981-83 alcançou mais de 25%. A política de sobrevalorização conteve a taxa de inflação a um nível entre 100-130%, porque ela proporcionava aumentos de salário real a níveis reduzidos de salário e, portanto, de inflação de preços. No entanto, a sobrevalorização, obviamente, levou a uma redução no crescimento e a que uma crise no balanço de pagamentos se aproximasse inexoravelmente.

A sobrevalorização e a expectativa da aproximação de uma desvalorização aceleraram a substituição de ativos monetários por ativos remunerados, assim reduzindo a base do imposto inflacionário do Governo. Ao mesmo tempo, a reduzida taxa de crescimento da renda real contribuiu para diminuir a taxa de crescimento da demanda por base monetária real. Na presença de taxas constantes de expansão da base (medida em relação ao PNB), como se vê na tabela 6, o desequilíbrio traduziu-se em um acentuado aumento da inflação. A mudança em direção a uma crescente participação da emissão no financiamento do déficit total realça este ponto.<sup>21</sup>

A combinação da redução no crescimento da demanda por base monetária, devido ao menor crescimento da renda, mudanças institucionais, na forma de maior demanda por ativos não-monetários, o aumento da participação da emissão no financiamento do déficit e a depreciação corretiva no fim de 1983, juntos geraram forte choque inflacionário. Devido à indexação salarial em intervalos de três meses, e mais tarde a cada mês, havia poucas defasagens no sistema, de forma que preços e salários ajustavam-se rapidamente a estes desequilíbrios. Em resumo, o sistema não dispunha de nenhum limitante, nem enfrentava atritos, exceto pelas negociações entre o Governo e os trabalhadores, ou o que o Governo podia pagar através da sobrevalorização ou dos subsídios. Ainda mais, esta ausência de limitantes era percebida pelo público e ajudava todos a ajustarem mais rapidamente seus salários, preços e suas carteiras de ativos financeiros.

## 7.2 *A véspera do Programa de Estabilização*

As últimas etapas do período que antecedeu o programa de estabilização aparecem na figura 5, que apresenta as taxas mensais de inflação. O período da sobrevalorização chegou ao fim em outubro de 1983 com uma grande desvalorização da taxa de câmbio. O debate a respeito de um programa de estabilização havia começado em 1983, com Aridor, e em 1984 havia-se generalizado. Nenhum

<sup>21</sup> Melnick e Sokoler (1984) demonstram convincentemente que a redução do crescimento do produto, e em consequência no crescimento da demanda por dinheiro primário tem um efeito importante sobre a inflação. Fischer (1982) apresenta alguma evidência usando dados, para diferentes países, do aumento da relação de dinheiro primário em relação ao PNB. Comparado aos padrões da sua amostra, a mudança entre 1981-83 e 1984 é sem dúvida bastante significativa.

partido alcançou a maioria nas eleições de julho e, em consequência, levou ao Governo de Unidade Nacional, que tardou até setembro para ser formado.

Durante os seis meses seguintes, dois pacotes estiveram em vigor. O seu sucesso é claramente demonstrado pela baixa taxa de inflação observada em dezembro de 1984 e em janeiro de 1985. Entretanto, igualmente dignos de observação são os ajustes ocorridos entre os pacotes que levaram a fortes aumentos na taxa de inflação. Um importante corte orçamentário também já havia ocorrido, mas, ainda assim, em meados de 1985, tornou-se evidente que um programa muito mais profundo e abrangente se fazia necessário para controlar a inflação. Tal programa se fez mais urgente devido à contínua perda de reservas internacionais.<sup>22</sup>

### 7.3 O Programa de Estabilização de julho de 1985

Em junho de 1985 uma comissão foi formada para preparar um plano de estabilização e, em julho, o programa foi anunciado e implementado por um decreto-lei. Os principais elementos do programa eram os seguintes:<sup>23</sup>

- a) proposta de corte orçamentário equivalente a 7,5% do PNB (US\$ 1,5 bilhão);
- b) depreciação do *shekel* em 20%, e estabelecimento de uma taxa de câmbio fixa em relação ao dólar. Esta medida foi acompanhada de reduções nas tarifas de importação e nos subsídios à exportação;
- c) congelamento de todos salários e preços;<sup>24</sup>
- d) depósitos com correção cambial foram mantidos (sem imposto ao capital), mas sua liquidez foi restringida, exigindo o prazo mínimo de um ano para novos depósitos;
- e) horizonte de um ano, durante o qual os controles seriam gradualmente eliminados;
- f) alocação suplementar de ajuda dos EUA de US\$ 1,5 bilhão.

Dois problemas importantes neste programa eram: a probabilidade de obter acordo dos trabalhadores com o congelamento salarial, e de alcançar o corte orçamentário proposto.

Acordos com o sindicato dos trabalhadores (a *Histadrut*) são causa frequente de fracassos macroeconômicos em Israel. Os sindicatos dominam 25% da indústria e, em diversas oportunidades, cooperavam, abdicando de ajustes relativos à inflação. Neste caso eles ajudaram de novo. Ainda que protestando ostensivamente contra o uso de decretos-leis, eles aceitaram, ao cabo de um mês, um pacote que incluía um aumento inicial, em compensação por abdicar da cor-

<sup>22</sup> Estas perdas de reservas internacionais se deveram principalmente à fuga de capital. A conta corrente já havia melhorado após a recente depreciação.

<sup>23</sup> Para um exame detalhado das medidas veja-se Bruno (1986-a).

<sup>24</sup> Problemas iriam surgir derivados de um acordo envolvendo aumentos salariais defasados.

reção monetária, e diversos aumentos preestabelecidos durante os seis meses subsequentes. O efeito líquido do acordo salarial era garantir um corte no salário real durante um tempo. A reintrodução da correção monetária seria sujeita a um gatilho de 4%.

A parte mais difícil do programa de estabilização foi o compromisso de redução orçamentária. Sempre pareceu impossível cortar o orçamento. Cada item isolado parecia estar aquém das possibilidades do Governo de introduzir os cortes e, claramente, a idéia de elevar ainda mais os impostos era impossível. Neste clima, havia dúvidas generalizadas sobre a probabilidade de efetuar o corte de 7,5% do PNB no déficit. Os únicos itens que ofereciam alguma chance de redução eram os múltiplos subsídios sobre as exportações e praticamente sobre tudo mais. Mas, cortes nos subsídios obviamente implicariam cortes nos salários reais ou na lucratividade das exportações. Cortes adicionais no salário real, além daqueles resultantes da depreciação, dificilmente seriam concebíveis. A alternativa, reduções nos subsídios às exportações com taxas de câmbio fixo, não parecia aconselhável porque implicaria uma perda de competitividade e um enfraquecimento do equilíbrio externo que apoiava a política cambial. Reduções nos subsídios a alimentos básicos e ao transporte pareciam ser mais sensatos em termos da oferta, mas também poderiam ser os mais difíceis de implementar politicamente.

A possibilidade de o Governo efetuar a redução orçamentária, portanto, era a questão-chave. E, devido a dúvidas relativas à efetividade dos cortes, havia pessimismo com relação à viabilidade do programa como um todo. Este era o caso principalmente entre alguns economistas da Universidade de Tel-Aviv, os quais não tomaram parte do comitê que elaborou o programa e, portanto, podiam dar-se ao luxo de externar o seu pessimismo de forma bastante vocal.

#### *7.4 A situação do Programa em 1986*

Em agosto de 1986, 13 meses após a concepção do programa, tudo parece bem, pelo menos dentro de certos limites. Para surpresa dos pessimistas e deleite dos autores do programa, o sucesso tem sido bastante evidente. A inflação tem sido bastante baixa, o orçamento foi de fato cortado, o salário real e a taxa de câmbio real não estão demasiadamente desalinhados. O salário real no momento está aproximadamente ao nível de imediatamente antes do programa de estabilização.

O sucesso com o orçamento é sem a menor dúvida o logro mais estarrecedor. Enquanto o déficit foi de 15% do PNB no ano calendário de 1984, ele diminuiu para uma média anual de 12% no período janeiro-junho precedente ao programa de estabilização. No período julho-dezembro, imediatamente após a introdução do programa, ele foi equivalente a somente 4% do PNB. A melhora orçamentária foi alcançada por meio de cortes nos subsídios aos alimentos básicos e ao transporte, pelo aumento no valor real da arrecadação tributária e através de impostos especiais à propriedade.

A tabela 7 apresenta dados macroeconômicos, a fim de avaliar a progressão do programa. Primeiro, note-se a marcada desaceleração da inflação: nos sete meses seguintes à implantação do programa a taxa acumulada da inflação foi menor do que em um único mês, em junho de 1985. Mais ainda, a inflação manteve-se confortavelmente baixa mesmo após sete meses. Em março a inflação continuava baixa atingindo 1,5%; para abril, antecipava-se um nível de 3%, em parte em consequência de fatores sazonais. Não existem problemas de escassez e certamente não há indícios de que a inflação está prestes a reaparecer com qualquer intensidade comparável com o período após o pacote salarial no princípio de 1985.

Tabela 7  
O Sucesso do Programa de Julho

	Inflação	M 2	Crédito	Desemprego	Salário real	Câmbio real
Junho de 1985	14,9	7,2	16,8	6,6	100	100
Julho de 1985	27,8	56,6	0,4	...	85	94
Agosto de 1985						
Junho de 1986						
Acumulado*	21,3	60,0	4,5	7,2	88	96
Junho de 1986	1,6	-1,7	...	7,4	100	97

Fonte: Fischer (1986) e *Morgan Guaranty*.

\* Os índices (junho de 1985 = 100) nas duas últimas colunas são médias dos períodos.

A segunda observação que merece destaque refere-se ao comportamento dos meios de pagamento e do crédito total: *M2* cresceu rapidamente, entretanto, as contas com correção cambial (contas Patam, não-discriminadas) declinaram fortemente. Esta é uma característica tipicamente associada ao retorno da confiança na moeda nacional. Note-se, finalmente, que o crédito, em termos nominais, permaneceu sob rígido controle: o crédito total expandiu-se em apenas 6% durante o período, logo, em termos reais ele de fato declinou. Retornaremos a essa questão quando discutirmos a evolução da taxa de juros.

Uma terceira observação refere-se aos salários reais. Eles declinaram no princípio do processo de estabilização e mantiveram-se bastante abaixo do seu nível de antes do programa até o primeiro semestre de 1986. Mas no verão deste ano eles haviam novamente galgado o seu nível pré-programa. Esta é uma questão fundamental do programa, porque os salários haviam-se antecipado bastante aos ganhos de produtividade, sendo que os subsídios governamentais (e logo os déficits orçamentários) respondiam pela diferença.

A quarta observação a fazer refere-se à taxa de câmbio real. Esta moveu-se de modo a aumentar a competitividade durante o processo de estabilização. A desvalorização inicial ajudou a produzir um ganho de competitividade e a contínua depreciação do dólar desde 1985 permitiu manter este ganho, apesar da presença de taxas de inflação doméstica moderadas. Na ausência da desvalori-

zação do dólar durante o ano passado, teria sido difícil sustentar a taxa de câmbio fixa contra o dólar. No caso, a depreciação do dólar veio bem a tempo.

A tabela 7 mostra que o programa implicou aumento na taxa de desemprego. Esta é uma questão importante, porque o receio do desemprego em muitos casos afugenta medidas fundamentais de combate à inflação. Mas, o aumento do desemprego foi bastante limitado. O fato de que a inflação em julho de 1986 havia caído a zero demonstrou que, ao contrário do Brasil e da Argentina, a aplicação de políticas de rendas não geram necessariamente uma inflação reprimida e em última instância aberta.

### 7.5 *Questões de política econômica*

As duas questões centrais de política econômica em Israel são hoje: consolidar a deflação e enveredar por uma trajetória de crescimento robusto e auto-sustentado. Em muitos casos, políticas de crescimento envolvem a expansão da demanda. Este não é o caso em Israel. A folga na economia é pequena, mesmo após o pesado ajustamento fiscal que ocorreu. Os recursos para o crescimento, portanto, terão que se originar no setor público e de uma redução no consumo privado. Reduções orçamentárias adicionais e, idealmente, reduções de carga impositiva são as principais prioridades para esse ano, para o ano que vem e por muitos anos à frente.<sup>25</sup>

Política econômica pelo lado da oferta adquiriu má reputação nos EUA basicamente por haver acobertado uma expansão fiscal nos moldes keynesianos. Já, no caso israelense, a indução de investimentos através da redução do déficit orçamentário e a expansão da capacidade produtiva por meio de maiores incentivos são inteiramente plausíveis. Não existem receitas simples e rápidas para o crescimento, no entanto, é óbvio que uma carga impositiva elevada e destinada a financiar uma longa lista de subsídios pode ser contraproducente. Antes que seja possível diminuir os impostos será necessário diminuir muito mais as transferências. Ainda assim, é animador que Israel tenha sido bem-sucedido na redução dos custos marginais do trabalho, por este intermédio reduzindo a diferença entre o salário líquido e o custo da mão-de-obra para a empresa.

A curto prazo, urge que o Governo se decida a respeito de uma política de câmbio. Até agora, a depreciação do dólar tem compensado o efeito da contínua, ainda que moderada, inflação. Caso o dólar pare de declinar, é vital que a competitividade do setor de bens comercializados não seja prejudicada. A manutenção da competitividade é fundamental, porque o setor de bens comercializados deve servir de locomotiva para a economia como um todo, e porque renovada especulação a respeito da taxa de câmbio, com todas as suas conseqüências financeiras, deve ser evitada.

A disponibilidade de assistência adicional dos EUA — US\$ 1,5 bilhão em 1985-86, equivalente a 7,5% do PIB — torna a questão da taxa de câmbio, apa-

<sup>25</sup> A respeito da questão do crescimento, ver, principalmente, o *memorandum* de Fischer (1986).



rentemente, de menor importância. Esta impressão erra ao não perceber que, para obter crescimento e maior emprego, a competitividade do setor externo é fundamental. Ao mesmo tempo, é importante não permitir que ocorra sobrevalorização que, em algum momento, terá que ser eliminada, provocando consequências altamente adversas sobre a inflação como ocorreu, por exemplo, em 1983. O Governo mostrou estar consciente desses problemas, atendo-se a uma política de taxa de câmbio fixa primeiro contra o dólar e, mais recentemente, contra uma cesta de moedas. Nesse caso, o Governo está em condições de propor um aumento nulo dos salários em troca de uma taxa de câmbio fixa. A alternativa, em outro contexto, é oferecer a indexação dos salários e da taxa de câmbio com um custo associado ao ressurgimento de um patamar inflacionário de 30 a 40%.

## 8. Política

Um aspecto importante e muito interessante a respeito dos novos programas de estabilização tem sido o seu impacto político. Eles foram implementados por governos já seriamente enfraquecidos por não terem estabilizado suas economias. Não obstante, enquanto políticas de estabilização normalmente são encaradas como difíceis e onerosas, do ponto de vista político, estes novos programas promoveram os políticos e técnicos que os idealizaram quase à imortalidade, pelo menos a princípio.

Pesquisas de opinião pública no Brasil, Argentina e Israel oferecem um meio hábil de avaliar o sucesso político dos planos de estabilização. Portanto, aqui, examinamos parte dessa evidência a fim de ressaltar o dramático contraste entre os *cacerolazos* (*food riots*) que, às vezes, ocorrem no contexto de programas do FMI e a reação extremamente positiva nestes casos.<sup>26</sup>

### 8.1 Argentina

Uma pesquisa de opinião (Socmerc) divulga a avaliação da reação do público a políticas e à administração pública, ao longo do tempo.<sup>27</sup> Os dados relatados na tabela 8 mostram o segmento da amostra que avaliou o desempenho como positivo.

A mensagem mais importante da tabela é a reação imensamente positiva ao Plano Austral e a acentuada subida na popularidade governamental, em todas as frentes, entre maio e agosto de 1985.

Ainda mais, a reação positiva tem sido bastante duradoura. Mesmo depois que o entusiasmo inicial havia passado, ainda havia apoio marcante, como

<sup>26</sup> Nossa análise concentra-se no Brasil e Argentina, mas temos informação de que existe evidência bastante semelhante no caso de Israel.

<sup>27</sup> Socmerc é uma base de dados de pesquisas de opinião pública pertencente à empresa de consultoria de Aftalion\* Mora y Araujo\* Nogueira.

Tabela 8  
Avaliação positiva do Governo  
(Porcentagem da amostra respondendo positivamente)

Presidente Alfonsín	1984	1985			1986
	Dez.	Maio	Ago.	Dez.	Abr.
Plano Austral	...	...	74	68	52
Política econômica	19	10	40	35	19
Governo em geral	46	35	57	52	36
Presidente Alfonsín	72	64	74	71	64

*Fonte: La Nación.*

evidencia a avaliação de dezembro de 1985. No fim de 1985, uma pesquisa de opinião pública acusou que 35% da amostra acreditavam que o Plano Austral lhe havia favorecido e outros 42% achavam que não haviam sido afetados significativamente. Somente 9% pensavam que haviam sido seriamente prejudicados e 18% da amostra achavam que o plano deveria ser abandonado.<sup>28</sup>

## 8.2 Brasil

Infelizmente não parece existir no Brasil uma pesquisa de opinião pública que siga continuamente, como na Argentina, a avaliação das questões econômicas junto ao público. No entanto, a evidência derivada de pesquisas mais isoladas leva exatamente à mesma impressão derivada no caso argentino.

Em pesquisas imediatamente “pós-choque”, 84% dos pesquisados pensavam que a reforma era boa e somente 2% achavam que era má. Na mesma pesquisa, 66% do público achavam que iriam ser prejudicados.<sup>29</sup>

Numa pesquisa para avaliar o presidente numa escala de 0 a 10, ele recebeu nota 6,5 em dezembro de 1985, antes do Plano. Em março de 1986, sua avaliação subiu para nota 8,4.<sup>30</sup> Fica bastante evidente que sua popularidade foi ao céu, pelo menos nas pesquisas, em consequência do plano de estabilização.

O público nota clara melhoria nas suas condições econômicas. Uma pesquisa de opinião periódica relata as seguintes respostas às perguntas: “A situação melhorou ou piorou desde o choque econômico que foi a implementação do Plano Cruzado?” e “O seu poder aquisitivo hoje é maior, igual ou menor que antes do choque econômico?”

Uma pesquisa logo após o programa complementar de julho de 1986 (pacotinho) revelou que 59% apoiavam as novas medidas, contra somente 27%, que expressaram opinião negativa. Contudo, apenas 35% dos pesquisados acha-

<sup>28</sup> Publicado em *La Nación*, 2 jan. 1986.

<sup>29</sup> *Folha de S. Paulo*, 5 mar. 1986.

<sup>30</sup> *Folha de S. Paulo*, 15 mar. 1986.

**Tabela 9**  
**Brasil: Pesquisas de opinião pós-choque 1986**

	Abril	Maio	Junho	Julho
	A situação melhorou de uma maneira geral...?			
Sim	56	54	57	46
	O seu poder aquisitivo aumentou hoje...?			
Aumentou	47	46	44	44

*Fonte: Folha de S. Paulo, 26 jul. 1986, p. 19.*

vam que as novas medidas lhes trariam benefícios, enquanto 49% achavam que não trariam.<sup>31</sup>

### 8.3 Explicações

Qual é a razão pela qual estes novos programas suscitam tanto apoio popular enquanto os programas tradicionais são encarados como um ônus político? Encontramos duas explicações imediatas.

O aspecto mais importante desses novos programas de estabilização talvez seja que eles ocorrem num contexto com inflação extremada e em rápida aceleração. É bem sabido que o público percebe a inflação como bastante ameaçadora. Se este ponto de vista é procedente no caso da inflação moderada que prevalece nos países industriais, então é bastante provável que seja tão mais verdadeiro no caso das situações extremas aqui estudadas. A forte reação pública observada neste caso excede sobremaneira o que o economista pode explicar em termos de teoria de inflação.<sup>32</sup> Pela mesma razão, controles de preços, invariavelmente, são medidas populares do ponto de vista político, sempre que a inflação é encarada como problemática. A tentativa de controlar a inflação através da aplicação de controles, portanto, constitui-se numa receita bem conhecida em economia política. Pesquisas de mais porte, abrangendo a psicologia da inflação e dos controles, certamente pareceriam relevantes.

Uma questão correlata é o populismo inerente aos novos programas de estabilização. O público é recrutado para controlar os preços e, dessa maneira, tem uma participação direta e pessoal. Numa pesquisa de opiniões no Brasil, em princípios de março de 1986, 50% dos pesquisados afirmaram que estavam ativamente cooperando no controle dos preços e mais 39% disseram que o fariam no futuro. A participação ativa do público em geral, no controle de preços, é vista como a manifestação de uma economia democrática participativa.

É surpreendente observar que de fato o público está disposto a aceitar a necessidade de fazer sacrifícios, a fim de garantir a estabilização. Uma pesquisa na Argentina conclui que 46% dos entrevistados estavam dispostos a fazer

<sup>31</sup> *Folha de S. Paulo*, 26 jul. 1986.

<sup>32</sup> Veja Fischer e Modigliani (1978).

sacrifícios pessoais para ajudar o plano a ser bem-sucedido, conquanto outros 46% sustentaram que não poderiam rebaixar mais o seu padrão de vida. Somente 8% afirmaram que não estavam dispostos a agir desta maneira.<sup>33</sup>

Um segundo argumento em favor da popularidade baseia-se no fato de que a estabilização fiscal não implica redução da absorção real agregada de bens e serviços do setor privado. A razão é que a maior parte do ajustamento envolve basicamente uma mudança na incidência e distribuição da tributação. Um imposto inflacionário financia o Governo durante o período de inflação elevada, enquanto a tributação efetiva financia, basicamente, um mesmo nível real de gasto governamental após o processo de estabilização. Dado que não é necessário alcançar melhoria na conta corrente no contexto da estabilização, o programa resume-se, principalmente, em redistribuir dentro do país o ônus de financiar um mesmo nível de gasto governamental.

Também podem ocorrer redistribuições entre setores. Por exemplo, indústrias que recolhem impostos sobre vendas (digamos a indústria de fumo na Argentina) sofrem perdas ao desaparecerem as defasagens, enquanto os trabalhadores ganham devido a estabilidade dos salários reais. Estas características distributivas do processo de estabilização são distintas do caso de um país em que o processo requer melhoria na conta corrente e, conseqüentemente, redução líquida na absorção agregada.

## 9. Conclusões

Os novos programas de estabilização em vigor na Argentina, Israel e Brasil representam uma alternativa, vitalmente importante e viável, dos programas tradicionais e ortodoxos, no estilo do FMI. Eles captam um fato econômico básico, ou seja, a necessidade de coordenação, muito mais do que a existência de capacidade ociosa como componente principal de um processo de estabilização. Do ponto de vista político, eles são extremamente bem-sucedidos, pelo menos numa primeira fase, e como tal eles têm boas perspectivas.

Estes novos programas representam importante avanço em política macroeconômica, mas, ainda assim, eles não operam milagres. Não há substitutos para a correção da desordem fiscal, a parte ortodoxa dos programas de estabilização. Surpreendentemente, os governos não parecem dispostos a usar o forte aumento no seu apoio político para completar a estabilização inicial com um programa voltado a obter um ajustamento fiscal mais profundo e duradouro. Esta indecisão é bastante míope, porque qualquer programa, eventualmente, ruirá, quando as expansões aceleradas ou a escassez forcçarem a volta da inflação. Um colapso pode não se materializar imediatamente, o programa tenderá a se enfraquecer por falta de auto-sustentação, ou mesmo durante algum tempo, entretanto, gradualmente o programa tenderá a se enfraquecer por falta de auto-sustentação, credibilidade e confiança. Em conseqüência, o apoio político

<sup>33</sup> Aftalion, Mora e Araujo & Nogueira (1985. p. 8).

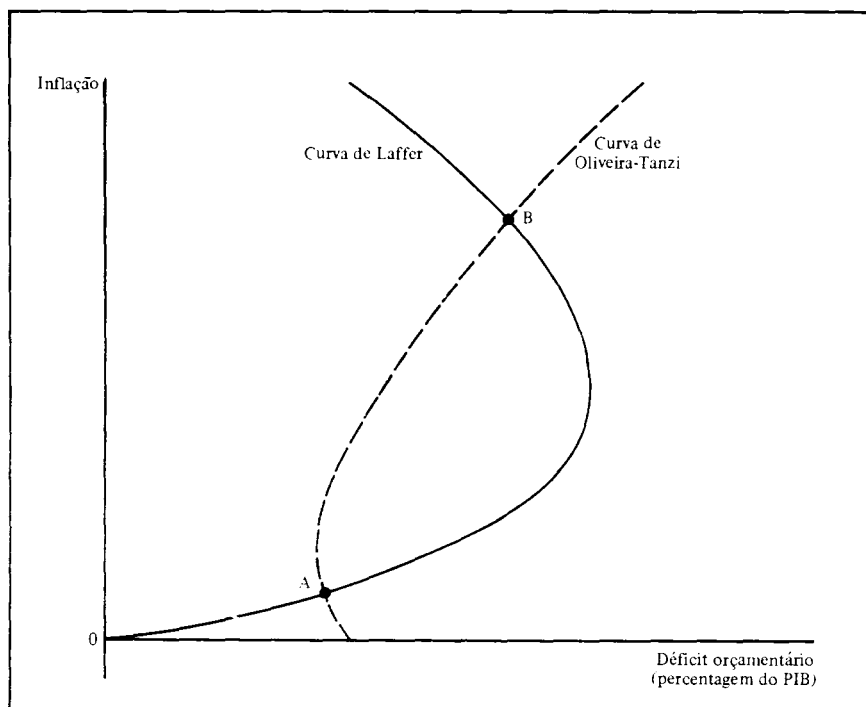
co inevitavelmente se enfraquece e, com a perda de apoio, diminui, também, a probabilidade de alcançar importantes modificações nas finanças. A oportunidade de passar de estabilização a crescimento pode, assim, ter sido desperdiçada.

Na Argentina, Brasil e Israel, o retorno ao crescimento auto-sustentado, de longo prazo, é uma questão séria. O investimento diminuiu sensivelmente e a capacidade instalada se expandiu pouco. As importantes modificações nas finanças públicas, necessárias para promover a estabilidade financeira de longo prazo, não ocorreram na Argentina, não estão sendo esperadas no Brasil, e podem não ocorrer em Israel. A lição para qualquer outro país, por exemplo, o México, é reconhecer que o enfoque que utiliza políticas de rendas para alcançar a estabilização não elimina a ortodoxia, mas proporciona uma situação política extremamente favorável que pode ser explorada para introduzir estas políticas.

### Anexo 1 — Inflação e orçamento

Na figura A-1, os eixos representam a taxa de inflação e o déficit orçamentário medido em relação ao PIB. A curva interrompida mostra o efeito Oliveira-Tanzi. A inflação aumenta à medida que o déficit se expande devido à ero-

Figura A-1



são inflacionária do valor real da arrecadação, resultante de defasagens na coleta dos impostos. A curva contínua é a curva de Laffer refletindo o imposto inflacionário. A taxas de inflação reduzidas, a demanda por ativos reais é elevada, entretanto, devido à baixa inflação, a receita derivada do imposto inflacionário também é baixa. À medida que a inflação eleva-se, a receita do imposto inflacionário, inicialmente, eleva-se e, mais tarde, diminui, gradualmente, porque, a taxas de inflação elevadas, o maior custo da preferência por ativos reais passa a ser dominante, na medida em que reduz a demanda por ativos reais.

A importante observação a destacar na figura A-1 é que existem dois equilíbrios inflacionários, os pontos *A* e *B*. Em *A*, a inflação é baixa e o déficit, pequeno, enquanto, em *B*, a inflação e o déficit são elevados. Se uma economia estivesse em *B*, obviamente, seria de interesse conduzi-la para *A*. O problema, então, é como alcançar, a um custo reduzido, esta transição.

## Referências bibliográficas

- Anti-inflation policies and the problem of credibility: symposium. *American Economic Review*, 1982.
- Arida, P & Lara Resende, A. Inertial inflation and monetary reform in Brazil. In: Williamson, J. ed. *Inflation and Indexation*. Institute for International Economics, 1985.
- Arnaudo, A. El programa antiinflacionario de 1973. *Desarrollo Económico*, jun. 1979.
- Baer, W. & Kerstenetzky, I. ed. *Inflation and growth in Latin America*. Yale University Press, 1964.
- Barbosa, H. F. *Ensaio sobre inflação e indexação*. a ser publicado, Fundação Getulio Vargas, 1986.
- Bresciani-Turroni, C. *The economics of inflation*. Allen & Unwin, 1937.
- Bruno, M. Sharp disinflation strategy: Israel 1985. *Economic Policy*, n.º 2, Apr. 1986a.
- \_\_\_\_\_. Inflation and expectations. MIT, 1986b.
- \_\_\_\_\_. & Fischer, S. The inflationary process in Israel: Shocks and accommodation. 1984 (Falk Institute Discussion Paper).
- Calvo, G. Fractured liberalism: Argentina under Martinez de Hoz. *Economic Development and Cultural Change*, 1986.
- Cardoso, E. Indexação e acomodação monetária: um teste do processo inflacionário brasileiro. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, Fundação Getulio Vargas, 37 (1): 3-11, jan./mar., 1983.
- \_\_\_\_\_. Debts, deficits and inflation. *Challenge*, Aug./Sept., 1986.
- Corbo, V. & Mello, J. de, ed. *Liberalization with stabilization in the southern cone of Latin America*. ed. especial de *World development*, Aug. 1985.
- \_\_\_\_\_.; \_\_\_\_\_ & Tybout, J. What went wrong with the financial reforms in the southern cone? *Economic Development and Cultural Change*, 1986.
- \_\_\_\_\_. *Política económica argentina*. Macchi, 1984.
- Díaz Alejandro, C. Southern cone stabilization plans. In: Cline, W. & Weintraub, W. ed. *Economic Stabilization in developing countries*. Brookings, 1982.

Di Tella, G. *Argentina under Peron: 1973-76*, St. Martin's Press.

\_\_\_\_\_ & Dornbusch, R. ed. *The political economy of Argentina: 1946-83*. St. Martin's Press. a ser publicado.

Dornbusch, R. Stabilization policy in developing countries: what lessons have learnt? *World Development*, n.º 9, 1982.

\_\_\_\_\_. The Larida proposal: comment. In: Williamson, J. ed. *Inflation and indexation*. Institute International Economics, 1985a.

\_\_\_\_\_. Stopping hyperinflation: lessons from the German experience in the 1920s. In: Fischer S. ed. *Essays in honor of Franco Modigliani*. MIT Press, 1985b.

\_\_\_\_\_. Inflation, exchange rates and stabilization. *Princeton essays in international finance*. 1986a. a ser publicado

\_\_\_\_\_. Argentina after Martinez de Hoz. In: diTella, G. & Dornbusch R. ed. *The political economy of Argentina: 1946-83*. St. Martin's Press, a ser publicado, 1986b.

\_\_\_\_\_ & Fischer, S. Stopping hyperinflation: past and present. *Weltwirtschaftliches Archiv*, Apr. 1986.

Eisner, R. *How real is the federal deficit?*. Free Press, 1986.

Fellner, W. *Toward a reconstruction of macroeconomics*. American Enterprise Institute, 1976.

Fernandez, R. The expectations management approach to stabilization in Argentina: 1976-82. *World Development*, ed. espec., Aug. 1985.

\_\_\_\_\_ & Rodriguez, C., ed. *Inflación y estabilidad*. Macchi, 1982.

Fischer, S. Seignorage and the case for a national money. *Journal of Political Economy*. v. 2, 1982. reimpr. em seu *Indexing, inflation and economic policy*. MIT Press, 1986.

\_\_\_\_\_. The economy of Israel: problems and prospects. MIT, 1985a. manuscrito.

\_\_\_\_\_. Inflation and indexation: Israel. In: Williamson, J. ed. *Inflation and indexation*. Institute for International Economics, 1985b.

\_\_\_\_\_. A growth program for Israel. MIT, 1986. manuscrito.

\_\_\_\_\_ & Modigliani, F. Towards an understanding of the real effects and costs of inflation. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1978. reimpr. em Fischer S. *Indexing, inflation and economic policy*. MIT Press, 1986.

Foxley, A. *Latin American experiments in neoconservative economics*. University of California Press.

Grahan, F. *Exchange, prices and production in hyperinflation Germany*. Princeton University Press, 1928.

Heyman, D. *Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización*. Cepal, Buenos Aires, 1986. (Doc., 18).

Keynes, J.M. *A tract on monetary reform*. 1923, reimpr. pela Royal Economic Society, 1971.

League of Nations. *The financial reconstruction of Austria*. 1926.

- Liviatan, N. & Piterman, S. Accelerating inflation and balance of payments crises: Israel 1973-1984. Departamento de Pesquisas, Banco de Israel, 1985.
- Lopes, F. Problemas do controle da inflação. In: Dias Carneiro, D., ed. *Brasil: Dilemas da política econômica*. Rio de Janeiro, Campus, 1977.
- \_\_\_\_\_. *O choque heterodoxo*. Rio de Janeiro, Campus, 1986
- Melnick, R. & Sokoler, M. The Government revenue from money creation and the inflationary effects of a decline in the rate of growth of GNP. *Journal of Monetary Economics*, Mar. 1984.
- Modiano, E. *Da inflação ao cruzado*. Rio de Janeiro, Campus, 1986.
- Oliveira, J. Money, Prices and fiscal lags: a note on the dynamics of inflation. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n.º 26, 1967.
- Pablo, J. C. de. *Política Económica del peronismo*. El Cid, 1980.
- Pazos, F. *Política de Desarrollo Económico*. Banco Central da Venezuela, 1985.
- \_\_\_\_\_. *Chronic inflation on Latin America*. Praeger, 1972
- Plessner, Y. Description of alternatives. 1983. manuscrito.
- Ramos, J. *Estabilización y liberalización económica en el cono sur*. Cepal, 1984.
- Sargent, T. The ends of four big inflations. In: Hall, R. ed. *Inflation*, NBER e University of Chicago Press, 1982.
- Shiffer, Z.F. Adjusting to high inflation: the Israeli experience. Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, Apr. 1986.
- Simonsen, M. H. *A experiência inflacionária no Brasil*. Comitê para o Desenvolvimento Econômico, 1964.
- \_\_\_\_\_. *Ensaio sobre a economia e política econômica: 1964-69*. Apec, 1971.
- \_\_\_\_\_. Indexation: current theory and the experience in Brazil. In: Dornbusch, R. & Simonsen M. H. ed. *Inflation, debt and indexation*. MIT Press, 1985.
- \_\_\_\_\_. Incomes policy as game theory. Fundação Getulio Vargas, 1986a. manuscrito.
- \_\_\_\_\_. Keynes versus expectativas racionais. Fundação Getulio Vargas, 1986b. manuscrito.
- Schelling, T. *Micromotives and Macrobehavior*. Norton, 1982.
- Tanzi, V. Inflation, lags in collection and the real value of tax revenue. *IMF Staff Papers*, n.º 1, 1977.
- Tobin, J. Stabilization policy ten years after. *Brookings Papers on economic activity*, n.º 1, 1980.
- \_\_\_\_\_. ed. *Macroeconomics, prices and quantities*. In: *Essays in memory of Arthur M. Okun*. Brookings, 1983.
- Okun, A. *Economics for policy making*. Brookings, 1983.
- Yeager, L. *Experiences with stopping inflation*. American Enterprises Institute, 1981.