

PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PLANO REAL (1993 – 1994): SUA IMPLEMENTAÇÃO SOB UMA PERSPECTIVA
HISTÓRICA

Carlos Eduardo Velmovitsky van Hombeeck
Número de matrícula: 0014442

Orientador: Rogério Werneck

Junho de 2003

PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PLANO REAL (1993 – 1994): SUA IMPLEMENTAÇÃO SOB UMA PERSPECTIVA
HISTÓRICA

Carlos Eduardo Velmovitsky van Hombreck

Número de matrícula: 0014442

Orientador: Rogério Werneck

Junho de 2003

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Carlos Eduardo Velmovitsky van Hombreck

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

“O negócio a fazer no Brasil é não pagar o que o Estado quiser gastar acima da receita. Uma reestruturação do aparelho do Estado. Uma enxugada na economia que levasse os capitalistas que mantêm hoje o dinheiro em especulação ou no exterior (cerca de US\$ 150 bilhões, me dizem banqueiros dos EUA) a aplicar o dinheiro produtivamente. Só farão isso num mercado saneado de inflação e com liberdade para que tenham lucros comparáveis à aplicação de dólares ou no mercado de especulação. É assim que funciona o capitalismo moderno”.

Paulo Francis

Folha de São Paulo, 6/7/1985

Gostaria de agradecer ao professor Rogério Werneck pela orientação e ao professor Luis Roberto Cunha pela orientação informal e o material fornecido. Também gostaria de agradecer à Mariana, a quem dedico este trabalho, pelo apoio, pela dedicação e, acima de tudo, pela inspiração.

Índice

Índice de Tabelas -	5
Introdução -	6
Antecedentes -	8
Primeiro Período (março de 1993 a julho de 1994) -	12
Segundo Período (agosto de 1994 a dezembro de 1994) -	22
Conclusão -	36
Bibliografia -	39

Índice de Tabelas

Taxas de Inflação - 22

Comércio Exterior - 27

Taxas de câmbio - 33

Introdução

Passada quase uma década de sua implementação, já nos é possível analisar as conseqüências a curto e médio prazo do Plano Real. Sem o conhecimento, entretanto, da própria formulação do plano e sua implementação, esta tarefa se torna etérea e inútil.

O período analisado envolve os anos de 1993 e 1994, principalmente a partir de maio do primeiro exercício. É neste momento que toma posse, como ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso. Quando este se afasta do cargo para concorrer à Presidência da República, em março de 94, o presidente Itamar Franco nomeia Rubens Ricupero. Será substituído, em setembro de 94, por Ciro Gomes, que permaneceu no cargo até o fim do mandato presidencial de Itamar Franco. É interessante notar que o citado plano estava de tal maneira identificado a Fernando Henrique que sua vitória nas urnas efetivamente se deveu à estabilidade alcançada pelos preços. Em seu início, não por outras razões, era conhecido como Plano FHC.

A principal característica do Plano Real, que o diferenciou de outros, foi a inexistência total de qualquer tipo de surpresa ou choque. Qualquer passo a ser tomado era anunciado com antecedência e a população já estava preparada quando da sua execução. A clareza de regras produziu um choque que talvez seja o mais importante em termos de incentivos econômicos: o choque de confiança. Esta é uma atitude apropriada na medida em que a população já estava acostumada com congelamentos e até bloqueio de poupança. Simplesmente, o que foi feito no passado, como tentativa de acabar com a inflação, não mais funcionaria. Discutiremos isso de forma mais detalhada.

Pautaremos a análise pela seguinte periodização: o marco inicial é a própria posse de Fernando Henrique Cardoso no Ministério da Fazenda. O primeiro período irá se estender até a implementação do real, a moeda, em julho de 1994. Passaremos aí pela instituição da Unidade Real de Valor (URV), em março de 1994. Esta foi a fase de preparação do Plano Real. A partir de agosto e até dezembro é o período de execução do plano e de todas as medidas que permitiram seu sucesso. Tentaremos discutir os próprios fundamentos do plano, assim como as questões interessantes e fundamentais ao longo da análise, sempre respeitando a ordem cronológica. Terminaremos com uma

breve conclusão, limitada às conseqüências imediatas do plano, pois a análise de seus efeitos no longo prazo foge ao objetivo deste trabalho. Antes, porém, é necessário dar um certo fundamento teórico ao problema a ser enfrentado pelo plano.

Antecedentes

Em julho de 93, o então ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, envia ao presidente Itamar Franco o Programa de Ação Imediata (PAI), que visava fazer a adequação das estruturas e instituições brasileiras à implementação do Real, que viria a acontecer apenas um ano depois.

Além da conclusão de que a inflação é o problema crucial a ser tratado, o documento apontava como causa principal o déficit público, ou a desorganização do Governo que leva a este. Ao prescrever uma série de medidas estruturais, o programa trilha o caminho correto, pois em um país acostumado à inflação, nenhum programa de estabilização de preços seria bem-sucedido sem a eliminação de alguns fatores determinantes (entre eles o déficit público), como demonstraram as várias experiências heterodoxas do passado.

Podemos utilizar um modelo simples apresentado por Campos e Simonsen (1973), remontando às origens da interpretação do caráter inicial da inflação brasileira. Fazendo com que r_t seja a taxa de inflação no período t , pode-se escrever a seguinte equação:

$$r_t = a_t + br_{t-1} + g_t$$

A componente autônoma a caracteriza um fenômeno extraordinário, que pode levar à aceleração da inflação, não dependendo da inflação do passado. Exemplos seriam reajustes arbitrários de salários e escassez de produtos agrícolas, provenientes de dificuldades na agricultura, tais como geadas. É a componente de inflação de custos.

A componente b representa a realimentação inflacionária, ou seja, a transmissão da inflação passada ao presente. Uma possível interpretação viria, por exemplo, da tentativa de recomposição salarial em relação à inflação passada, o que pressionaria os preços. É interessante notar que a componente b representa o grau de automatismo de repasse da inflação. Quanto maior aquele, maior este. É o que se denominou de forma costumeira como “inércia inflacionária”.

Por último g é componente de demanda. Ou seja, dependendo da demanda do período anterior, por sua vez causada por políticas monetárias e fiscais, a inflação pode aumentar ou diminuir. Basta lembrar que, se uma economia possui capacidade ociosa, é necessário apenas aumentar a produção para atender a uma maior demanda. Por outro lado,

se a economia já está no limite de suas capacidade, o aumento de demanda só terá como consequência o aumento de preços.

A equação mostrada nos ajudará a mostrar de forma didática a complexidade do problema inflacionário a ser enfrentado em 1993. Na fórmula, podemos identificar dois grandes fatores relacionados à inflação brasileira, que eram basicamente a componente de realimentação e a componente de demanda. No caso brasileiro, tanto uma quanto a outra detinha particularidades. Quanto ao fator autônomo, ele será deixado temporariamente de lado em nossa análise, mas recorreremos a ele quando for necessário.

Em relação à componente de realimentação, a peculiaridade brasileira se chamava correção monetária. A correção monetária foi instituída em 1964 nos contextos da reforma institucional implementada pelo Governo revolucionário. Seu principal formulador foi Roberto Campos, que, no mesmo texto onde é apresentado o modelo utilizado acima, louva sua implementação: “Uma corrente respeitável de economistas admite que uma inflação de 15% ao ano, no atual quadro brasileiro, constituía fenômeno bem menos grave do que uma alta anual de preços de 5 ou 6% num país despreparado para o convívio com a inflação.”

De fato, a correção monetária serviu na época para manter a renda de alguns setores (incluindo o próprio Governo) inalterada enquanto medidas eram aplicadas para o combate da inflação de forma gradual. Não é nosso propósito aqui discutir a correção monetária¹ mas sua consequência direta é um repasse quase automático da inflação em todos os níveis, o que aumenta em muito a inércia inflacionária e a realimentação inflacionária. Por exemplo, se em determinado momento o preço do mamão sobe 220% por causa de uma seca ou geadas, alguns índices de preço que levam em conta o mamão subirão 1% a mais. Se a variação do índice era de 34%, passará a 35%. Qualquer um que reajustar seus preços em 35%, estará o fazendo em 1% por causa do mamão, por mais que o mamão não esteja em seus insumos e seus custos. No ano de 93, o cenário encontrado ao se implementar o Plano Real era de uma economia inteiramente indexada, em que a correção monetária já era vista como praxe. Parece-nos claro que, nesse momento, o coeficiente b de realimentação assume um valor igual ou maior do que um, o que configura um processo explosivo.

Outro aspecto importante da correção monetária é que a partir de sua instituição, as receitas fiscais do Governo tornaram-se indexadas e quase que imunes à inflação. Antes da

¹ Para uma discussão mais detalhada, deve-se procurar Resende (1990).

indexação, se certo contribuinte deixasse de pagar impostos em um determinado mês, a inflação em alta faria com que aquele valor nominal devido representasse um valor real muito menor no mês seguinte. Em suma, era lucrativo não pagar impostos em dia. Além disso, a própria estrutura de arrecadação poderia comprometer a receita, pois quanto mais tempo o dinheiro arrecadado demorasse a chegar nos cofres, menos ele valeria. O valor do dinheiro era como gelo no calor, derretia-se. A correção monetária veio a eliminar este problema.

Outra característica particular da economia brasileira é a relação entre o déficit público e a inflação. De uma maneira simples, podemos concluir que o déficit causa inflação. Na medida em que o Governo gasta mais do que arrecada, ele deve financiar este gasto de alguma forma. Um caminho classicamente utilizado é recorrer às autoridades monetárias, ou seja, criar moeda para pagar as respectivas obrigações. Por outro lado, o Governo, quando gasta mais do que arrecada, está pressionando a demanda, o que não deixa de caracterizar um caso de inflação de demanda.

Já a relação causal entre inflação e déficit é mais sutil e deve ser qualificada no âmbito da receita e da despesa governamental. Se tomarmos o exemplo da Alemanha nos anos 20, temos o caso de um país que não estava habituado a grandes inflações. Deste modo, sofria-se do problema de “derretimento” de receita acima explicado. Já as despesas eram indexadas, pois se baseavam em prestações de serviços e compra de mercadorias, cujos preços eram atualizados. Desta forma, quanto maior a inflação, menores seriam as receitas, com as despesas se mantendo no mesmo patamar. Assim, quanto maior a inflação, maior o déficit público. Este é o efeito denominado Tanzi.

O Brasil apresentava quadro diametralmente inverso. Vimos que as receitas eram indexadas pela correção monetária. Por outro lado, as despesas, por uma série de expedientes utilizados, diminuía com a inflação. Um exemplo destes expedientes é a liberação de despesas intertemporal, ou seja, o simples atraso de um mês na liberação de determinada verba significa que a verba liberada será muito menor, pois foi corroída pela inflação. O próprio imposto inflacionário é uma fonte de receita para o governo. O grande problema de se recorrer usualmente a ele é que os agentes ficariam cada vez mais avessos a reter moeda, o que forçaria maior emissão do governo para financiar o mesmo déficit, terminando em uma espiral maligna para qualquer moeda nacional.

Particularmente no Brasil, quanto maior for a inflação, menor será o déficit. Bacha (1994) alertou para o fato de que o próprio déficit operacional não é real porque está impregnado pelas distorções inflacionárias. Deveria se temer, portanto, o déficit potencial, que se manifestaria em sua plenitude somente com a queda da inflação. Neste mesmo artigo, Bacha diz que estes expedientes utilizados são temporários. Os agentes beneficiários da despesa pública também tentarão se proteger, o que pode causar a indexação da despesa. Isso tornaria o déficit maior do que o financiamento de qualquer nível de imposto inflacionário.

Utilizamos todo este encaminhamento lógico para destacar o grande acerto do plano, ao tentar, em uma primeira fase, combater o problema do déficit e as distorções dentro da estrutura do Governo que levavam a ele. Além disso, deveria se fazer um ajuste fiscal, que possibilitasse ao Governo cortar gastos de forma efetiva (e não se utilizando de inflação) e aumentar receitas. Basta pensar que o término da inflação sem a execução do ajuste fiscal se mostraria inútil e até perigoso. O déficit público potencial se tornaria real e o Governo teria que sustentá-lo de alguma maneira, o que invariavelmente o levaria a emitir títulos e moeda.

Talvez aí resida a causa do fracasso de uma série de planos antiinflacionários no passado. Muitas vezes, os planos ditos heterodoxos concentram-se em combater apenas a realimentação inflacionária. Isto significa, em nosso modelo, tornar próximo de zero o parâmetro b . Incorreram no erro de subestimar o déficit público, que rapidamente destruiu toda a credibilidade da estabilização.

A ortodoxia, por sua vez, também pode se lamuriar pois subestimou de forma repetida a força exercida pela inércia inflacionária, agravada pela correção monetária. Uma outra falha da ortodoxia foi ignorar as pressões populares advindas da passagem por um longo período de austeridade, com resultados poucos visíveis no curto prazo. O Plano Real, se não por outros sucessos, deve ser respeitado por aprender as lições do passado. O plano, de forma consistente, não subestimou nenhum das duas componentes. Como uma inédita amálgama, baseou-se tanto nas interpretações ortodoxas quanto nas heterodoxas para, de forma contundente, realizar um ajuste fiscal e criar uma criativa fórmula que rompesse o círculo da realimentação monetária: a URV.

Primeiro Período (março de 1993 a junho de 1994)

O episódio mais fundamental a ser analisado anteriormente a 94 é o próprio ajuste fiscal feito no âmbito do PAI, mencionado anteriormente. O PAI, segundo Giambiagi e Além (2001) era (...) “um “lastro fiscal” até a aprovação das medidas ditas “estruturais” de ajuste definitivo, envolvendo mudanças constitucionais.” Nesta categoria, o Fundo Social de Emergência (FSE) era a principal conquista. Este fundo tinha como função liberar verbas do orçamento que estavam destinadas a um certo fim. Um exemplo é o orçamento destinado à educação, que possui um percentual específico das receitas. Como o FSE previa a desvinculação de receita por dois anos, pelo menos temporariamente o Governo poderia fazer um controle mais austero se seus gastos, o que o ajudaria a equacionar o problema fiscal.

Além disso, uma outra notícia, que veio a complementar o cenário de implementação do plano, foi o fim da renegociação da dívida externa brasileira. Em 29 de novembro de 1993, o ministro Fernando Henrique assina com centenas de banqueiros um acordo para reestruturação da dívida. A negociação foi feita em boa parte por Pedro Malan, que fora nomeado presidente do Banco Central (BC) em setembro de 93. A reestruturação foi feita nos moldes do Plano Brady. Não é nosso objetivo discutir detalhadamente este plano², mas, em suma, o que se conseguiu foi oferecer um leque de opções aos credores do Brasil. Com a troca dos papéis antigos pelas diversas opções oferecidas, o Brasil alongou o perfil de sua dívida, além de obter uma pequena redução.

O Brasil ajustava um pouco a correspondente condição fiscal, pois as condições do pagamento do serviço da dívida melhoravam. Um fato peculiar dessa transação foi o do Fundo Monetário Internacional (FMI) não apoiá-la. Como isto era um pré-requisito para que o Tesouro Americano emitisse certos títulos necessários à operação, o Brasil se viu obrigado a comprar os citados títulos no mercado secundário, ao custo de dois bilhões de dólares. Naquele momento, o Brasil contava com reservas em caixa de US\$ 25 bilhões. Estas foram acumuladas desde 1992 por políticas monetárias que procuravam apenas manter os juros reais positivos, no intuito de financiar o déficit do governo.

² A análise aqui feita foi baseada no Relatório Econômico da ANDIMA de Abril de 1995. Para mais informações, veja a bibliografia indicada.

Em março de 1994, foi lançada a Unidade Real de Valor³ (URV). Este índice era visto pelos formuladores do plano como uma quase-moeda. A partir desse momento, as três funções da moeda estavam divididas entre a URV e o cruzeiro real. Como este já havia perdido há muito tempo sua qualidade de reserva de valor e unidade de conta, só restava a ele a função de meio de pagamento. A URV ainda não era uma moeda, pois não circulava, mas a intenção do governo era claramente que ela se tornasse uma unidade de referência para os preços.

Este artifício era diferente de uma dolarização e, inclusive, foi utilizado para evitá-la. Percebe-se claramente que a deterioração do cruzeiro real faria com que os agentes procurassem outros parâmetros para os preços, que fossem estáveis. O mais comum era se recorrer ao dólar, como no caso do preço de apartamentos. Com a URV, porém, era perfeitamente possível não recorrer a qualquer moeda estrangeira, na medida em que esta já se apresentava como um parâmetro estável.

A URV era uma espécie de média composta por três índices de inflação: o IGP-M, o IPCA-E e o ICV-FIPE. Na verdade, não havia cálculo formal para ela, mas seu valor deveria variar dentro da faixa delimitada por esses três índices de preço. Desta forma, como a própria URV acompanhava automaticamente a inflação, ela é como uma moeda indexada. Como exemplo, podemos constatar que o valor da URV em primeiro de março era de CR\$647,50 enquanto que em julho já se encontrava acima de 2500 cruzeiros.

Como o Governo desejava que todos os preços da economia fossem lentamente transformados em URV, chegaria o momento em que a economia brasileira estaria em uma situação de superindexação. Quando a URV se transformasse em real, voltar-se-ia ao estágio de estabilização, pois a economia estaria indexada a sua própria moeda, o que é perfeitamente normal. A Medida Provisória (MP) que criou a URV era em grande parte destinada às conversões que seriam feitas para a unidade. A princípio, o ministro Fernando Henrique queria que até mesmo a Unidade Fiscal de Referência (UFIR) fosse atrelada à URV. A decisão foi descartada pois a UFIR regia certos contratos e sua mudança poderia ser interpretada como inconstitucional. As conversões dos salários (incluindo o mínimo) têm destaque na MP da URV. Deveria se obter a média dos valores decorrentes da cotação da URV no último dia dos meses de novembro e dezembro de 93 e janeiro e fevereiro de

³ Boa parte da análise feita aqui foi inspirada em Arida (1999)

94. Esse método, apesar de feito pela média, beneficiava o trabalhador, que teria sua renda protegida da inflação. Ou seja, a média de seu poder de compra era agora constante, pois estava perfeitamente indexada à inflação.

Um aspecto interessante desse sistema é que a URV poderia ser encarada como a própria taxa da inflação, ou seja, a variação da URV era a variação do próprio nível de preços. Neste ponto, um aumento dos preços em URV seria uma aceleração da taxa de inflação dos preços em geral. Esse processo perigoso chegou a ocorrer na transição para o real em julho, pois se constatou um aumento dos preços em URV no final de junho. Isso levou a um resíduo inflacionário acima do esperado já na nova moeda. Felizmente, como veremos, o processo foi controlado.

A população aceitou bem a URV e começou a exercer seu papel de força no livre mercado. A comparação de preços, facilitada pelo indexador, produziu um otimismo inicial em relação ao plano. O ministro Fernando Henrique, pressionado por aliados políticos, resolve concorrer à Presidência da República. Ele sai do cargo no final de março, sendo substituído por Rubens Ricupero, um diplomata de carreira. O ministro Ricupero, figura praticamente desconhecida, seria o responsável pelas fases cruciais do plano, que incluíam a própria emissão da moeda. Em maio e abril, portanto, o ministro deveria simplesmente fazer os ajustes finais, que permitiriam a terceira fase do Plano Real.

No mês de junho de 1994, o real já era esperado com ansiedade pela população. Três grandes problemas sobre conversões pontuaram este mês, pois exigiram grandes esforços da equipe econômica no sentido de resolver suas discordâncias com o presidente. De certa maneira, o presidente adotava uma postura de maior interferência em relação ao ministro Rubens Ricupero do que em relação a Fernando Henrique Cardoso. Isso causou temor entre os especialistas de que decisões tomadas pelo presidente, não se baseando em princípios econômicos, poderiam levar ao fracasso do plano. Felizmente, o ministro Ricupero conseguiu reiteradamente convencer o presidente do que seria eficiente em termos econômicos.

Os problemas foram principalmente em relação a aluguéis, planos de saúde e mensalidades escolares. Em relação ao primeiro, a regra adotada foi sobre a média em URV dos aluguéis nos meses compreendidos entre o último reajuste e o mês de julho. Esta média deveria ser reconvertida em cruzeiros e atualizada entre o dia do vencimento e primeiro de

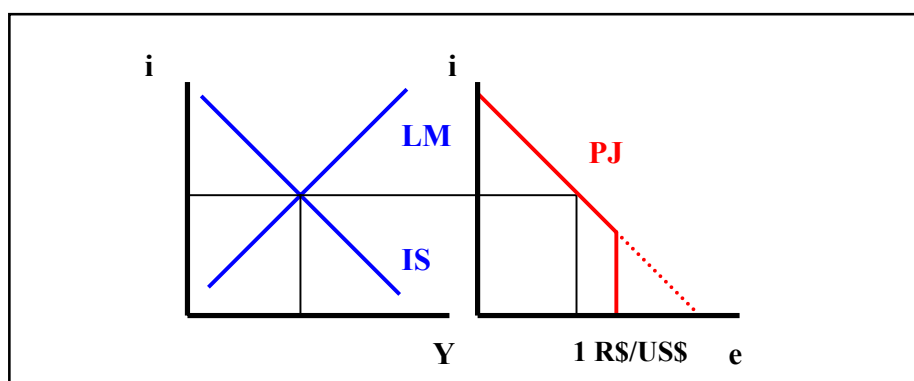
julho. Só aí os valores seriam convertidos na nova moeda. Já as mensalidades teriam a média dos valores de novembro, dezembro, janeiro e fevereiro convertida pela URV de primeiro de março. Esta regra gerou controvérsia e foi amplamente desrespeitada por escolas nos meses vindouros. No caso dos planos de saúde, não houve acordo entre o presidente e a equipe econômica. Criou-se uma situação de conversão sem regras, o que foi visivelmente prejudicial para os associados dos planos de saúde.

Em 25 de junho, o jornal Folha de São Paulo publicou a versão preliminar do que seria a Medida Provisória do Plano Real. Esta publicação não teve nenhum caráter oficial, constituindo-se em um “vazamento”. Isto causou mal-estar na equipe do ministro Ricupero, pois se atribuiu a divulgação aos funcionários que haviam permanecido da equipe de Fernando Henrique Cardoso.

Ao contrário do que todos esperavam, a MP estabelecia uma “âncora” monetária, ou seja, metas de limites para agregados monetários (R\$ 7,5 bilhões até setembro e R\$ 8,5 bilhões até dezembro). Quanto ao câmbio, o sistema era o que Bacha (1996) chamou de “banda assimétrica”. Nesse sistema, o BC se comprometia a vender dólares, se a cotação ultrapassasse a paridade de um para um. Abaixo dessa cotação, o câmbio seria livremente determinado pelo mercado. Em uma análise do modelo IS-LM aberto, podemos perceber que a paridade de juros,

$$i = i^* + [(e_{t+1}^e / e_t) - 1]$$

valia até quando $e = 1$, porque a partir daí o BC terá que elevar os juros, apreciando o câmbio. A restrição na paridade de juros pode ser vista no gráfico abaixo:

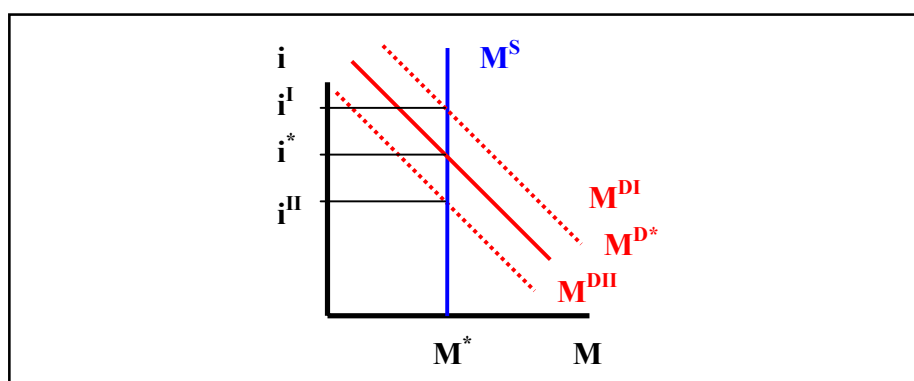


O ministro Ricupero, havia muito, falava não em câmbio fixo e sim em câmbio estável. Mas, verdade era que a maioria dos agentes econômicos esperava a “âncora”

cambial, ou seja, metas para o câmbio. Este modelo já havia sido implantado em muitos países e obtinha relativo sucesso até aquele momento na Argentina, que tinha atrelado sua moeda ao dólar em uma taxa fixa de 1peso/dólar. O câmbio fixo era um modelo que vinha ganhando popularidade por simplesmente abolir a política monetária do país.

Quando o câmbio está fixo, o país deve igualar sua taxa de juros à taxa de juros internacional, ponderando por um prêmio de risco. Assim, falar-se em “âncora” cambial na verdade conjuga-se em “âncora” de juros, na medida em que são estes que farão com que o capital flua de maneira equilibrada. Basta lembrarmos que uma taxa de juros interna muito baixa fará com que o capital saia à procura de maior rendimento, o que significará uma contração monetária e conseqüente aumento de juros até o equilíbrio.

Gustavo Franco (1995), sobre os limites quantitativos da emissão de moeda, lembra que “...diversos economistas recordariam velhas lições dos mestres Mundell e Fleming ao argumentarem que o plano teria uma grave inconsistência ao lançar, simultaneamente, as “âncoras” monetária e cambial...”. As lições dos mestres Mundell e Fleming preconizam que só é possível possuir um dos dois tipos de metas: ou se determina a expansão dos agregados monetários ou a taxa de juros é fixada, o que implicará em estabilidade do câmbio. Isso acontece porque não há controle sobre a demanda de moeda. Assim sendo, se se quer manter um controle sobre a oferta de moeda (ou para a sua expansão), não se pode controlar a taxa de juros, pois essa deverá flutuar para equilibrar a demanda flutuante com a oferta fixa. Este processo pode ser observado no gráfico abaixo:



Por outro lado, se se quer controlar a taxa de juros, pelo mesmo motivo da flutuação da demanda por moeda, a oferta de moeda deve variar de acordo, a fim de manter fixa a taxa de juros. O próprio Banco Central dos Estados Unidos, o Fed, já utilizou as duas

formas de metas, porém nunca de forma clara, e mesmo já tentou controlá-las simultaneamente na década de 70. Quando aparecia uma inconsistência grave entre as duas metas, o Fed adotava como prioridade a taxa de juros. Atualmente, a tendência da maioria dos bancos centrais é controlar a taxa de juros com flutuação livre dos agregados. Normalmente, isso faz parte de um programa de metas de inflação, adotado no Brasil a partir de 1999, mas que está fora do escopo deste ensaio.

Sobre a decisão de não se utilizar “âncora” cambial, várias possibilidades foram aventadas. O presidente Itamar possuía certa aversão ao possível efeito de um câmbio fixo: as altas taxas de juros. Por mais que os juros altos também fossem uma consequência dos limites de expansão monetária, na concepção do presidente, estes seriam encarados de maneira melhor pela população. Além disso, os juros altos podem ter como consequência um aumento da dívida do Governo. Por último, a política de câmbio fixo leva a certa vulnerabilidade à saída de capitais, originando rapidamente profunda recessão.

Outro motivo foi a própria campanha eleitoral do ano de 94. Normalmente, fases de campanha eleitoral são caracterizadas por grande dispêndio de dinheiro e até práticas pouco saudáveis de expansão dos gastos públicos com o intuito de se obter bons resultados eleitorais. Assim sendo, o ideal para que se instituisse um câmbio fixo seria que o controle da política monetária estivesse completamente afastado do meio político, pautado na independência do Banco Central, o que se traduziria basicamente por mandatos fixos para o presidente e a diretoria desta instituição. Isso faria com que o BC se tornasse um órgão eminentemente técnico, isento de pressões políticas. Um Projeto de lei instituindo o BC independente foi formulado pela equipe econômica, mas esbarrou em restrições jurídicas. Fato é, que, pela Constituição, por mais que a prerrogativa de emissão de moeda seja do BC, ela é feita sob concessão do Congresso. É fácil perceber que mesmo um “Conselho da Moeda”, ou seja, um órgão separado do BC e composto só por técnicos, com o objetivo de estabelecer metas de política monetária, teria de ser controlado pelo Legislativo.

A discussão sobre a independência do Banco Central continua ainda hoje no Brasil. É relevante que muitos estudos demonstrem alta correlação entre baixa inflação e independência do BC. É interessante notar como o presidente do BC na época, Pedro Malan, fez diversas declarações afirmando acreditar que seria um dos últimos presidentes de Banco Central sem mandato.

A operação de implementação do real foi feita com grande expectativa. Apesar da confiança de 58% dos brasileiros no sucesso do plano, o Governo temia que o valor de conversão de CR\$ 2.750 por real confundiria a população. O processo foi feito de maneira simples. Toda instituição bancária deveria trocar moedas de qualquer pessoa que se apresentasse, independente do fato de ser cliente. Além disso, grandes estabelecimentos de intercâmbio de moeda, como supermercados, e serviços de utilidade pública receberiam o real antes de sua implementação e já poderiam utilizá-lo nos primeiros momentos de julho. Um telefone, chamado Disque Real, foi criado para sanar dúvidas da população.

Uma questão que gerou muita controvérsia foi o chamado arredondamento. A orientação do Ministério da Fazenda era de que não se fizesse nenhum tipo de arredondamento ou, no máximo, que se fizesse para baixo. Se determinado produto, depois da conversão, passasse a valer R\$1,13, deveria se cobrar este preço. Até seria possível cobrar R\$ 1,10 mas não R\$1,20. É de se salientar que muitos estabelecimentos aproveitaram a conversão do real para aumentar seus preços. Houve dois casos emblemáticos. Um foi o do pãozinho francês e o outro, o das tarifas de ônibus municipais nas cidades do Rio de Janeiro e de São Paulo e no Distrito Federal. O Governo ameaçou com tabelamento as padarias e o preço do pãozinho voltou ao patamar dos 10 centavos.

Já o reajuste das tarifas de ônibus urbanos se caracterizava como um caso mais complicado já que era preço regulamentado pelas próprias prefeituras. O Ministro Ricupero resolveu que, por ser um caso de monopólio (na verdade um mercado sem competição), as tarifas poderiam ser enquadradas nos casos previstos pela Lei Antitruste recentemente aprovada. Problema menor foi a falta de troco que rapidamente atingiu o mercado. Tal questão foi solucionada com a feitura de mais moedas.

Durante todo o mês de julho a cotação do real esteve acima do dólar, com média de 93 centavos de real por dólar. Tal valor, que muitos acreditavam refletir uma sobrevalorização do real em relação ao dólar, fazia parte da estratégia antiinflacionária do Governo. Houve aumento da demanda por bens, principalmente das classes baixas, que, pela primeira vez, não pagavam de forma intensa o imposto inflacionário. Assim, a expansão de demanda pôde, em grande parte, ser suprida por importações, mais baratas devido ao câmbio valorizado.

Aí se apresenta um fator fundamental: o maior grau de abertura do país. Por mais que a participação do setor externo no PIB brasileiro ainda fosse irrisória, a queda do imposto de importação permitiu um aumento da importação de bens estrangeiros. Isto diferenciou o Plano Real do Cruzado. Neste, o aumento de demanda encontrou dificuldades de resposta da oferta. Se as importações não tivessem subido, dificilmente a produção interno teria capacidade de crescer. O nível de investimentos no passado, devido à alta inflação e a imprevisibilidade do ambiente macroeconômico, era muito baixo.

De acordo com a teoria macroeconômica, o componente consumo é fundamental na relação IS, que representa o mercado de bens na economia. Assim sendo:

$$Y = C + I + G + NX, \text{ onde}$$

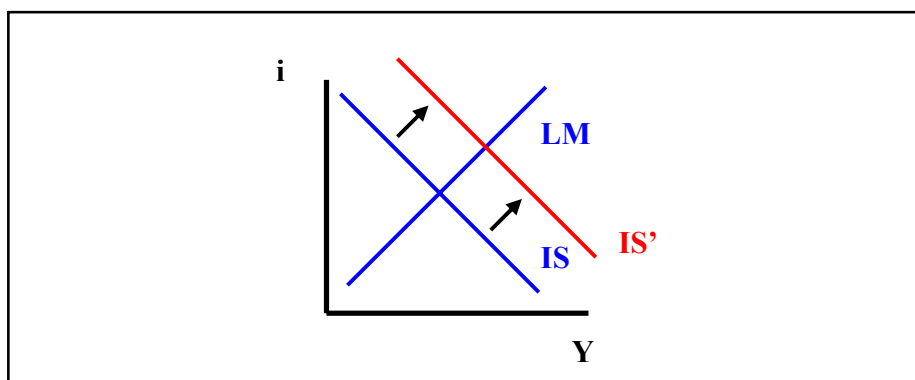
$$NX = X - M$$

$$C = c_0 + c_1(Y - T)$$

Para completar o modelo, basta a equação da LM, o mercado financeiro:

$$(M/P) = L(Y, i)$$

Se tomarmos a inflação no sentido estrito de imposto inflacionário, ou seja, uma componente do termo T , é claro que uma redução nesta vai acarretar um aumento da renda disponível e do consumo. O deslocamento da IS pode ser visto no gráfico abaixo:



Como explicamos acima, se mantivermos Y constante, um aumento em C deve ser compensando pela diminuição de I , G ou NX . O câmbio valorizado e o barateamento das importações mostraram que a opção do Governo foi a redução de NX . Obviamente, a intenção da equipe econômica não era fomentar um processo inverso de substituição de importações, o que levou o ministro Ricupero a falar em sentido didático e não punitivo da redução das alíquotas de importação. Os setores que demonstrassem estar buscando maior

produtividade e menores repasses aos preços poderiam ter as alíquotas de importação para seus competidores aumentadas e de seus insumos reduzidas.

Por outro lado, o câmbio poderia comprometer a competitividade das exportações. Para isso, o Governo aventou várias vezes a possibilidade de se criar um programa de incentivo às exportações. Este foi sucessivamente adiado pois previa certa renúncia fiscal, o que poderia comprometer o equilíbrio fiscal. O café é um caso emblemático. Tradicionalmente um produto exportável brasileiro, o café também possui certa importância na cesta básica do brasileiro. Desta forma, tem-se uma correlação positiva entre o preço internacional do café e o preço da cesta básica brasileira. O mecanismo se processa da seguinte maneira: com o preço do café em alta no mercado internacional, os cafeicultores destinam sua produção ao exterior, causando escassez no mercado interno e conseqüente aumento do preço.

Em julho de 94, uma grande geada atingiu os cafezais brasileiros, principalmente em Minas Gerais, fazendo com que o preço internacional subisse. O Governo, preocupado com o fenômeno, aproveitou-se do relativo controle que possuía sobre o mercado de café para eliminar este fator de pressão inflacionária (que, em nosso modelo, configura-se como a componente *a*). Primeiramente, suspendeu em várias ocasiões os registros de exportação de café, obrigando a venda interna. Além disso, liberou grandes quantidades de café estocadas em seus armazéns. Esta atitude era triplamente proveitosa para o Governo, pois, além do controle dos preços internos, obtinha-se receita da venda do café e diminuía-se o custo de armazenagem. Cogitou-se inclusive em taxar as exportações de café com uma tarifa de 43%, medida que encontrou muita resistência no Ministério de Indústria, Comércio e Turismo e foi vetada pelo presidente.

Nesse sentido, percebe-se que o Governo, especificamente a equipe econômica, estava dedicado de forma integral ao combate à inflação, sendo que qualquer outra área não era vista como prioritária. Algo tão relevante como exportações era colocado em segundo plano quando se tratava de controlar os preços. O poder dado pelas medidas provisórias fornecia muita flexibilidade ao executivo para legislar em assuntos de ordem econômica e qualquer outro assunto que pudesse interferir com aquela. A própria medida provisória 542, que instituiu o Real, só se tornou lei em junho de 95, ou seja, um ano depois de sua

primeira publicação. Alguns comentaristas chegaram a falar em “hipertrofia decisória do Ministério da Fazenda”.

Outro fator que facilitou em muito o controle de gastos foi, ironicamente, a não aprovação do orçamento de 94. Nesses casos, o procedimento previsto em lei é que se possa gastar um duodécimo dos recursos a cada mês. Desta forma, a liberação de verbas no ano de 94 não era amparada por um orçamento previamente aprovado pelo processo político. Qualquer gasto deveria possuir a autorização do Ministério da Fazenda, que efetuava um controle de “boca de caixa” rígido. O não cumprimento por parte do Legislativo de suas atribuições constitucionais legou ao Executivo poderes extraordinários muito importantes para manter a austeridade fiscal durante a implementação do Real.

Uma medida importante contida na MP do Real foi a criação do Fundo de Amortização da Dívida Mobiliária Federal. Este fundo seria criado com o dinheiro proveniente da venda de ações de estatais (como Petrobrás, Telebrás, Eletrobrás e CVRD). Esse processo, que seria controlado pelo BNDES, teria como objetivo a quitação de alguns títulos da dívida do Governo. Caracterizava-se, portanto, como o primeiro passo para um ajuste fiscal permanente.

Segundo Período (agosto de 1994 a dezembro de 1994)

O mês de agosto foi constituído de provações. Com o sucesso inicial do plano, muitos setores começaram a demandar benesses. O maior problema era o índice escolhido pelo Governo, o IPC-r, ou Índice de Preços ao Consumidor, série real. Apesar de vários índices apresentarem valores para agosto próximos a zero, inclusive, em alguns casos, chegando a deflação, o IPC-r apresentava resultados acima de 5%. Como este índice havia sido escolhido como parâmetro de reajuste de salários, dissídios de grandes categorias (como petroleiros, bancários e portuários) ameaçavam pedir reposição salarial e greve caso a demanda não fosse atendida. A utilização do IPC-r como parâmetro se apresentava como um corpo estranho em um plano que tinha como principal meta a desindexação da economia. Isto só foi utilizado para facilitar a aprovação do projeto no Congresso. A MP previa que cada categoria receberia um reajuste de acordo com o IPC-r em sua data-base. Completado um ano de Real, e com todas as categorias contempladas com ajustes, em julho de 1995, os reajustes salariais seriam liberados para livre negociação entre patrões e empregados. Na tabela abaixo, encontra-se a inflação medida pelo IPC durante o ano de 1994. Note que o mês de julho sofre uma contaminação devido a um aumento dos preços ainda em URV.

Ano de 94	Inflação (%)
Julho	32,449
Agosto	2,602
Setembro	1,458
Outubro	2,646
Novembro	3,109
Dezembro	1,114

Fonte: IPEADATA

Além disso, havia pressões advindas de dentro do próprio Governo. Uma oriunda da vontade pessoal do presidente em realizar projeto de transposição das águas do rio São Francisco, para beneficiar as comunidades que conviviam com o problema da seca, principalmente no nordeste. Outra, relativamente aos militares, que, muito próximos ao presidente, estavam desejosos de um aumento de 38% nos soldos. O ministro Ricupero sabia que não havia verbas para o pagamento de tal reajuste.

Quanto ao projeto de transposição das águas do rio São Francisco, não apresentava problemas imediatos para o orçamento, na medida em que se caracterizava como um projeto de longo prazo, com poucos custos iniciais. Assim sendo, não haveria grande comprometimento fiscal por parte do Governo Itamar, que já estava perto de seu fim. O ministro, porém, julgava que a aprovação de tal projeto demonstraria pouca vontade por parte do Governo de sustentar o equilíbrio fiscal, o que abalaria a confiança no plano.

Um outro problema surgia na agricultura. Esta era tradicionalmente subsidiada pelo Governo na forma de crédito e incentivos à modernização. Estes programas tiveram bons resultados e o Brasil obteve grandes safras em alguns produtos no primeiro semestre de 94. Neste momento, porém, o câmbio valorizado tornou os produtos importados ainda mais competitivos que os brasileiros. Assim, por mais que houvesse abundância na oferta de produtos agrícolas internos, preferia-se estocar estes e comprar os importados.

Entre o final de agosto e o início de setembro, o ministro Ricupero se envolveu em um escândalo e foi demitido do cargo. Em sua substituição, o presidente Itamar Franco designou Ciro Gomes, que deixou o Governo do Ceará, para assumir em 8 de setembro. Ciro Gomes possuía um estilo mais impetuoso do que Ricupero e de imediato criou uma comissão interministerial com os titulares das pastas do Trabalho e da Indústria, para discutir os efeitos da redução das alíquotas de importação em diversos setores.

Desde julho, mesmo com uma série de medidas de contenção, o consumo continuava a aumentar. Este resultado foi contrário às expectativas de muitos analistas, que previam um forte efeito recessivo advindo do plano. Em agosto, as vendas de televisores subiram 85%. A expansão da demanda por bens já era esperada pelo Governo e foi sustentada pelo aumento das importações, como acima explicado. A magnitude deste aumento, no entanto, foi subestimada. Desta forma, mesmo com as importações entrando no país de forma avassaladora, em alguns setores produtos começavam a faltar ou só eram comprados mediante o pagamento de ágio.

Este consumo surpreendente também repercutiu na previsão feita pelo Governo da quantidade de dinheiro que as pessoas utilizariam depois do Real. Com o processo inflacionário, a tendência é que se utilize cada vez menos moeda. Na medida em que o dinheiro depositado no banco é imediatamente transferido para os Fundos de Aplicação

Financeira (FAF's), que rendem correção monetária, o indivíduo muda seus hábitos para utilizar no cotidiano o mínimo de moeda possível.

Com o fim do processo inflacionário, esta prática termina e é comum a remonetização da economia. No caso do Brasil, em que a inflação já se encontrava em patamares altos há anos, a previsão de quanta moeda os agentes demandariam era tarefa complicada e altamente sujeita a erros. Soma-se a isso o fato de que certas inovações financeiras (como o cartão de crédito) permitiriam que a economia funcionasse com menos encaixes reais. Com o aumento do consumo, havia necessidade de mais moeda para se utilizar nas transações criadas. Em decorrência disto, todas as metas de emissão de moeda presentes na MP do Real foram estouradas, inclusive contando com adicional de 20% previsto sob autorização da CMN.

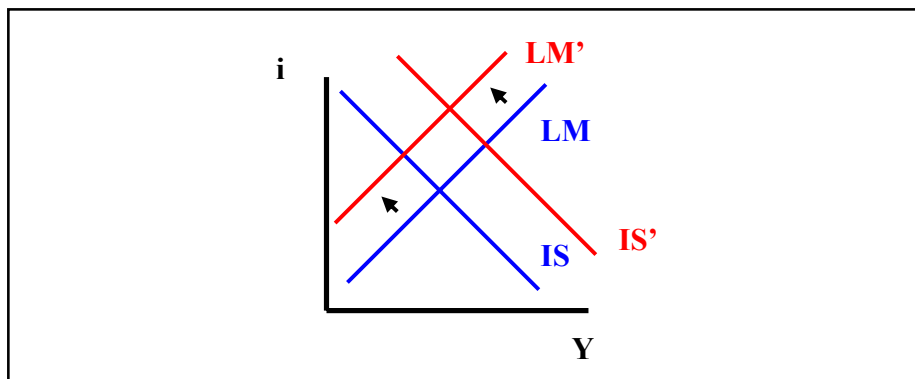
A situação era drástica na medida em que a capacidade ociosa da indústria rapidamente diminuía e em breve poderia se entrar em processo de inflação de demanda. O Governo utilizou várias estratégias para tentar diminuir o consumo, principalmente em relação à restrição de crédito.

Pela teoria econômica clássica, o Banco Central possui três instrumentos para controlar a variação dos agregados monetários: a própria taxa de juros, o depósito compulsório e a taxa de redesconto. O depósito compulsório foi utilizado de maneira sistemática desde julho. Os depósitos à vista e à prazo estavam sujeitos às taxas, respectivamente, de 100% e 20%. A grande vantagem da utilização do compulsório sobre os juros é que não se tem comprometimento tão grande da dívida pública.

Os juros, em adição, também apareciam como uma armadilha de política monetária. Se utilizados para frear o consumo, levando a aplicações em caderneta de poupança, teriam como consequência a atração de capitais estrangeiros, o que pressionaria ainda mais o real. Para combater esse problema, permitiu-se que brasileiros investissem no exterior. Esse procedimento foi pouco utilizado justamente porque os juros internos eram maiores que os juros externos. Uma solução encontrada foi taxar a entrada de capitais, subindo a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). As elevadas taxas de compulsório, por outro lado, causaram problemas em vários bancos públicos estaduais. Os que apresentaram maior vulnerabilidade foram o Banespa e o Banerj. O Banespa, que de forma reiterada vinha sendo financiado pelo Bradesco, não conseguiu arcar com as taxas e ficou perto da

insolvência. O Governo foi obrigado a correr ao auxílio dos dois bancos estaduais, assim como à Caixa Econômica Federal e o Banco do Nordeste do Brasil.

Na análise do modelo IS-LM, todas essas políticas monetárias refletem diretamente no equilíbrio do mercado de moeda, na medida em que alteram a oferta monetária (M). O modo de operação do Governo corresponde a uma restrição monetária, o que é representada por um deslocamento da curva LM para a esquerda.



Já a taxa de redesconto constituía uma peculiaridade. A referida taxa serve como taxa de empréstimo do Banco Central a determinado banco, que se encontra ilíquido. Em tese, quanto maior a taxa, menos os bancos se arriscarão a ficar ilíquidos, pois o custo será maior. Na prática, porém, a taxa de redesconto no Brasil era zero ou inexistente. No regime de alta inflação, qualquer problema referente à liquidez era imediatamente compensando, o que se chamava de *zeragem automática*. Isso acontecia porque os bancos não possuíam reservas voluntárias no BC. Como este operava mantendo fixas as taxas de juros, tudo o que um banco ilíquido tinha de fazer era colocar um título no mercado. Para manter a taxa de juros fixa, o BC automaticamente comprava este título, fornecendo os recursos necessários ao banco. O mesmo processo se dava caso a União colocasse títulos no mercado para financiar seu déficit. Percebe-se que a política monetária era passiva já que a *zeragem* não deixava de constituir uma expansão sem limites da base monetária. Depois do plano, recorrer ao redesconto não era usual, pois servia como sinalização de problemas estruturais.

Setembro também foi o mês do acirramento da campanha presidencial. Os dois candidatos com maiores intenções de voto nas pesquisas eram Fernando Henrique Cardoso

e Luis Inácio Lula da Silva. A vitória de cada um levaria a cenários de condução da política econômica diversos. Fernando Henrique, o “candidato do Real”, representava uma linha mais ortodoxa, com uma visão mais amigável aos mercados. Se saísse vitorioso, os investidores internacionais apostavam que haveria um ciclo de reformas e privatizações, que equacionaria de forma definitiva os problemas estruturais do país.

O tema das reformas, que não parece se esgotar no Brasil, ganhava força junto com as eleições. O ajuste feito pelo FSE era temporário. Problemas sérios nas contas públicas e especificamente na previdência deveriam ser atacados de forma profunda, e para isso seriam necessárias reformas que alterassem descompassos entre receitas e despesas, criados pela Constituição de 88, e privatizações, que gerariam a receita requerida para os períodos de transição entre os regimes pré e pós-reformas. Em relação a isso, Edmar Bacha, a época, assessor especial do Ministério da Fazenda, declarou: “O programa só garante o fim da inflação, crescimento econômico depende de reformas estruturais”.

Luis Inácio era encarado com desconfiança pelos mercados. O candidato tinha sua ideologia pautada em matizes sindicais e socialistas. À época, o candidato se colocou contra o Plano Real, que julgava recessivo, por este ser a principal bandeira de seu adversário. A campanha presidencial deixou o país em compasso de espera. Os investidores preferiram tirar os dólares do país, o que acarretou uma grande saída da moeda na semana anterior ao pleito. Os metalúrgicos do ABC e os petroleiros entram em greve por reajuste salarial. No segundo caso, a greve foi considerada abusiva pela justiça trabalhista e foi retaliada pelo corte do ponto dos grevistas. Muitos analistas viram nestas greves tentativas de influir sobre o resultado das eleições presidenciais.

Também foi colocado neste rol o aumento do mínimo de 64,79 para 70 reais. O valor de R\$64,79 foi uma conversão feita pelo valor de 2.750 cruzeiros por real e tinha como consequência grandes dificuldades em relação ao pagamento de aposentados, que não poderia ser feito em caixas eletrônicos. A mudança não foi um simples arredondamento e sim um aumento real do salário mínimo, com o objetivo de compensar o resíduo inflacionário dos meses de julho e agosto.

Um efeito não esperado do plano, constatado no mês de setembro, foi o aumento das exportações. É sabido que o câmbio estava em um patamar que caracterizava sobrevalorização. Esta situação torna as exportações brasileiras mais caras e as importações

mais baratas. Dependendo da sobrevalorização, pode-se inclusive incorrer em um déficit na balança comercial. Essas movimentações no comércio exterior são esperadas no médio prazo, na medida em que no curto prazo muito contratos fechados anteriormente à mudança de regime ainda estavam vigentes. Basta sabermos que o prazo médio dos Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC's) era de 180 dias.

Curiosamente, as importações também não sofreram nenhum tipo de mudança no curto prazo. Sabemos que em casos de mudança do câmbio real, as importações sofrem dois efeitos distintos. Um é a mudança ocorrida na demanda nacional pelos produtos estrangeiros. Este efeito é fraco no curto prazo, sendo mais percebido depois de um certo intervalo de tempo. Por outro lado, o valor das importações muda no curto prazo, pois, pela mudança do câmbio, deve-se pagar mais ou menos pela mesma mercadoria já em via de importação. A condição de Marshall-Lerner garante que o primeiro efeito se sobreporá ao segundo no ajuste de médio prazo. No curto prazo, porém, é possível que o segundo seja mais forte, e o ajuste se processará aos poucos.

Desta forma, é comum o efeito conhecido como curva J, que demonstra perfeitamente a dinâmica de ajuste. Assim, por exemplo, uma valorização pode, no curto prazo, causar um encarecimento no valor das importações, o que comprometeria a balança comercial nos períodos iniciais do plano. Os dados mostram que não ocorreu a possível Curva J “invertida” e as importações se mantiveram por três meses nos mesmos níveis de junho de 94, aproximadamente US\$ 2500 milhões. Esse quadro se reverteria a partir do mês de outubro. A tabela abaixo demonstra os números em milhões de dólares (FOB).

Ano de 94	Exportações	Importações
Abril	3635	2152
Maio	3862	2625
Junho	3728	2499
Julho	3738	2514
Agosto	4282	2776
Setembro	4162	2641
Outubro	3842	3186
Novembro	3706	4115
Dezembro	3714	4523

Fonte: IPEADATA

A vitória de Fernando Henrique no primeiro turno, com 54% dos votos, foi encarada como um aval de aprovação da população ao Plano Real. Esperava-se que o novo Governo,

que começaria seu mandato no primeiro dia do ano de 1995, aprofundasse ainda mais a implementação do plano, iniciando a chamada quarta fase deste. Não obstante, problemas ainda surgiam e poderiam comprometer de maneira drástica a tentativa de desindexação da economia.

Vários produtos agrícolas e gêneros alimentícios estavam sofrendo movimentos especulativos. Muitos pecuaristas estavam retendo bois gordos no pasto, o que trouxe a lembrança do Plano Cruzado. O feijão, bem de extrema importância na cesta básica brasileira, sofreu várias altas consecutivas. O motivo alegado era a seca que atingiu as regiões produtoras. O aumento do preço foi muito maior do que seria justificado. Desconfiava-se que intermediadores de feijão, grupo extremamente concentrado, estivessem guardando grandes estoques da leguminosa para forçar a alta do preço. Para incentivar a desova desses estoques, o ministro Ciro Gomes zerou a tarifa de importação. Estes fatores e outros fizeram os componentes alimentos, aluguel e vestuário pressionarem o IPC-r.

Os alugueis subiam por um fator específico: a volta da denúncia vazia. Esta é uma figura de direito que permite que o proprietário peça o imóvel de volta no final do contrato, mesmo que o inquilino tenha cumprido todas as regras deste. Antes da denúncia vazia, vigorava a denúncia motivada, em que o proprietário só podia pedir o imóvel de volta para uso próprio ou de familiares. A denúncia vazia era mais condizente com as leis do mercado, na medida em que muitos proprietários preferiam deixar os apartamentos vazios a alugar sob o regime da denúncia motivada. Por mais que a denúncia vazia já vigorasse desde 92, ela começou a gerar problemas em 94, quando, em um momento de incerteza sobre preços relativos gerado pelo plano, muitos proprietários optaram por pedir a saída dos inquilinos. Isso causou pressões sobre os preços, pois os aluguéis aumentavam sob ameaça de denúncia vazia.

Também havia problemas no sistema bancário. Seis bancos privados médios e três bancos públicos estaduais estavam recorrendo reiteradamente ao redesconto do BC. Além das preocupações em relação à crise sistêmica no mercado financeiro, essas operações de redesconto poderiam gerar expansão da base. O BC concedeu prazo de 60 dias para os bancos privados sanarem a situação por meio de venda de ativos, sob pena de liquidação. Já

os bancos estaduais tiveram seus ajustes postergados para data posterior à posse dos governadores eleitos para 95.

Por outro lado, o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF) obteve altas arrecadações a partir de julho. Havia expectativa por parte da receita sobre a redução em grandes proporções da arrecadação decorrente da queda da inflação, que leva à menor necessidade de movimentações financeiras. Ao que parece, a queda da inflação, associada à imagem de estabilidade, causou um aumento expressivo das aplicações no mercado brasileiro, o que refletiu na arrecadação do IPMF.

Quanto ao consumo, a expectativa do Governo era de que este tenderia a diminuir a partir de outubro. Duas análises justificavam este ponto de vista. A primeira se referia ao endividamento dos consumidores. Como grande parte do consumo era de classes mais baixas, era natural que a compra de bens de consumo duráveis fosse feita com financiamentos de longo prazo. Assim, com a renda comprometida, provavelmente estes agentes deixariam de consumir a partir de determinado momento.

A segunda explicação partia da observação de outros países que haviam passado por experiências recentes e semelhantes de estabilização, especificamente a Argentina. Observava-se que, depois da estabilização, três fases progressivas de consumo eram identificadas. A primeira, que já estava acontecendo no Brasil, era a de bens duráveis. Depois desta fase, a euforia do consumo passava para as classes mais altas, que gastavam principalmente em roupas, restaurantes e serviços no geral. De certa forma, a alta do componente vestuário previamente citada já era um indício de que isto poderia estar acontecendo. A terceira fase, já no médio prazo, se caracterizava pelo aumento da demanda por viagens internacionais. De certa forma, esta fase foi um pouco antecipada no Brasil pelo nível excepcionalmente valorizado do câmbio.

Essas esperanças não se confirmaram. O sinal de alerta foi dado quando se constatou que os níveis de todas as aplicações financeiras, incluindo poupança, CDB's, RDB's, fundos em commodities, estavam caindo. A queda na poupança foi do nível de R\$ 276 milhões. Além disso, as vendas aumentaram 30% em relação ao mesmo trimestre de 1993.

Ao Governo não restou outra alternativa senão baixar um pacote anticonsumo em 19 de outubro. Este pacote, além do supracitado objetivo de conter o consumo, também

continha medidas para reduzir o excesso de dólares na economia brasileira. O lançamento do pacote recebeu muitas críticas por se situar pouco tempo depois das eleições. Os críticos apontaram que o adiamento de medidas urgentes de ajuste foi feito para beneficiar o candidato Fernando Henrique. Algumas das medidas significativas do pacote são as seguintes:

1. Os bancos foram proibidos de emprestar dinheiro para administradoras de cartão de crédito e empresas de compra de faturamento.
2. Os clientes de cartão de crédito não puderam mais parcelar as compras. Tornava-se obrigatório o pagamento do débito no vencimento.
3. Os bancos mais não puderam conceder empréstimos por prazo maior do que três meses, com exceção para crédito de longo prazo, como o rural.
4. Estava proibida a formação de grupos de consórcio de eletrodomésticos e aparelhos eletrônicos. Os consórcios de automóveis tiveram o prazo máximo reduzido para 12 meses.
5. Bens escassos deveriam ser distribuídos por sorteio, e não por leilão.
6. Ficou suspensa a criação de novas administradoras de crédito.
7. Acabaram os limites para remeter ou levar recursos ao exterior, inclusive para turistas e pagamento de cartão de crédito.
8. As aplicações de capital estrangeiro em fundos de renda fixa começaram a sofrer tributação de 9% de IOF. A entrada de capitais estrangeiros através de bolsas começou a sofrer tributação de 1%. A captação de divisas através da colocação de papéis no exterior começou a ser taxada em 7%.
9. O prazo máximo para o pré-financiamento das exportações (ACC's) caiu de 180 para 90 dias antes do embarque da mercadoria.

Como se percebe, grande parte das medidas (1,2,3 e 6) era de tentativas claras de dificultar o acesso ao crédito. Outras, como a quarta, regulavam diretamente métodos criados para permitir o acesso a bens de consumo duráveis. A quinta medida vinha a combater principalmente o ágio, ou seja, a tentativa de cobrar mais por determinado bem em falta no mercado. As três últimas medidas tinham como intenção a diminuição do excesso de dólares na economia brasileira.

A última medida demanda atenção especial. O mecanismo dos ACC's funciona como espécie de adiantamento feito pelos exportadores. Como se sabe, os exportadores recebem em dólares, que deverão ser trocados por reais. O ACC consiste em adiantamento desta troca, ou seja, o exportador fecha o ACC e recebe imediatamente certa quantia em reais. Quando o produto embarca e ele recebe a receita em dólar, ela deve ser repassada para quem está com o ACC. Há limites temporais para este tipo de contrato. Neste caso, a partir do pacote, o adiantamento poderia ser no máximo de 90 dias.

O que se estava fazendo em outubro de 94 era uma espécie de especulação com esta operação. Muitas firmas estavam fechando ACC's sem ter nenhuma mercadoria. Com os reais adiantados, aplicava-se nos mercados. Devido aos altos rendimentos gerados pelos juros altos, a operação era altamente lucrativa. Quando chegava perto do fechamento do contrato, a firma comprava qualquer tipo de mercadoria no mercado e exportava. Esta procura por mercadorias para exportação estava causando ágios de até 15%. A medida do pacote visava exatamente dificultar este tipo de mediação, já que o prazo máximo encurtado tornava mais difícil obter rendimentos no mercado e comprar mercadorias para exportar.

Além dos altos lucros, esta operação era muito popular pois não caracterizava nenhum tipo de depósito e assim estava livre de compulsórios. Do ponto de vista do BC, esta era uma brecha muito grande por onde o crédito estava se expandido, o que poderia comprometer o controle da demanda. Por este motivo, o BC instituiu um compulsório sobre qualquer tipo de empréstimo, adiantamento ou financiamento feito por instituições financeiras, inclusive cheque especial e pré-datado. Os únicos empréstimos isentos eram aqueles feitos pelo BNDES e para o exterior. Na circular em que foi instituída a regra, o BC comentou que ela significava um “elogio à criatividade do sistema bancário brasileiro”. A FEBRABAN, porém, previu que o novo compulsório significaria um aumento de 8 a 10% nos juros dos bancos.

O Governo temia que, mesmo com o pacote anticonsumo, a demanda continuasse aquecida. De fato, a falta de crédito poderia ser compensada pelo próprio comércio, que sempre busca alternativas. As empresas estavam muito líquidas pelas vendas a partir de julho e poderiam elas mesmas financiar o consumo. Isto causaria um outro problema para o

BC: os empréstimos informais, sem intermediários financeiros, estavam fora do controle da instituição.

Ainda, por mais que estas medidas freassem o consumo, elas poderiam não ter nenhum efeito sobre os preços de aluguéis e alimentos. Isto ocorria porque aluguéis são um mercado diferente daqueles dos bens atingidos pelo pacote e alimentos normalmente não dependem de crédito para compra. Não obstante, as medidas reforçaram a credibilidade do Governo e as vendas caíram 18% imediatamente após a restrição de crédito.

Se o problema do excesso de demanda estava parcialmente contornado, a expansão da base monetária além das metas definidas estava se mostrando quase uma rotina. No mês de outubro, a meta ultrapassou em R\$ 2,8 bilhões o limite pré-estabelecido de R\$ 10,2 bilhões (R\$ 8,5 bilhões mais 20% autorizáveis). O BC então aumentou a meta para R\$ 17,4 bilhões. De qualquer maneira, este expediente não poderia ser eternamente utilizado, pois retirava credibilidade do BC e trazia desconfiança aos agentes sobre a inflação futura.

Decidiu-se que teria de se mudar o agregado monetário, pois a expansão da base era altamente imprevisível, pelos motivos já explicados. O agregado escolhido foi o que se chamou de base ampliada, muito próximo do M4. Este agregado incluía títulos públicos (como BBC's), que eram muito líquidos e configuravam quase-moeda. A última Medida Provisória do Real, transformada em lei em junho de 1995, teve suas metas para a emissão de reais, no trimestre outubro-dezembro, alteradas para 13,33% sobre o saldo de 30 de setembro de 1994 e a inclusão do limite de crescimento percentual nulo para as emissões de reais no conceito ampliado.

Uma medida de grande importância promulgada no mês de novembro foi o lançamento da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). Esta taxa, inexistente anteriormente no Brasil, era destinada aos empréstimos de longo prazo, como os do BNDES, e à remuneração das contas do PIS/PASEP e do FAT. A taxa era calculada como a média trimestral dos títulos da dívida externa e interna. O valor inicial foi fixado em 26% até fevereiro de 95. O objetivo era que a taxa passasse de trimestral a semestral no médio prazo e chegasse a ser anual em um período mais longo de tempo. Esta medida era significativa porque instituíva um parâmetro de longo prazo no mercado de títulos brasileiros e substituía a Taxa Referencial (TR), o que aprofundaria ainda mais o processo de desindexação. Esta, por mais que perdesse em importância, ainda corrigiria a poupança.

O fim da TR era almejado por muitos dos formuladores do Plano Real. Eles acreditavam que ela, a UFIR e o IPC-r não eram compatíveis com um país em estabilidade. Esta incompatibilidade advinha do fato que a TR indexava a poupança, a UFIR indexava os impostos e o IPC-r indexava os salários. Como já visto, o fim da correção dos salários pelo IPC-r já estava marcado para junho de 95, quando seria instituída a livre negociação entre patrões e empregados. Muitos membros da equipe econômica pensavam em adiantar esta data para o início de 95, depois de dar um reajuste salarial para todas as categorias.

Quanto à UFIR, estava congelada desde julho. A MP do Real estipulou que a aplicação da UFIR ficaria interrompida até dezembro. Também foi extinta a UFIR diária a partir de setembro. A idéia era alongar o prazo de correção da UFIR para mostrar credibilidade na economia. Alguns conflitos com a Receita Federal tiveram de ser resolvidos, pois o resíduo inflacionário acima de zero nos meses posteriores a julho implicou em perda real nas arrecadações tributárias. Uma medida adicional foi a proibição de correção de prêmios de seguros, o que acabou com a indexação neste mercado.

No mês de novembro, o BC resolveu abrandar um pouco as restrições de compulsório. Os depósitos a prazo só teriam compulsório de 30% recolhido a partir da quantia de R\$15 milhões. Até este mês, este mínimo era R\$10 milhões. Estas medidas foram tomadas para beneficiar pequenas instituições bancárias, que se encontravam em dificuldades desde o lançamento do plano.

Além disso, desde outubro, o BC vinha intervindo pontualmente no mercado de câmbio, normalmente vendendo dólares. Em 29 de novembro, o BC vendeu US\$100 milhões. Estava começando a ficar claro que a estratégia do BC não era estipular um piso para o dólar (o teto já estava definido em 1R\$/US\$), mas simplesmente evitar oscilações bruscas na cotação da moeda.

Curiosamente, o BC nunca teve que intervir para manter o teto, pois a cotação do real da partir de julho não chegou perto de 1 para 1. Por outro lado, todos os possíveis pisos para o dólar foram quebrados sem intervenção do BC. O mínimo que permaneceu por mais tempo foi a cotação ao redor de R\$0,85 por dólar, que também foi rompida depois de um certo intervalo de tempo. As médias mensais para a compra do dólar comercial estão na tabela abaixo:

Ano de 1994	R\$ / US\$
-------------	------------

Junho	0,8326
Julho	0,9248
Agosto	0,8966
Setembro	0,8632
Outubro	0,8440
Novembro	0,8398
Dezembro	0,8481

Fonte: IPEADATA

O BNDES, no mesmo período, arrecadou R\$91 milhões, provenientes da venda de ações de estatais. Este dinheiro foi diretamente passado para o FSE. Já a greve dos petroleiros chegou finalmente ao desfecho. Poucos objetivos foram atingidos, pois a greve foi considerada abusiva. Baseados neste julgamento, o presidente Itamar e a própria diretoria da Petrobrás cortaram o ponto dos grevistas e tomaram outras medidas para enfraquecer o movimento. Por parte do resto do mundo, constatou-se uma alta mundial no preço de matérias primas. Alumínio, aço e cobre tiveram aumentos médios de 15%.

Dezembro de 94, como todos os meses finais de um mandato, foi caracterizado pelo “apagar das luzes” do Governo Itamar. A mídia dispensou grande parte de sua atenção à nomeação dos nomes do próximo gabinete. Como o Plano Real havia sido um determinante da eleição de Fernando Henrique, o grande interesse era em relação aos membros da equipe econômica. Por um lado, havia a necessidade de continuar com o processo de desindexação da economia. Não havia dúvidas de que os mais indicados para esta tarefa seriam os próprios formuladores do plano, muitos ainda presentes na equipe do ministro Ciro Gomes.

Existia, todavia, como sempre, parte do empresariado e exportadores demandando políticas mais agressivas no sentido do crescimento. Este grupo, altamente avesso às altas taxas de juros e ao câmbio valorizado, julgava que, a partir da estabilização alcançada, era necessário tomar um novo rumo.

Fernando Henrique, tentando agradar tanto à “gregos como troianos”, nomeou o então presidente do BC Pedro Malan para o Ministério da Fazenda. Em seu lugar no BC foi nomeado Pérsio Arida, que até o momento era presidente do BNDES. Estas indicações para cargos chaves na condução da política econômica demonstravam que Fernando Henrique estava mais inclinado a acreditar que a estabilização era o caminho a ser seguido, e que o processo ainda estava longe do seu fim. Para o Ministério do Planejamento o futuro presidente nomeou o senador eleito José Serra, nome simpático aos empresários.

Em verdade, o debate acima descrito é falso, pois toma como certa a dicotomia entre estabilidade e crescimento. A atitude mais acertada, do ponto de vista empírico, é o da estabilidade como condição necessária ao crescimento.

O Governo Itamar ainda tomava as últimas medidas. No último mês do ano, andou-se mais um passo na desindexação: a tabela de descontos do Imposto de Renda (IR) foi fixada em reais, depois de anos contabilizada em UFIR's. Era um sinal forte de desindexação, pois o IR era uma das principais fontes de receita tributária. A própria UFIR seria doravante contabilizada trimestralmente, com os atrasos de pagamento de impostos punidos com multas. A União também bloqueou os repasses de recursos a 13 estados da federação, entre eles São Paulo e Ceará. Tais estados não haviam pagado títulos estaduais colocados no mercado externo. Como a União era avalista dessas operações, foi obrigada a saldá-las.

O BC flexibilizou um pouco as restrições de compulsório. As operações de crédito agrícola foram isentadas de compulsório e também de prazos máximos para empréstimos. Além disso, o compulsório sobre depósitos à vista e à prazo foram reduzidos, respectivamente, para 90% e 27%.

Ainda no final do ano, o Plano Real foi atingido pelo seu primeiro teste externo: a crise mexicana. O México, que já havia passado por um processo de estabilização, estava enfrentando graves problemas e foi obrigado em poucos dias a fazer uma maxi-desvalorização de 15% no peso, com congelamento de preços. Tendo em vista que o câmbio permanecia pressionado, o país deixou sua moeda flutuar livremente.

Isto causou insegurança nos investidores internacionais sobre a condição de mercados emergentes e muitos começaram a retirar seus capitais do Brasil. Se antes da crise, o BC promoveu raras intervenções de venda de dólares, apenas no dia 23 de dezembro, a instituição foi obrigada a intervir dez vezes, a fim de conter a moeda americana, em um valor total de US\$ 700 milhões.

Conclusão

O Plano Real alterou de maneira significativa a estrutura da economia brasileira. O que se buscou, no presente trabalho, foi demonstrar que o plano teve significado maior do que o de simples pacote fechado, com sucesso garantido, a partir do correspondente lançamento. Pelo contrário, o plano se constituiu em um processo árduo, em uma luta travada cotidianamente antes e depois de seu surgidouro. Muitas vezes, as decisões tomadas foram altamente impopulares. Além disso, como em quase todos os casos da política econômica, qualquer passo era dado no escuro, pois não se sabia ao certo quais seriam as conseqüências reais de cada ato.

O Plano Real também logrou colher sucessos frente às mais adversas situações. Além da crise mexicana, as secas e as geadas enfrentadas ao longo de 94 trouxeram grande escassez de importantes gêneros alimentícios. Carne bovina, frutas, verduras, legumes, (incluindo aí o feijão), que nos últimos três anos tinham sofrido redução nos seus preços, no ano de 94, foram atingidos por aumentos de 20% a 40% em média. Os próprios comentários do presidente Itamar muitas vezes contrariaram a equipe econômica.

É curioso notar como há uma relação de dependência entre o processo econômico e o processo político. Fernando Henrique foi eleito no primeiro turno com 54% dos votos, em grande parte devido ao sucesso do plano até outubro de 94. Por outro lado, a própria implementação do plano só se deu graças a condições políticas razoáveis a partir de 93. Mesmo considerando-se as periódicas e infelizes declarações do presidente Itamar, deve-se levar em conta o mérito da escolha da equipe econômica e a possibilidade de sua sustentação ao longo de todo o processo.

Ainda que tenhamos interrompido nossa análise no final de 94, muitas decisões ficaram em aberto. Um exemplo é o reajuste do salário mínimo, que foi feito de em maio de 1995, passando para o patamar de R\$100, decisão que vinha sendo adiada desde o fim do Governo Itamar. Mais do que simples decisões, ainda eram necessárias reformas.

O alívio temporário obtido pela receita do IPMF terminaria no final do ano, dada a impossibilidade de prolongar a vigência do imposto. Havia, além disso, a ameaça de déficit na balança comercial, que já começava a ser sentida graças à valorização prolongada do

real. Para sanar tal problema, principiava a formulação de um sistema de bandas cambiais implementado posteriormente.

O sistema bancário precisava se adaptar aos tempos de baixa inflação. Falhas graves eram apontadas principalmente nos bancos estaduais. Pêrsio Arida, na sabatina para aprovação de seu nome na presidência do Banco Central, formulou proposta de extinção dos bancos estaduais. Em relação ao Banespa, trocou-se 95% de seus títulos estaduais por títulos federais. A União assumia visivelmente a dívida estadual. Outra questão era atinente à existência da *zeragem*. O Banco Central planejava substituir as reservas compulsórias (que não eram remuneradas) pelas compras compulsórias de títulos (BBC's), o que daria certo rendimento. Desta forma, os bancos comerciais teriam mais incentivo para manter reservas livres. Isso encerraria a necessidade da indigitada.

Percebe-se, ao longo deste trabalho, que grande parte do esforço empreendido foi no sentido de conter a demanda criada pela implementação do real. Muito se temeu que o plano, por suas características ortodoxas, tivesse um caráter altamente recessivo. A verdade é que, segundo estimativas feitas pelos professores Gardenali (FGV-SP) e Barrizzelli (FEA-SP), o Plano Real injetou algo como 20 bilhões de dólares na economia, sendo que nove bilhões só com o fim do imposto inflacionário. Outros seis bilhões foram obtidos pela valorização da moeda brasileira nos meses posteriores à sua implementação.

Os planos Collor e Cruzado também tiveram como conseqüência o rápido crescimento da demanda após o seu anúncio, crescimento também impulsionado pela aquisição de eletrodomésticos e automóveis. No Plano Real, entretanto, contamos com uma safra recorde advinda do ano anterior, que permitiu, pelo menos no início, uma certa estabilização dos preços agrícolas. O maior grau de abertura também facilitou o controle dos preços, pois pudemos recorrer às importações. Além disso, a capacidade ociosa da indústria, maior do que na época do Cruzado (em torno de 23% contra 18%), possibilitou o adiamento do nível de saturação da produção, evitando situação de inflação de demanda. Ainda no campo das diferenças, podemos constatar o prévio ajuste das tarifas públicas, o que eliminou a necessidade de “tarifagos” ou a chamada inflação corretiva, com o intuito de corrigir custos reprimidos.

No Real, constatou-se a necessidade de operar pelos mecanismos dos mercados. Em suma, surpresas e choques nunca foram boas armas de política econômica. E estes foram

utilizados de maneira tão sistemática nos anos 80 e 90 que os agentes econômicos já estavam mais do que acostumados a eles. Quando se chega a este patamar, uma surpresa feita no passado não funcionará de novo.

Até o ponto estabelecido para a análise, ficou claro que a conquista da estabilização foi uma grande vitória de todos os brasileiros. Essa vitória, no entanto, não foi um processo simples e sim uma grande travessia pontuada por momentos de incerteza e turbulências. Felizmente, estas foram superadas e a postura dos condutores da política econômica foi exemplar na busca do objetivo final de alcançar níveis razoáveis de inflação, níveis que não trouxessem distúrbios inconvenientes para a economia e que, em último caso, poderiam inviabilizá-la.

As últimas frases da apresentação do PAI, mencionada nos antecedentes, foram: “É este o desafio. Vamos enfrentá-lo”. Passado quase um ano da implementação do programa, observamos que o desafio maior da inflação foi enfrentado com sucesso. Muito outros ainda restavam.

Bibliografia

A) Publicações Periódicas:

- Folha de São Paulo, vários números (1993-1994).
- Estado de São Paulo, vários números (1993-1994).
- Gazeta Mercantil, vários números (1993-1994).
- O Globo, vários números (1993-1994).
- Jornal do Brasil, vários números (1993-1994).

B) Artigos e Livros:

- ALÉM, Ana C. e GIAMBIAGI, Fabio, *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*, Rio de Janeiro, Campus, 2001.
- ANDIMA, Dívida Externa & Plano Brady, *Relatório Econômico*, Banco Boreal, abril de 1995.
- ARIDA, Pécio, Observações sobre o Plano Real, in *Economia Aplicada*, 3, 1999
- BACHA, Edmar L., O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro, in *Revista de Economia Política*, 14(1), janeiro de 1994.
- _____, *Plano Real: Uma segunda avaliação*, Instituto de Economia, UFRJ, junho de 1996.
- BLANCHARD, Olivier, *Macroeconomia*, Rio de Janeiro, Campus, 1999.
- CAMPOS, Roberto O. e SIMONSEN, Mario H., *A nova economia brasileira*, Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 1979.
- CARNEIRO, Dionísio D., A política monetária e a remonetização pós-Real, *texto para discussão 351*, Departamento de Economia, PUC/RJ, dezembro de 1995.
- _____, *A política monetária pós-reforma monetária*, julho de 1994.
- CUNHA, Luis R., *A estratégia do programa de estabilização*, in O Estado de São Paulo, dezembro de 1993.
- _____, *Os desafios da desindexação*, in Jornal do Brasil, julho de 1995.

- _____, *Dilemas da política econômica*, in O Estado de São Paulo, abril de 1996.
- DORNBUSCH, Rudiger e FISCHER, Stanley e STARTZ, Richard, *Macroeconomics*, Nova Iorque, McGraw Hill, 2001.
- FRANCO, Gustavo H. B., *O Plano Real e outros ensaios*, Rio de Janeiro, Francisco Alves, 1995.
- MISHKIN, Frederick, *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*, Rio de Janeiro, LTC, 2000.
- PASTORE, Affonso C. e PINOTTI, Maria C., *Inflação e estabilidade: Algumas lições da experiência brasileira*, dezembro de 1995.
- RESENDE, André L., Estabilização e reforma, in ABREU, Marcelo de P. (org.), *A ordem do progresso*, Rio de Janeiro, Campus, 1990
- TOLEDO, Joaquim E. C. de, A Inflação em URV, *carta de conjuntura*, Banco Garantia, maio de 1994.

C) Sítios eletrônicos:

- IPEADATA (www.ipeadata.gov.br)
- Casa Civil – Subchefia para assuntos jurídicos – Base da legislação federal do Brasil (legislacao.planalto.gov.br/legislacao.nsf)