

“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.”

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

Agradeço o incentivo e apoio de toda a minha família ao longo do curso, à dedicação e ajuda constante de Felipe Tâmega e Márcio Garcia e ao carinho de Luciano Snel.

ÍNDICE

Capítulo I

Introdução8

Capítulo II

O Plano Cruzado e o Impacto sobre a rentabilidade dos principais ativos financeiros.....10

Capítulo III

O Plano Bresser e o Impacto sobre a rentabilidade dos principais ativos financeiros.....24

Capítulo IV

O Plano Verão e o Impacto sobre a rentabilidade dos principais ativos financeiros.....31

Capítulo V

O Plano Collor e o Impacto sobre a rentabilidade dos principais ativos financeiros.....39

Capítulo VI

Conclusão.....50

Bibliografia.....64

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Taxas de Inflação.....	1
Tabela 2: Rentabilidade Nominal.....	2
Tabela 3: Rentabilidade Real – Deflator: IPC FIPE.....	3
Tabela 4: Rentabilidade Real – Deflator: INPC IBGE.....	4
Tabela 5: Rentabilidade Real – Deflator: IGP DI FGV.....	5
Tabela 6: Rentabilidade Real Acumulada:	
Março de 1986 – Junho de 1987.....	6
Março de 1986 – Fevereiro de 1987.....	6
Tabela 7: Rentabilidade Real Acumulada:	
Junho de 1987.....	7
Junho de 1987 – Dezembro de 1987.....	7
Tabela 8: Rentabilidade Real Acumulada:	
Fevereiro de 1989 – Março de 1989.....	8
Fevereiro de 1989 – Dezembro de 1989.....	8
Tabela 9: Rentabilidade Real Acumulada:	
Março de 1990 – Abril de 1990.....	9
Março de 1990 – Dezembro de 1990.....	9
Tabela 10: Rentabilidade Real Acumulada:	
Fevereiro 1991 – Maio de 1991.....	10

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Rentabilidade Nominal dos Ativos de Renda Fixa: Jan 85 – Fev 86.....	1
Gráfico 2: Rentabilidade Nominal da Caderneta de Poupança: Jan 85 – Fev 86.....	2
Gráfico 3: Rentabilidade Nominal do CDB: Jan 85 – Fev 87.....	3
Gráfico 4: Rentabilidade Real do CDB: Jan 85 – Fev 87.....	4
Gráfico 5: Rentabilidade Nominal das Letras de Câmbio: Jan 85 – Fev 87.....	5
Gráfico 6: Rentabilidade Nominal da Caderneta de Poupança: Jan 85 – Jan 87.....	6
Gráfico 7: Rentabilidade Nominal da OTN: Jan 85 – Fev 87	7
Gráfico 8: Rentabilidade Real da OTN: Jan 85 – Fev 87.....	8
Gráfico 9: Rentabilidade Nominal da LTN/LBC: Jan 85 – Fev 87.....	9
Gráfico 10: Rentabilidade Real da LTN/LBC: Jan 85 – Fev 87.....	10
Gráfico 11: Rentabilidade Nominal do IBOVESPA: Jan 85 – Fev 87.....	11
Gráfico 12: Rentabilidade Real do IBOVESPA: Jan 85 – Fev 87.....	12
Gráfico 13: Rentabilidade Real do Dólar Paralelo: Jan 85 – Fev 87.....	13
Gráfico 14: Taxa de Inflação.....	14
Gráfico 15: Rentabilidade Real do IBOVESPA: Mar 87 – Dez 88.....	15
Gráfico 16: Rentabilidade Real do Dólar Paralelo: Mar 87 – Dez 88.....	16
Gráfico 17: Rentabilidade Nominal do CDB: Mar 87 – Dez 88.....	17
Gráfico 18: Rentabilidade Nominal das Letras de Câmbio: Mar 87 – Dez 88.....	18
Gráfico 19: Rentabilidade Nominal da Caderneta de Poupança: Mar 87 – Dez 88.....	19
Gráfico 20: Rentabilidade Nominal do CDB: Jan 89 – Dez 89.....	20
Gráfico 21: Rentabilidade Real do Dólar Paralelo: Jan 89 – Dez 89.....	21
Gráfico 22: Rentabilidade Nominal das Letras de Câmbio: Jan 89 – Dez 89.....	22
Gráfico 23: Rentabilidade Nominal da Caderneta de Poupança: Jan 89 – Dez 89.....	23
Gráfico 24: Rentabilidade Nominal da LFT: Jan 89 – Dez 89.....	24
Gráfico 25: Rentabilidade Real do Dólar Paralelo: Jan 90 – Mai 91.....	25
Gráfico 26: Rentabilidade Nominal da LFT: Jan 90 – Mai 91.....	26

Gráfico 27: Rentabilidade Nominal do CDB: Jan 90 – Mai 91.....	27
Gráfico 28: Rentabilidade Nominal da Caderneta de Poupança: Jan 90 – Mai 91.....	28
Gráfico 29: Rentabilidade Real do IBOVESPA: Jan 90 – Mai 91.....	29

CAPÍTULO I: INTRODUÇÃO

Observamos ao longo da segunda metade da década de 80 e início da década de 90, o combate da política econômica brasileira à inflação desenfreada. Na tentativa de solucionar foram aplicados uma série de planos heterodoxos.

A principal diferença entre um plano heterodoxo para um ortodoxo diz respeito à forma de conter a inflação. Enquanto que em planos ortodoxos a inflação decresce gradualmente, em planos heterodoxos esta decresce abruptamente. Em países com inflação crônica alta geralmente se aplica esta última opção. O diagnóstico do Brasil na década de 80 era exatamente este.

A inflação desestrutura a organização da atividade produtiva. As formas de defesa fazem com que os indivíduos passem a ter novas atitudes, transformando a economia, causando um forte efeito sobre a demanda de moeda, conhecida como desmonetização, onde as pessoas procuram alocar suas reservas em outros ativos considerados mais seguros.

Pretendo ao longo deste trabalho analisar o efeito do combate a queda da inflação sobre a rentabilidade dos principais ativos financeiros quando vários planos de estabilização foram administrados na economia. Verificarei quais ativos ou grupo deles foram beneficiados ou prejudicados ao longo de cada plano de estabilização se algum deles serviu como defesa da inflação, ou se perdeu a rentabilidade com a adoção deste ou daquele plano.

Este trabalho inicia-se com o Plano Cruzado, implementado em 28 de fevereiro de 1986. O principal objetivo deste plano foi quebrar a mecânica inercial da inflação através de congelamento de preços, salários, câmbios e tarifas. Conforme veremos no **Capítulo II**, este plano sofreu ainda medidas corretivas, cinco meses após seu início, que ficou conhecido como “Cruzadinho”.

Após a vitória do PMDB nas eleições em novembro de 1986, o Plano Cruzado II foi anunciado. Este tratava de um pacote fiscal para aumentar a arrecadação do governo via reajuste de preços públicos e aumento de impostos indiretos.

Em 12 de junho de 1987, foi instituído o Plano Bresser. Este não objetivava a inflação zero mas, promover um choque deflacionário recompondo as tarifas, preços e salários. Isto será melhor desenvolvido no **Capítulo III**.

O Plano Verão, em 14 de janeiro de 1989 tenha sido talvez um plano semelhante aos anteriores no que tange a uma configuração de elementos ortodoxos com heterodoxos. Conforme veremos no **Capítulo IV**, este apenas se diferencia dos planos anteriores devido ao maior destaque a contenção monetário-fiscal e as prática de taxas de juros elevadas.

No Capítulo V, analisaremos os Planos Collor I e II. Este foi consolidado em um conjunto de medidas provisórias, das quais a mais polêmica promovera uma reforma monetária “enxugando” a liquidez do sistema monetário.

Embora o Plano Collor I tenha conseguido acabar com a hiperinflação, acarretou em um grande custo social representado por elevadas taxas de desemprego e queda de crescimento do PIB. Assim, no dia 31 de janeiro de 1991, foi implementado o Plano Collor II. Este possuía uma tablita de deflacionamento e introduziu o esquema de taxas de juros flutuantes (TR).

Os ativos a serem analisados serão: Caderneta de Poupança, CDB e Letras de Câmbio, Ações (IBOVESPA), dólar no paralelo e títulos da dívida pública.

Para efeito de cálculo de rentabilidade real de cada ativo, será feito uso dos seguintes índices: IPC da FIPE, INPC do IBGE e IGP-DI da FGV. Isto servirá para demonstrar que o uso de um índice ou de outro não afetará o resultado final desta análise.

Por fim, através da criação de perfis de investidores, buscarei encontrar quais foram os grandes ganhadores e perdedores no curto e no longo prazos.

CAPÍTULO II: O PLANO CRUZADO E IMPACTO SOBRE A RENTABILIDADE DOS PRINCIPAIS ATIVOS FINANCEIROS:

Antes de iniciarmos com a descrição deste programa de estabilização, julgo necessário fazermos um breve retrospecto da situação econômica no Brasil de modo a facilitar a compreensão da adoção de um plano de estabilização heterodoxo.

No período de 1981-84 foram adotados planos de estabilização nos moldes ortodoxos como forma de combate à inflação. Estes promoveram o ajustamento externo, mas não conseguiram controlar a inflação. A inflação brasileira era inercial e parecia ter propriedades específicas e uma dinâmica própria, resistindo às pressões deflacionárias da recessão e do desemprego¹. Isto advinha de mecanismos de indexação para a correção monetária dos preços, salários, taxa de câmbio e ativos financeiros. Esta situação, sobre as condições de oferta e demanda agregadas, sugeria a desindexação como solução, acarretando numa queda da inflação mais rápida do que em uma contração da demanda agregada e com custos menores em termos de recessão e desemprego.

Do final da década de 70 até março de 1985 (onde se instalou a nova República finalizando 21 anos de regime militar) a inflação brasileira apresentou dois grandes saltos. Primeiro em 1979, passando de 50% para 100% ao ano. E o segundo em 1983, alcançando o patamar de 200%. O ministro da Fazenda Francisco Dornelles, tributarista de formação, e sua equipe econômica, através do mecanismo de congelamento de preços, não conseguiram elaborar um programa de estabilização eficaz. Assim, foi substituído, seis meses após empossado, por Dilson Funaro.

O novo ministro da Fazenda, empresário paulista sem formação econômica, propunha uma meta antiinflacionária mais modesta: à taxa de 10% ao mês e menor ênfase ao controle da base monetária. Desta forma, a taxa de juros real, que subira vertiginosamente no período de abril a julho de 1985, declinaria como resultado de uma política monetária menos restritiva (ver **Gráfico 1**), tornando-se mais compatível com a recuperação econômica. Preços, taxa de câmbio e ativos financeiros tornaram-se atrelados às variações mensais da ORTN, indicando o caminho na direção da indexação plena. Devido a um novo choque de oferta agrícola, o IGP-

DI registrou uma elevação da taxa de inflação para 14,95% em novembro de 1985 (ver **Tabela 1**). Como resultado, o índice que media oficialmente a inflação deixou de ser o índice geral de preços (IGP-DI) da FGV e passou a ser o índice de preços ao consumidor amplo (IPCA) do IBGE. Este tinha uma maior abrangência do cálculo, correspondente à estimativa de variação de preços de produtos consumidos por famílias com rendimento mensal de um a trinta salários mínimos.

O Governo adotou um pacote fiscal que lhe garantiria um aumento líquido de arrecadação de aproximadamente Cr\$ 60 a Cr\$ 70 trilhões reduzindo o déficit público para 0,5% do PIB. Anteriormente, o conceito de curto prazo correspondia a 90 dias e a tributação punitiva para ganhos reais nas aplicações de curto prazo (*overnight* e *open-market*) era escalonada conforme o prazo, sendo 12% para aplicações até 30 dias, 9% entre 30 e 60 dias e 6% de 60 a 89 dias. Foi estabelecido um curtíssimo prazo de 15 dias e a alíquota foi fixada uniformemente em 10%. O IR (Imposto de Renda) sobre o ganho de capital foi fixado em 55% para prazos inferiores a 60 dias e 45% acima. Apesar da nova tributação reduzir de 12% para 10%, a perda para os aplicadores foi grande frente à eliminação da correção monetária sobre o IR retido na fonte e da impossibilidade de compensação na declaração do IR. Os títulos com correção pós-fixada passaram a ter uma alíquota uniforme de 40%, independente do prazo de emissão – lei nº 7.450 de 23/12/85.

Porém, a inflação medida pelo IPCA, alcançou 13,40% em dezembro de 1985 e 16,20% em janeiro de 1986 indicando que o choque agrícola estava sendo representado neste índice. Tudo indicava que a taxa de inflação tenderia rapidamente para o novo patamar de 400% a 500% ao ano. Segundo a equipe econômica, a inflação resistia a queda por duas razões. A primeira porque não havia uma relação direta entre déficit e inflação. A segunda porque a inflação não correspondia no curto prazo à contração monetária.

Desta forma, reiterava-se o conceito inercial da inflação brasileira. Segundo Edmar L. Bacha este conceito pode ser retratado em uma partida de futebol onde os torcedores ficam de pé na intenção de assistirem melhor ao jogo. Metaforicamente estes representam a inflação. Se algum torcedor se sentar não assistirá ao jogo. Ou seja, nenhum agente deixa de remarcar seu próprio preço porque não espera que os outros o façam. É preciso que o juiz (Governo)

¹ Modiano, E.M., “A Opera dos Três Cruzados: 1985-1989”, em A Ordem do Progresso, Cem anos de Política

intervenha no processo fazendo com que os agentes deixem de remarcar o seu preço com base no passado.

A inflação brasileira pode ser representada conforme a seguinte equação:

$$\Pi_t = \varnothing \Pi_{t-1} + V_t$$

Onde:

Π_t representa a taxa de inflação no período t ;

\varnothing O parâmetro que representa a “memória” do processo;

V_t uma variável aleatória que representa os choques que mudam a inflação de patamar.

Esta equação nos mostra que a inflação depende do seu passado além de incorporar choques, ou seja, funciona como um passeio aleatório. Assim, como forma de combate a sua característica inercial, faz-se necessário a desindexação. A indexação havia sido introduzida na economia de forma a minimizar o efeito da inflação sobre os ativos financeiros, preços e salários com base na taxa de inflação passada.

As elevadas taxas de inflação ameaçavam a coalizão política que sustentava o Governo. Assim, em 28 de fevereiro de 1986 o Presidente José Sarney, através de um decreto-lei implementou um novo programa heterodoxo de estabilização: o Plano Cruzado.

As novas regras implementadas com o objetivo de romper com o encadeamento entre o aumento de preços passados e futuros foram:

- Estabelecimento do cruzado (Cz\$) como padrão monetário nacional. A nova moeda equivalia a mil cruzeiros, ficando restabelecido o centavo, que com a inflação havia perdido o seu valor. Houve ainda a criação de uma tabela de conversão diária de valores de cruzeiros para cruzados, que supunha que os contratos haviam sido firmados com uma inflação esperada de 0,45% ao mês;
- Conversão dos salários baseados na média real dos salários dos últimos seis meses mais um bônus de 8%. Aumentos salariais ocorriam uma vez ao ano baseados em livres negociações, além da instituição de um “gatilho” automático para aumentar os salários sempre que a inflação acumulasse 20% desde a última negociação;

- Os preços foram congelados por tempo indeterminado nos níveis ao consumidor prevalecentes em 27 de fevereiro de 1986 de modo a impedir que eventuais reajustes defensivos de preços ameaçassem a saúde do plano;
- A base do índice de preços ao consumidor (IPCA) foi deslocada para 28 de fevereiro de 1986. O novo índice denominado índice de preços ao consumidor (IPC), manteria as mesmas ponderações do IPCA. Isso se justificava na medida em que os preços eram medidos como médias diárias ou semanais, o IPCA registraria uma inflação positiva no primeiro mês do congelamento, ainda que os preços permanecessem estáveis;
- A taxa de câmbio foi fixada em Cz\$ 13,8 por dólar, utilizando-a como âncora do sistema. Não foi necessário uma maxidesvalorização compensatória ou defensiva do cruzado pois a posição externa da economia brasileira e a recente desvalorização do dólar norte-americano deixaram o país em uma posição cômoda. Cabe assinalar que os decretos-lei não congelaram a taxa de câmbio. O Banco Central tinha autonomia para modificar a taxa de câmbio caso julgasse necessário;
- A ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional), que era corrigida mensalmente com base na variação do índice oficial de inflação, passou a denominar-se OTN (Obrigação do Tesouro Nacional) e seu valor foi fixado em Cr\$ 106,40, ficando inalterado até 1º de março de 1987;
- Foi vedada a cláusula de reajuste monetário nos contratos de prazo inferiores a um ano, podendo as obrigações e contratos por prazos superiores a doze meses ter cláusula de reajuste, se vinculada a OTN em cruzados. A exceção ocorreu no caso das Cadernetas de Poupança, cujo reajuste se deu de acordo com a variação do IPC (manteve-se assim para esse ativo a correção monetária), e cujos saldos passaram a ser corrigidos trimestralmente ao invés de mensais. Atendendo ao princípio da neutralidade distributiva, admitiu-se, entretanto, uma última correção monetária dos saldos preexistentes, de modo a compensar os credores pela inflação verificada desde a data da última correção dos saldos até o dia do choque.
- À exceção dos depósitos de poupança e das OTN, os demais ativos de renda fixa passaram a ser pré-fixados. Deste modo, os certificados de depósito bancário (CDB) e as Letras de Câmbio passaram a ser emitidos com prazo mínimo de 60 dias.

- A instituição do mercado futuro de índices do mercado acionário e o funcionamento a partir de março de 1986 da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (Cetip), antiga aspiração do mercado, não só pela redução que permitiu dos custos, como também pelos aspectos de segurança.

Entretanto não foram estabelecidas metas para as políticas fiscais ou monetárias. Subtendia-se que a política monetária seria acomodar o incremento da demanda de moeda nos primeiros meses, que resultaria em um movimento a favor da moeda estável uma vez que esse movimento fosse percebido como não inflacionário.

Com relação à política fiscal, o Governo tinha o objetivo eliminar as necessidades de financiamento do setor público através de um pacote fiscal de forma que o déficit público alcançasse 0,5% do PIB.

O Plano Cruzado agradou a população, principalmente no que dizia respeito ao congelamento dos preços. Esta seria a peça fundamental do programa.

Nos meses subseqüentes, a inflação caiu abruptamente dando a falsa impressão de que se poderia combater à inflação sem recessão e desemprego, mas apenas com o congelamento de preços e a fé².

O consumo que estava reprimido durante os anos de recessão, associado às novas condições promovidas pelo plano, criou um excesso de demanda na economia. Esta era reforçada por uma expansão da oferta de moeda. O excesso de liquidez refletiu-se em taxas de juros reais negativas. Isto causou um impacto sobre a composição de portfolio dos investidores. A consequência imediata do plano foi de devolver a moeda o seu papel de reserva de valor, criando condições para eliminação da ciranda financeira.

Foram verificados aumentos acentuados nos componentes de M1. Embora este aumento já fosse esperado, existiam indicações de que a velocidade do processo de remonetização havia sido excessivo. O que de fato deveria ocorrer era um aumento da demanda por moeda e uma redução por demanda de ativos não monetários estabilizando o saldo global dos ativos financeiros.

² Observando o IPC (FIPE) poderemos perceber uma redução de 10,86% em Fevereiro de 1986 para 1,83% no mês seguinte.

A situação acima descrita levou a uma pressão sobre as taxas de juros no *open-market* e nos títulos privados. A posição do Governo favorecia a manutenção de baixas taxas de juros pelas seguintes razões: (i) correções decrescentes dos preços nominais devido ao baixo custo nominal financeiro; (ii) para ressaltar a expectativa de inflação zero, de modo que os agentes vissem a taxa nominal como a provável taxa real; (iii) para estimular a atividade econômica.

As baixas taxas de juros geraram um desestímulo ao público por depósitos de poupança, a prazo e Letras de Câmbio.

O Governo imaginava que as Cadernetas de Poupança, pelo fato de constituir o único ativo com proteção automática contra a inflação, atrairiam um contingente crescente de depositantes. No entanto o que ocorreu foi uma fuga de capital ao longo do mês de março. Isso se observou devido a grande aquisição de bens duráveis visto que os preços congelados representavam um enorme atrativo.

No período anterior ao Plano Cruzado, a rentabilidade nominal da Caderneta permaneceu abaixo da taxa de inflação sinalizando perdas reais de rentabilidade. No período de janeiro 1985 a fevereiro 1986 foi registrado um ganho de 364,78%, enquanto que o ganho real foi de 6,01% am e 2,41% am deflacionados pelo INPC e IGP-DI respectivamente (ver **Gráfico 2**)

Com a implementação do Plano, a rentabilidade real mensal ficou mais exposta devido à baixa taxa de inflação.

No caso das Letras de Câmbio e CDBs, a rentabilidade de março a junho foi de 4,69% am e 4,57% am respectivamente. Ambos deflacionados pelo IPC implicam em uma rentabilidade de -2,24% para as Letras de Câmbio e -2,46% para os CDBs (ver **Tabela 6**). A evasão de volume também se deu nesses ativos.

No caso dos Títulos Públicos, a situação veio a confirmar a hipótese de excessiva monetização da economia. Com o Plano, houve o fim da correção monetária extinguindo a vantagem neste tipo de aplicação que era de proteção contra a corrosão do valor da moeda e a alta liquidez.

As LTN apresentaram uma rentabilidade real entre março e junho de -3,54% am medida pelo IPC. Estas deveriam permitir ao Banco Central atuar com mais agilidade sobre o sistema financeiro e sobre os níveis das taxas de juros.

Embora todos esses ativos tenham remunerado os seus detentores com rentabilidades positivas, nos primeiros meses do plano (ver **Gráficos 2 a 10**), essas taxas de juros eram muito baixas se comparadas com a rentabilidade auferida no mercado acionário.

No mercado acionário, as rentabilidades eram bem maiores principalmente se comparada com a dos ativos anteriores (ver **Gráficos 10 e 11**). As ações nas bolsas de valores se valorizaram de março a junho cerca de 78% (ver **tabela 6 e 7**) Isso se deve principalmente ao fato de que a reordenação da economia exigia que se privilegiassem aplicações de médio e longo prazos.

O sucesso das cotações nas bolsas se deve aos seguintes fatos:

- Aumento da demanda de ações sem um aumento da oferta;
- A baixa da inflação invertendo o quadro em que as empresas investiam no curto prazo e com pouco risco e onde as altas taxas de juros levavam a uma ausência de perspectivas de lucros no médio e longo prazo;
- A fixação da taxa de câmbio resultou em um desestímulo aos investimentos em dólar e ouro.

Havia a expectativa de que o plano seria bem-sucedido, a inflação seria zero não tendo mais do que se proteger. Os proprietários dos ativos financeiros de renda fixa trocavam seus ativos em busca de investimentos mais rentáveis.

No mercado do dólar paralelo, as rentabilidades foram uma das menores. Este experimentou baixas taxas reais de rentabilidade ficando seu rendimento acumulado de março a junho em -2,52% se deflacionado pelo IPC (ver **Tabelas 6 e 7**). Isso se deve ao fato de ser um mercado altamente especulativo.

O aumento do poder de compra dos salários, a despoupança voluntária causada pela ilusão monetária, o declínio do recolhimento do imposto de renda para pessoas físicas e o congelamento dos preços contribuíram para um *boom* de consumo.

A escassez de produtos no mercado de leite, carne e automóveis representou um problema até o período seguinte. Em um exemplo extremo, o preço dos automóveis usados superou os preços dos modelos novos.

Para combater a especulação no mercado de ações, o Governo alterou as regras dos fundos mútuos de ações e dos clubes de investimento em maio de 1986. As aplicações

ficariam limitadas a 75% da carteira, fazendo com que nos meses seguintes a rentabilidade real do IBOVESPA sofresse um decréscimo até o final de setembro (ver **tabela 3**).

O Governo, com a intenção de separar de forma definitiva as operações de curto prazo das de longo prazo, com vistas a possibilitar a execução de uma política monetária mais eficaz pelo Banco Central, cria em junho a LBC (Letras do Banco Central). Com isso, haveria uma clara distinção entre as operações de *open-market* e as operações da dívida pública.

As LBCs diferentemente das LTNs e OTNs, poderiam ser resgatadas pelo seu valor nominal e teriam os seus rendimentos com base nas taxas médias das operações *overnight*. Além disso, os prazos de resgate eram variáveis, mas nunca superiores a 360 dias. O regime de tributação obedecia às normas vigentes para os demais títulos federais, com alíquota zero de imposto de renda na fonte.

A intenção do Governo era usar as LBCs para substituírem as OTNs. As LBCs, ao contrário das LTNs, não embutiam a prefixação das taxas de juros.

Em junho de 1986, havia duas características que exigiam especial atenção do Governo: a necessidade de desacelerar a demanda agregada e reorientar as aplicações financeiras de curto prazo para investimentos produtivos.

No dia 24 de julho, o governo anunciou o “Cruzadinho”, com o principal objetivo de desaquecer o consumo:

- Anúncio de um Plano de Metas que visava um crescimento anual do PIB de 7%;
- Criação do FND (Fundo Nacional de Desenvolvimento) para gerir os recursos que financiariam o Plano de Metas;
- Criação de um sistema de empréstimos compulsórios sobre as vendas de gasolina álcool e automóveis, bem como sobre a compra de moedas estrangeiras para viagens e passagens aéreas internacionais. A receita adicional do governo seria para o FND;³
- Nas operações lastreadas em títulos com prazo de até 60 dias, o imposto de renda na fonte, que era de 45% teve a partir de agosto uma alíquota de 65%;

³ A fim de evitar que os aumentos de preços se refletissem no índice oficial da inflação, foi determinado ao IBGE que excluísse o cálculo do IPC o empréstimo compulsório, sob o argumento de que não era equivalente a um imposto indireto, pois seria restituído aos consumidores após três anos, sob a forma de cotas do FND, visando postergar o primeiro disparo do “gatilho” salarial.

- Estímulo às aplicações em títulos nominativos e de prazos mais longo através de alíquotas menores, reduzindo de 35% para 20% a alíquota de Imposto de Renda sobre o CDB e Letras de Câmbio;
- Novas regras de aplicação dos fundos de pensão das empresas estatais, que se tornaram compulsoriamente condicionadas a destinar um mínimo de 30% de seus recursos de obrigação ao FND.

De agosto a 15 de novembro, a política econômica ficou paralisada. Os esforços do governo foram concentrados nas eleições para governadores e para a Assembléia Constituinte. Associado a isso, a expectativa anunciada de descongelamento dos preços deu um novo impulso à demanda.

Em julho, as taxas de juros praticadas nas operações com títulos públicos federais sofreram um aumento significativo (ver **tabela 3**). As LBCs apresentaram uma rentabilidade real deflacionada pelo IPC de $-0,80\%$ passando para $2,97\%$ em agosto e $0,67\%$ em setembro.

As OTNs no poder público, que estavam sendo desativadas, apresentavam em março um total de Cr\$ 359,1 milhões ($90,3\%$ da dívida pública em circulação). Em agosto já era de Cr\$ 156,1 milhões ($44,7\%$ da dívida pública em circulação).

A alta das taxas de juros também foi sentida pelos demais ativos financeiros.

Com relação aos CDBs, pudemos observar uma gradual elevação nas taxas de remuneração devido: primeiro aos fortes desequilíbrios apresentados nas contas do governo criando uma expectativa negativa, segundo, pelas incertezas provocadas pelas novas medidas econômicas.

No caso das Letras de Câmbio, tivemos um retorno de $0,33\%$ em julho e $1,00\%$ em agosto se deflacionado pelo IPC. Esse aumento pode ser explicado pelo empréstimo estabelecido sobre as vendas de automóveis, elevando as taxas de financiamento desse ativo.

No caso das Cadernetas de Poupança, o retorno aumentou de $1,88\%$ em agosto para $2,81\%$ em setembro (ver **Tabela 2**). A rentabilidade foi de $1,36\%$ em agosto se deflacionada pelo IPC.

No IBOVESPA, a situação era diferente. Enquanto as taxas de juros subiam, a variação declinava. O índice do IBOVESPA teve uma variação negativa em agosto de

19,24% am, caindo ainda mais em setembro para -24,91%⁴ (ver **Tabela 3**). Isso se aconteceu também devido à incerteza com relação a rentabilidade do FND.

Ao final de agosto, as taxas de inflação embora permanecessem baixas, apresentavam um ritmo acelerado indicando uma necessidade de maiores mudanças.

Em 4 de setembro de 1986, foi estabelecido a Resolução nº 1.186 que visava: aumentar o nível de poupança e alongar os prazos de captação e aplicação no mercado financeiro.

Foi estabelecido:

- (i) A redefinição do prazo de conceito de aplicação financeira de curto prazo, de 60 para 56 dias, e reescalou-se as alíquotas do IR sobre estas aplicações financeiras (IRCP), conforme o prazo a decorrer entre a aquisição e a transferência ou o resgate.
 - Até 28 dias: 60% (anteriormente era fixada em 65%)
 - De 29 a 42 dias: 50%
 - De 43 a 56 dias: 45

As operações com LBC eram isentas do IRCP, ficando somente sujeitas ao IR sobre ganho de capital (IRGK), à alíquota de 40%. O IRCP tornou-se exclusivamente na fonte exceto para as instituições financeiras.

- (ii) O IR sobre os rendimentos fê títulos de crédito e depósitos à prazo foi reduzido de 35% para 25% para papéis ao portador e de 20% para 15% no caso de identificação do beneficiário;
- (iii) As operações de financiamento realizadas em bolsas de valores também tiveram os seus prazos e alíquotas alteradas de forma similar, até 56 dias alíquotas escalonadas e com prazo superior, alíquota de 15% de IRGK.

A especulação acerca de uma maxidesvalorização do cruzado levou o ágio no mercado paralelo de dólares para 90%. Ainda em outubro, o governo descongelou a taxa de câmbio, promovendo uma modesta desvalorização do cruzado de 1,8% e anunciando uma política de minidesvalorizações eventuais, baseadas num indicador da relação câmbio/salário. Como o indicador sugeria que a taxa de câmbio estava

⁴ Taxas reais deflacionadas pelo IPC.

sobrevalorizada em, pelo menos, 10% em relação a fins de fevereiro de 1986, a expectativa de uma nova e maior desvalorização do cruzado estimulou ainda mais o adiamento de exportações e a antecipação de importações, levando a uma deterioração maior das contas externas nos meses posteriores⁵.

Assim, em 21 de novembro de 1986, uma semana após a vitória do partido do governo (PMDB) nas eleições, foi adicionado um novo pacote econômico a essas medidas com o objetivo de aumentar a arrecadação do governo em 4% do PIB, reduzir o consumo, estimular a poupança e a exportação. Foram adotadas as seguintes medidas:

- (i) O valor da OTN passou a ser corrigido mensalmente, de acordo com rendimento da LBC;
- (ii) As Cadernetas de Poupança continuaram a ter rendimento trimestral, porém com base na LBC, acrescida de juros de 1,5% at;
- (iii) A tributação das operações financeiras, de prazo superior a 56 dias, incidia sobre o rendimento real, ou seja, descontada a rentabilidade da LBC, às alíquotas de 40% (anteriormente de 25%), em caso de não identificação do aplicador, e de 35% (anteriormente de 15%) para as operações nominativas e escriturais;
- (iv) Reajuste de alguns preços públicos (gasolina, energia elétrica, telefone e tarifas postais) e aumento de impostos indiretos (automóveis cigarros e bebidas)⁶;
- (v) Criação do Plano de Poupança de Investimento em Benefício do Trabalhador (Pait), incentivando a formação voluntária de uma carteira de ações de empresas de capital aberto e outros valores mobiliários.

Dado o aumento da inflação e com a substituição da correção monetária pela variação da LBC, o governo permitiu que os bancos voltassem a emitir Certificados de Depósitos Bancários (CDB).

Mais uma vez o governo tentou alterar o índice oficial da inflação. A reação foi tão negativa, que o governo teve de voltar atrás e permitir o primeiro reajuste salarial

⁵ Modiano, E.M., “A Opera dos Três Cruzados: 1985-1989”, em A Ordem do Progresso, Cem anos de Política Econômica Republicana 1889-1989, Abreu, M.P.A. organizador.

⁶ O aumentos dos impostos indiretos deveriam ser expurgados do IPC, visando não disparar o “gatilho salarial”.

de 20% pago no final de janeiro. Este iria repor um pouco mais do que a perda de poder de compra incorrida durante o próprio mês.⁷

A terceira tentativa de alterar o índice oficial da inflação contribuiu ainda mais para abalar a credibilidade do governo, pressionando a taxa de juros como forma de atrair investidores.

Os aplicadores necessitavam de um mecanismo que retirasse o risco futuro, ou seja, a volta da renda pré-fixada.

A taxa real de juros, deflacionada pelo IPC, passou de 0,36% em outubro para 1,12% em novembro no caso do CDB. Nas Letras de Câmbio passou de 0,25% em outubro para 0,55%. No caso da Caderneta de Poupança, passou de -0,26% para -1,55%.

Em contrapartida, nas operações de *open-market* as taxas de juros foram negativas. As operações lastreadas por LBC, embora fossem isentas de imposto de renda na fonte, apresentou a pior rentabilidade dentre os ativos de renda fixa. No caso das OTN a mesma tendência foi verificada.

No IBOVESPA, embora em outubro a variação tenha sido positiva em termos reais, 16,76% deflacionado pelo IPC, em novembro sofreu uma brutal queda, para -24,43%. A expectativa era de que o Pait impactasse positivamente o mercado, porém o governo estabeleceu que pelo menos 45% de suas aplicações deveriam ser destinadas à títulos públicos, reduzindo as aplicações em ações.

O governo reduziu o curto prazo para 28 dias nas operações de compra e venda de títulos. Sendo a alíquota de IR na fonte reduzida para 40% (mantendo-se a isenção para as LBC). Isso evidenciava uma gradual volta à indexação na economia.

Os saldos da balança comercial tornaram-se negativos de outubro de 1986 a janeiro de 1987. Ao completar um ano de plano, ocorreram desvalorizações cambiais diárias, juros pós-fixados corrigidos diariamente pela taxa da LBC, volta da Caderneta de Poupança mensal e salários e OTNs corrigidos pelo “gatilho” de 20%. Sem indicações de melhora, o governo decidiu suspender por tempo indeterminado os pagamentos de juros da dívida externa aos bancos privados.

⁷ A taxa de inflação atingiu 16,8% em janeiro de 1987.

Em abril de 1987, com a taxa de inflação ultrapassando o patamar de 20% am, o ministro Dílson Funaro deixa o cargo. Suas teses de que a inflação se reduziria com o realinhamento de preços e de que a renegociação da dívida externa daria novas forças a economia brasileira falharam. Em seu lugar entrou Bresser Pereira.

O cenário era de juros altos devido principalmente a dois fatores: (i) A mudança nas taxas de inflação esperada, que com a economia reindexada são inevitavelmente projetadas para o futuro.⁸(ii) M1 que havia crescido fortemente após a implementação do Plano, voltou a cair rapidamente.⁹

Analisando o resultado do Plano sobre a rentabilidade dos principais ativos financeiros, podemos perceber que houve uma nova reversão sobre a composição dos portfólios. Com o sistema mais ilíquido, a capacidade dos bancos atenderem a demanda por crédito ficou dependendo da captação de recursos através da colocação de papéis, resultando na subida dos juros.

A taxa nominal do CDB aumentou de 9,6% em dezembro de 1986 para 22% em fevereiro. Isso significa em termos reais uma remuneração em fevereiro de 14,74% am (deflacionado pelo IGP-DI), bem maior que a oferecida em dezembro que era de -0,63% e 1,90% (deflacionado pelo IPC e IGP-DI respectivamente).

Processo semelhante ocorreu no caso das Cadernetas de Poupança.

No caso dos títulos públicos, o reajuste de -2,62% em dezembro (defacionado pelo IGP-M) das OTNs em levaram os detentores de ativos deste tipo e mercado financeiro ao prejuízo. Os beneficiados foram os endividados em OTN e o governo logicamente.

Concluiremos a análise apresentada neste capítulo buscando identificar, se houve ou não ganhadores ou perdedores sistemáticos no período de março de 1986 (início do Plano) a fevereiro de 1987.

Imediatamente após o início do plano, podemos perceber através da tabela (Rentabilidade Real Acumulada), os detentores de ações foram beneficiados com relação aos detentores dos demais ativos. O IBOVESPA liderou em muitos ganhos,

⁸ O aumento da taxa de inflação já vinha ocorrendo desde dezembro de 1986, havendo uma explosão em janeiro, antecipando as novas medidas de fevereiro já esperadas e mantendo a sua tendência de alta no mês de fevereiro.
Gráfico.

seguido pelo dólar paralelo. As Cadernetas de Poupança eram as formas de investimento mais seguras contra a inflação pois estavam indexadas a OTN ocupando a terceira posição no quadro de rentabilidades. Logo em seguida vinham os CDBs que com a desindexação ocuparam o quarto lugar.

Por outro lado, se consideramos o período de março de 1986 a fevereiro de 1987, as evidências indicam que não houve ganhadores ou perdedores sistemáticos. A partir de julho de 1986, com a mudança na política econômica, a alta das taxas de juros foi favorecida, resultando em ganhos para os detentores de ativos de renda fixa equiparáveis aos de renda variável. O ativo de melhor remuneração foi o CDB. Em segundo lugar, não se mostrando tão segura contra a inflação, vem as Cadernetas de Poupança. Devido à queda da cotação do dólar no período de dezembro a fevereiro em 19,57%, este ocupou a terceira posição. Em quarto lugar ficaram as ações do IBOVESPA.

Como se explicam as quedas das Bolsas de Valores e do Dólar Paralelo?

A queda das Bolsas pode ser explicada pelo quadro de crise econômica. A alta das taxas de juros removeu todo o ganho obtido pelos detentores desse ativo no início do Plano. Os que apostavam em um crescimento econômico foram os que mais se prejudicaram durante o Cruzado.

A queda do dólar paralelo pode ser explicada pela situação de iliquidez inflacionária. Num cenário de inflação, nem todas as empresas conseguem aumentar seus preços à mesma velocidade do aumento dos seus custos. Como resultado de situações com estas, houve um severo racionamento de crédito comercial e uma escassez generalizada de recursos para financiamento de capital de giro. Assim, as empresas que haviam formado estoques especulativos em dólar paralelo foram obrigadas a se desfazer para financiar suas necessidades de capital de giro. Assim, a desvalorização do dólar no paralelo pode ser explicada por este panorama.

⁹ M1 = Depósitos à vista + Papel-Moeda em Poder do Público (PMPP).

CAPÍTULO III: O PLANO BRESSER E O IMPACTO SOBRE A RENTABILIDADE DOS PRINCIPAIS ATIVOS FINANCEIROS:

Em abril de 1987, o ministro Dílson Funaro deixa o cargo. Suas teses não se materializaram, a inflação já alcançava o patamar de 15% ao mês. Estava concretizado o fracasso do Plano Cruzado. O novo Ministro da Fazenda, Bresser Pereira, iniciou sua gestão anunciando algumas medidas: (i) Meta para a taxa de crescimento do PIB em 1987 de 3,5%, (ii) Disposição a dialogar com o FMI, cuja relação havia ficado abalada com a decretação em fevereiro de 1987 da moratória externa (iii) Minidesvalorização do cruzado de 7,5% em primeiro de maio (iv) Alardeou um possível congelamento de preços.

Em 12 de junho de 1987, foi adotado o Plano Bresser. Este foi apresentado à população com um programa de estabilização híbrido, que incluía elementos tanto ortodoxos como heterodoxos para o combate à inflação. Segundo Mario Henrique Simonsen, “(...) ele não passava de um cruzado requentado, com suas três fases, a de congelamento, flexibilização e liberação, baseado na teoria inercial em que José, Antônio e Maria aumentavam seus preços de 10% ao mês por simples imitação. O Plano pretendia combater o déficit público. Como nada se fez efetivamente nesse sentido, a inflação voltou a 16,5 % ao mês em janeiro de 1988”.¹⁰

O Plano pretendia combater à inflação por várias formas combatendo não só seus sintomas como também as suas causas. Desta forma, os salários foram congelados por um prazo máximo de três meses, aos níveis prevalecentes de junho de 1987. Assim, os salários incorporaram apenas o reajuste de 20% frente a uma inflação de 23,2% registrada em maio. O resíduo inflacionário seria pago em seis parcelas mensais a partir de setembro. Uma nova base de indexação passaria a vigorar após o congelamento: a Unidade de Referência de Preços (URP).

Os preços também foram congelados pelo prazo máximo de três meses aos níveis de 12 de junho de 1987. Porém o governo agiu de forma mais cautelosa do que no Plano anterior, reajustando previamente tarifas e outros preços administrados e

¹⁰ Mario Henrique Simonsen, “Inércia Inflacionária e Inflação Inercial” Plano Cruzado: Inércia X Inépcia., 1988.

públicos.¹¹ Pretendia-se, além de recompor perdas passadas, criar uma margem para a fase do congelamento. Ficava determinado ainda que as correções futuras deveriam ter como teto os mesmos percentuais da URP.

A principal diferença em relação ao Plano Cruzado estava no fato da determinação oficial de que todos os aumentos de preços anunciados conjuntamente com o Plano Bresser seriam computados integralmente na inflação de junho.

O cruzado foi desvalorizado em 9,5% e a taxa de câmbio não foi congelada, o Plano não tinha como meta a inflação zero e nem uma desindexação da economia. Foram mantidas as minidesvalorizações diárias do Cruzado restabelecidas em novembro de 1986. Pretendia-se uma desaceleração do ritmo das desvalorizações diárias durante o mês de congelamento, contribuindo para sinalizar expectativas inflacionárias mais baixas.

Os aluguéis residenciais e comerciais também foram congelados sem qualquer compensação.

Foram adotadas políticas monetária e fiscal ativas, ao contrário do Plano Cruzado original. No curto prazo seriam praticadas taxas de juros reais positivas com o objetivo de inibir a especulação com estoques e o consumo de bens duráveis, como também o fluxo de aplicações financeiras para o mercado paralelo do dólar.

Foi feita a introdução de alguns ingredientes de correção de déficit público, tais como a supressão dos subsídios ao trigo e ao crédito agrícola, bem como a promessa de contenção do déficit ao nível de 2% do PIB em 1987.

O prolongado período de baixa rentabilidade no mercado acionário tornou o mercado mais sensível a notícias favoráveis. Com uma perspectiva de inflação mais baixa, ocorreu um movimento de monetização que contribuiu para ampliar a liquidez global da economia.

No caso do dólar paralelo, a mesma justificativa pode ser utilizada.

Por outro lado, o mês de junho implicou em rendimentos nominais abaixo da inflação para as aplicações em Cadernetas de Poupança, Títulos Públicos Federais, Letras de Câmbio e CDB. Isto foi resultado da desvinculação dos juros da LBC (Letras

¹¹ Aumento de 45% para eletricidade, 34% para telefone, 32% para aço, 36% para pão, 27% para leite e 13% para

do Banco Central) e do IPC (Índice de Preços ao Consumidor), juntamente com a decisão do governo de corrigir os saldos da poupança pela variação da LBC.

Em agosto houve uma reversão deste quadro, devido à nova política econômica de manter as taxas de juros reais elevada, os CDBs com vencimento em 60 dias obtiveram rentabilidade real de 4,08%, a OTN de 3,53% e LBC 2,97%, as Letras de Câmbio 3,88% e as Cadernetas de Poupança 3,48%, se deflacionados pelo IPC.

Com as taxas de juros reais positivas, o equilíbrio dos fluxos financeiros não foi comprometido. Se compararmos os meses de junho e julho, não houve uma alteração significativa no volume dos principais haveres monetários, sinalizando que não haveria, como no Plano Cruzado, uma corrida para o consumo.

Em agosto e 1987, O Banco Central adotou algumas medidas com objetivo de reduzir a excessiva liquidez verificada no sistema econômico, que pressionava a taxa de inflação, levando a um aumento de 4,45% para 6,73% do IPC (Índice de Preços ao Consumidor). As principais medidas foram:

- Aumento do compulsório sobre os bancos comerciais sobre os saldos à vista em 15%;
- Foi ampliada para 80% a obrigatoriedade dos fundos de curto prazo manterem suas aplicações em Letras do Banco Central. Restando apenas 20% para aplicação em títulos privados;
- Foi criado um recolhimento compulsório sobre os depósitos à prazo de 20% sobre o saldo. A instituição que não fizesse o depósito no prazo sofreria uma taxa de juro punitiva de 7% ao ano.

O Banco Central, através da combinação dos vários mecanismos introduzidos, criou patamares máximos e mínimos para as taxas de juros de captação das instituições financeiras, dentro do intervalo de 7% a 15% aa acima da variação da LBC.

Através da Resolução nº 1.386 ficou determinada a incidência de tributação à alíquota de 10%¹² sobre os rendimentos das operações de curto prazo em títulos privados a partir de 15-09-1987.

Este conjunto de medidas pressionou a taxa de juros para cima fazendo com que os detentores de ativos de renda fixa se beneficiassem. Porém, o impacto sobre as rentabilidades do IBOVESPA e dólar paralelo foram inversos. O Conselho Monetário Nacional reintroduziu a indexação dos ativos financeiros, e das Cadernetas de Poupança, pela variação da OTN, extinta durante o Plano Cruzado.

Utilizando a variação da LBC como indexador, o Banco Central acabou perdendo a liberdade poder utilizar a política monetária dirigindo a liquidez diária no mercado. Ao trocar o indexador pela variação da OTN, o Banco Central passou a ter mais liberdade para executar a política monetária, evitando que alterações nos juros da LBC afetasse todos os ativos financeiros.

Em consequência disto, houve um ganho substancial para o governo. Uma vez que a maior parte da dívida mobiliária em poder do público estava em LBC's e esta apresentou rentabilidade real inferior a da OTN, cujos débitos fiscais e outros ativos a receber estavam indexados.

Outra mudança foi a substituição do imposto de renda na fonte pela tributação dos ganhos reais nas aplicações financeiras de médio e longo prazos. Os ganhos reais dos papéis nominativos passaram a sofrer carga tributária inversamente proporcional ao prazo de aplicação.

- de 29 até 59 dias, 40%
- de 60 até 89 dias, 35%
- de 90 até 179 dias, 30%
- acima de 180 dias, 25%

No caso de títulos ao portador a alíquota sobre os ganhos reais tornou-se única de 50% independente do prazo uma vez que os investidores podem omitir os lucros na declaração de

¹² Anteriormente esta alíquota era de 40%.

renda. Para as operações de curto prazo não houve alteração, permanecendo a alíquota de 10% para os títulos de renda fixa. A LBC continuou isenta de imposto de renda.

Esta nova tributação fez com que os investidores diversificassem os seus portfólios para aplicações de renda variável. Observando as rentabilidades podemos perceber uma reversão do IBOVESPA em setembro.

Porém, em 19 de outubro de 1987, o índice “*Dow Jones*” teve uma queda levando à quedas nas principais Bolsas de Valores. O IBOVESPA caiu para -26,76% segundo o IPC permanecendo negativo até o final do ano. Esta queda esteve associada à perda de credibilidade no Plano Bresser e a manutenção de expectativas pessimistas para a performance da economia.

No caso do dólar paralelo os rendimentos também não foram favoráveis apresentando uma variação negativa da rentabilidade real de 4,78% segundo o IPC.

Um novo Decreto-Lei foi firmado em 25 de novembro de 1987 (Decreto nº 2.376). Este objetivava redefinir as responsabilidades do Ministério da Fazenda, do Banco Central e do Congresso Nacional. Dentre estas cabe ressaltar:

- Criação da LFT (Letra Financeira do Tesouro), destinada a prover recursos necessários à cobertura do déficit orçamentário ou para a realização de operações de crédito por antecipação de receita com os estados e municípios observados os limites fixados pelo Poder Legislativo, em substituição as LBC;
- Definição de critérios para ampliação da dívida interna estabelecendo que a partir de primeiro de janeiro de 1988, a dívida mobiliária da União somente poderia ser ampliada para cobertura do déficit orçamentário mediante autorização legislativa.

O Congresso Nacional passou a controlar o Tesouro Nacional. O Banco Central ficou impedido de emitir títulos próprios, vinculando-se todos os papéis da dívida mobiliária federal ao Tesouro Nacional. O Bacen passou a ser o agente do Tesouro Nacional nas seguintes funções: (i) operações de dívida pública, exercendo o colhimento das propostas das instituições financeiras nos leilões de títulos do Governo (ii) lançamento das disponibilidades líquidas apuradas na conta do Tesouro Nacional (iii) custódia dos títulos já resgatados.

Em 21 de dezembro de 1987 através do Decreto-Lei nº 2.394, o ministro Bresser Pereira lança novas alíquotas de IR na fonte, incidentes sobre o rendimento total das operações financeiras de curto prazo. Foram elas:

- 3% quando a operação tiver por objeto Letras do Banco Central e Letras Financeiras do Tesouro;
- 6% nos demais casos.

Desta forma, foi privilegiado o investimento em títulos ao portador, lastreados em LFTs e LBCs que pagavam apenas 3% de IR na fonte.

O mercado financeiro foi duramente afetado durante o ano de 1987. Desde a implementação da “tablita” sobre as operações financeiras prefixadas até a diferença na tributação entre títulos privados e públicos, passando pelos reflexos dos problemas enfrentados externamente sobre as Bolsas de Valores, e o problema do financiamento do déficit público.

As fontes de financiamento do déficit público¹³ encontravam-se esgotadas restando apenas ao setor privado o papel de financiador dos gastos públicos.

O crescimento da dívida externa no segundo semestre de 1987 foi de 200% em termos nominais. A colocação maciça de títulos federais pressionou excessivamente as taxas de juros em função de dois fatores: (i) o estreitamento de liquidez decorrente da saída de recursos do mercado para a aquisição dos títulos (ii) a elevação de rentabilidade dos papéis federais. Ambos tendem a aumentar as taxas de juros oferecidas pelos títulos privados, quer pela menor oferta de recursos, quer pelo efeito de concorrência entre os papéis.

É importante ressaltar as alterações nas regras de tributação. Reduziu-se a enorme disparidade no tratamento tributário dispensados aos títulos privados e públicos, acabando-se com a tributação sobre os juros dos papéis, regalia obtida pelos títulos públicos passando a existir somente o ganho de capital para as operações acima de 28 dias.

Em dezembro de 1987 a inflação oficial alcançava o patamar de 14%, haviam rumores de que um novo congelamento de preços estava por vir. Diante do desgaste provocado pelas resistências a suas propostas o ministro Bresser Pereira pede demissão.

¹³ As fontes clássicas de financiamento são: emissão de moeda e empréstimos externos.

Nesta primeira fase do Plano, de congelamento e flexibilização, as rentabilidades do dólar paralelo lideraram o período. Tal fato se deve aos altos ganhos de rentabilidade nos primeiros meses do Plano, que apesar da política do Governo de adotar uma política de taxas de juros altas com o intuito de manter em equilíbrio os fluxos financeiros, não ter sido totalmente revertido nos meses seguintes. Os ativos de renda fixa ocuparam as posições seguintes ficando em último lugar o IBOVESPA. A má performance da renda variável não se deu somente pela falta de credibilidade do Governo, mas também devido ao *crash* da Bolsa de Nova York em outubro de 1987.

O novo ministro da Fazenda, Maílson da Nóbrega, procurou desde o início demonstrar sua rejeição a alternativa de “choque heterodoxo” anunciando metas mais modestas que ficaram conhecidas como “Feijão-com-Arroz”: (i) estabilização da inflação em 15% ao mês (ii) redução gradual do déficit público, projetado em 7-8% do PIB em 1988.

Entretanto, essa política não obteve muito sucesso. Ao longo de 1988 a inflação média mensal foi superior a 21,56% segundo o IPC. Havia ainda uma expectativa de que a inflação alcançasse 30% em janeiro de 1989, em função de uma sazonalidade desfavorável e alguma recomposição de preços defasados. O governo ainda viu sua tentativa de estabelecer uma política de rendas através de um “pacto social” frustrar-se. O descontrole da taxa de inflação levou assim a adoção do Plano Verão em 14 de janeiro de 1989.

CAPÍTULO IV: O PLANO VERÃO E IMPACTO SOBRE A RENTABILIDADE DOS PRINCIPAIS ATIVOS FINANCEIROS:

O novo plano constituiu-se em um programa de desindexação via congelamento, apoiado por medidas de austeridade monetária e fiscal. Segundo Mário Henrique Simonsen “... era uma espécie de Plano Cruzado requentado.”

Na parte fiscal, o plano não apresentava grandes novidades em relação ao que já havia sendo feito pelo governo, ou seja, uma política de controle efetivo, mas gradual do déficit público. A austeridade monetária estava apoiada, a curto prazo, numa política de juros reais elevados visando uma contração da demanda agregada, e a médio prazo, no congelamento do volume nominal de crédito ao setor privado. Além disso, houve uma elevação dos percentuais dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista para 80% e a revisão da estrutura de taxas de juros para a assistência financeira de liquidez. Foi introduzida a nova moeda legal, o cruzado novo (NCz\$), equivalente a mil cruzados.

As chances de o Plano Verão ser bem sucedido eram mínimas visto que este foi implementado em um ano eleitoral em que o governo estava completamente desgastado.

Na parte heterodoxa, o Plano Verão foi um híbrido entre o Plano Cruzado e o Plano Bresser. Como no Plano Cruzado havia intenção de romper de modo definitivo com a inflação passada foram tomadas as seguintes medidas:

- Eliminou-se a OTN;
- Procurou-se resolver a questão das defasagens salariais com uma conversão com base no poder aquisitivo médio de 1988;
- Não se estabeleceram regras de saída do congelamento (como a URP no Plano Bresser) que permitiam uma reindexação gradual e não traumática da economia caso a inflação não se reduzisse permanentemente a níveis próximos de zero;¹⁴

¹⁴ Na verdade, em alguns pontos, como na eliminação da OTN e URP, o Plano Verão foi mais ousado já que a aposta na eliminação definitiva da inflação fosse ainda maior.

- Os preços foram congelados aos níveis vigentes em 15 de janeiro de 1989 por tempo indeterminado (diferentemente do Plano Bresser que limitara o congelamento a 90 dias);
- A cotação do dólar norte-americano foi fixada em NCz\$ 1, o que refletia uma desvalorização do cruzado. Tal pode ser interpretado como a mesma preocupação de ajustar as tarifas públicas.

Podemos perceber que o Plano Verão procurou evitar a repetição de um dos erros principais do Plano Cruzado: o “engessamento” da economia com significativas tensões de preços.

Seguindo as características dos planos anteriores, o governo recorreu à construção de um novo vetor de preços para servir de base para a apuração da inflação. Assim a base do IPC foi deslocada para 15 de janeiro. De forma análoga ao Plano Bresser, ficou determinado que os aumentos de preços autorizados pelo governo na véspera da entrada em vigor do congelamento seriam computados integralmente na inflação de janeiro, evitando a contaminação da taxa de fevereiro.

A eliminação da OTN, que servia de indexador para os contratos pós-idexados e que, com a aceleração inflacionária estava se tornando gradualmente em moeda escritural paralela ao cruzado, beneficiou os devedores (principalmente o Governo) em detrimento dos credores. O novo plano também proibiu cláusulas de indexação nos novos contratos com prazo inferior a 90 dias, permitindo por sua vez aos contratos com prazo superior a 91 dias a livre pactuação da regra de indexação.

A Caderneta de Poupança continuou sendo o único ativo indexado oficialmente pelo governo sendo atualizadas inicialmente com base no rendimento da LFT e a partir de maio de 1989 com base na variação do IPC do mês anterior acrescido de 0,5%.

As operações com títulos do tipo LFT, consideradas de curto prazo (até 90 dias), ficaram isentas de tributação. Operações de curto prazo com demais papéis ficaram sujeitas ao imposto de 10% sobre o rendimento nominal, em caso de identificação do beneficiário, e 30%, em caso de não identificação. Os ganhos de capital em operações acima de 90 dias passaram a ser tributados em 25%, desde que houvesse identificação, e 30% caso contrário.

Com relação aos depósitos a prazo fixo e Letras de Câmbio, manteve-se o prazo mínimo de 60 dias, quando remuneradas as taxas pré-fixadas. No caso de taxas pós-fixadas, houve elevação do prazo mínimo de 60 dias para 90 dias.

Através da Medida Provisória nº 42, em 16 de março de 1989, foi feita nova alteração na tributação de aplicações financeiras, tornando ainda mais difícil o seu acompanhamento por parte do mercado financeiro e do investidor, dada as freqüentes modificações. Desta vez o motivo foi respaldado principalmente na necessidade de se eliminar o tratamento tributário excessivamente favorecido dado aos títulos públicos *vis-à-vis* aos títulos privados. Tal distinção contribuía decisivamente para a concentração ainda mais forte das aplicações em títulos federais, em detrimento, principalmente, dos papéis privados, os quais, desde o advento do Plano Verão, já vinham se ressentindo da perda da atratividade exercida pelos CDB, em decorrência do congelamento da correção monetária no cálculo do seu rendimento.

Com relação ao câmbio, este se tornou um dos mais controversos aspectos do Plano Verão. Se por um lado argumentava-se que o congelamento da taxa de câmbio estava aprofundado o já significativo atraso cambial e comprometendo o desempenho das exportações brasileiras de manufaturados. Por outro temos a crença de que a manutenção do câmbio fixo por um período suficientemente longo seria condição necessária para o sucesso do Plano Verão.

A política monetária restritiva do plano permitiu que a demanda por moeda fosse mantida em níveis aceitáveis logo após a implementação do plano, ficando muito abaixo da demanda por moeda observada nos planos anteriores durante o mesmo período.

Esta tendência deixou de ser observada nos meses posteriores. As taxas de juros reais praticadas no mercado financeiro (as taxas de juros reais da LFT usando como deflator o IPC, alcançaram 3,98% em fevereiro e 12,76% em março) tiveram um efeito perverso sobre o consumo. Os ganhos proporcionados pelas elevadas taxas de juros reais, aliados à redução do recolhimento compulsório na fonte do imposto de renda para as pessoas físicas, aumentaram a renda disponível dos consumidores, neutralizando os efeitos contracionistas dos aumentos de preços na véspera do anúncio do Plano, da evolução do custo do crédito e da desvalorização do estoque de riqueza não-financeira sobre a demanda. Além disso, a falta de credibilidade no programa também impulsionou o consumo. A sociedade e seus principais agentes econômicos tinham convicção de que a inflação sairia vitoriosa, dado o fracasso dos dois planos anteriores.

Dada a política de altas taxas de juros, o rendimento real dos ativos financeiros de renda fixa situou-se em níveis astronômicos em fevereiro ficando acima de 14%am.

Os juros elevados, ao invés de prejudicar o mercado acionário, beneficiaram inicialmente as aplicações em ações. Teoricamente, a manutenção de taxas de juros reais elevadas tende a subtrair recursos do mercado de ações em proveito dos mercados de renda fixa. Desta vez, porém, os níveis elevados das taxas de juros reais provocaram excesso de liquidez.

As elevadas taxas de juros em relação à inflação esperada fizeram com que os dólares do exterior fossem atraídos, aumentando a liquidez do sistema monetário interno. Além disso, o congelamento dos preços e, sobretudo, a extinção da correção monetária afetaram positivamente o mercado acionário, na medida em que abalaram a expectativa real das aplicações alternativas.

A cotação do dólar no mercado paralelo apresentou significativa melhora nos dois primeiros meses do plano com uma variação real de -4,42% em fevereiro e 3,88% em março, segundo o IPC. O investidor que comprou dólar no início de fevereiro perdeu em relação ao ganho alternativo que poderia ter tido aplicando em LFTs, Caderneta de Poupança e Letras de Câmbio. O custo de oportunidade tornou-se ainda maior comparando com a variação real do IBOVESPA, que alcançou 85,45% de fevereiro a março de 1989, enquanto que os investidores em dólar apresentaram uma perda de 0,71% no mesmo período. Como a política de juros real positivo havia sido amplamente anunciada, o fato do dólar paralelo não haver caído só pode ser justificada pela expectativa de súbita desvalorização cambial.

Em relação aos dois primeiros meses, a melhor alternativa de investimento foi o mercado de ações seguido pelos demais ativos de renda fixa, que apresentaram altas taxas de rentabilidade no período, como se pode observar. A alta atratividade dos ativos de renda fixa teve um efeito perverso sobre o dólar no paralelo, como já foi descrito.

O CDB não obteve uma performance tão expressiva como os demais ativos de renda fixa devido à extinção da OTN, associado ao congelamento de seu valor ao nível de 15 de janeiro de 1987, e com a inflação no período medida pelo IPC ficando em 5,17% em fevereiro 7,97% em março, bem acima da expectativa do governo, houve uma arbitrária transferência de renda dos credores para os devedores. Porém mesmo com essa controvérsia a pior opção de investimento no período foi o dólar paralelo.

No final de abril, o governo deu os primeiros passos na direção da reindexação da economia. Atendendo a demanda de um indexador oficial, devido à extinção da OTN, foi criado o BTN (Bônus do Tesouro Nacional) corrigido mensalmente com base na variação do IPC. No entanto, o novo indexador, só poderia ser utilizado em contratos novos com prazo superior a 90 dias.

Como na execução do programa pretendia-se conduzir o congelamento através de “tabelas de móveis” procurando ajustar as distorções de preços que viessem a ocorrer, em abril, o governo estabeleceu regras de descongelamentos: após a primeira revisão dos preços, sem data marcada, a ser autorizada pelo Ministro da Fazenda, os reajustes só poderiam ocorrer em intervalos de 90 dias, exceto em casos excepcionais.

Paralelamente, as taxas de juros reais apresentaram uma significativa queda em relação aos primeiros meses. A taxa de juros LFT desenhou em abril uma trajetória de queda contínua convergindo para uma rentabilidade nominal de 11,12%, representando uma taxa de juros real de 3,55% ao considerar-se o índice oficial de inflação. Operando desta forma, o Bacen garantiu que a política de juros reais elevados após o Plano Verão fosse totalmente financiada pelos juros real fortemente negativo em janeiro. Tal mudança na política deveu-se a preocupação do governo com o financiamento de déficit público.

A redução das taxas de juros reais dos títulos públicos levou à redução da rentabilidade real dos demais ativos de renda fixa, dado o seu caráter de estabelecer o nível das taxas de juros que vigorarão no mercado financeiro. A queda do rendimento real desse tipo de aplicação foi acompanhada por uma significativa valorização dos ativos reais. O IBOVESPA apresentou o terceiro mês consecutivo de alta acelerada em termos reais.

As aplicações em dólar paralelo também apresentaram um significativo ganho real em abril. Além da queda das taxas de juros e da expectativa de uma maxidesvalorização cambial, a cotação do dólar no mercado paralelo foi impulsionada pelo risco de perda do controle inflacionário, a partir do descongelamento que se iniciava.

O processo de realinhamento dos preços foi detonado no início de maio, com os reajustes dos preços de automóveis, das passagens aéreas e dos combustíveis. Ao longo do mês o descongelamento se intensificou, com a determinação de reajustes, praticamente simultâneos, para vários produtos com preços administrados e de serviços públicos. Ainda em maio, o

Congresso aprovou uma nova política salarial, que estabeleceu um esquema de reajustes diferenciados de acordo com a variação do IPC.

De acordo com a estratégia anunciada pelo governo de só manter sob controle oficial os preços dos segmentos oligopolistas e monopolistas, foram liberados diversos preços dos setores competitivos. O descongelamento provocou uma forte aceleração inflacionária em maio com a taxa de inflação alcançando 9,4% neste mês e elevando-se ainda mais em junho e nos meses subseqüentes.

Tendo em vista a conjuntura de aceleração inflacionária e os objetivos de evitar a queda da rentabilidade real das aplicações financeiras, no sentido de reduzir as alíquotas de IR para evitar o confisco excessivo sobre os ganhos nominais crescentes decorrentes da subida da inflação. Além da redução das alíquotas, foram restabelecidas as faixas de prazo mais curtas, de até 29 dias, de 30 a 59 dias e de 60 dias ou mais, mantendo-se a diferenciação entre aplicações nominativas e não-identificadas.

A aceleração da inflação em junho mostrou que a saída do Plano Verão realizou-se com um grau de desorganização incomum. A permanência de defasagens de preços, particularmente nas tarifas públicas e em alguns produtos industriais cipeados, e a perspectiva de continuação da pressão altista nos preços dos alimentos, levaram a uma contínua aceleração da inflação.

Paralelamente ao forte movimento de alta verificado nas bolsas de valores desde o início do ano de 1989 terminou com uma dramaticidade nunca antes vista neste mercado. A valorização do IBOVESPA, que chegou a acumular mais de 170% em termos reais entre fevereiro e abril de 1989 em princípio poderia ser justificada pela perspectiva de hiperinflação no horizonte e conseqüente demanda por “hedge” em ativos reais. Este, entretanto, é um mercado de alta volatilidade, no qual a simples expectativa da alta futura tende a produzir uma reação imediata, o que por sua vez tende a confirmar as expectativas altistas, o que gera nova reação imediata, e assim por diante. É por isso que as bolsas de valores, em qualquer lugar do mundo, são particularmente sujeitas a esses movimentos de “bolhas especulativas”. A bolha é uma elevação rápida e explosiva dos preços que, em determinado momento e freqüentemente sem motivo aparente, transforma-se numa queda igualmente rápida e acentuada.

A crise da bolsa deflagrada em junho de 1989 com uma variação real de -53,69% foi explodida pela inadimplência do Sr. Naji Nahas. O que ocorreu foi que a posição compradora, inicialmente dominante e aparentemente tranqüila e promissora, de repente revelou-se

excessivamente especulativa e insustentável. A peculiaridade do caso é que o Sr. Nahas detinha uma parcela muito grande dessa posição.

A queda real do dólar paralelo, iniciada em junho e perpetuando-se em julho, pode ser explicada pela ação do efeito renda que resulta da destruição de riqueza produzida pela crise econômica e financeira. Os investidores em bolsa e intermediários financeiros sofreram prejuízos com a inadimplência de Nahas viram-se obrigados a vender posições em moeda estrangeira para equilibrar suas estruturas patrimoniais. Naturalmente os operadores desses mercados puderam aproveitar-se da situação forçando ainda mais a baixa antes de comprar. Adicionalmente, muitas instituições financeiras afastaram-se do mercado, com a generalização dos temores em relação à inadimplência de outras instituições.

O arrefecimento da taxa de inflação levou a mais uma mudança na equipe econômica mantendo-se porém o Ministro Maílson da Nóbrega a frente da pasta da Fazenda. O resultado foi a adoção de uma nova política “feijão com arroz”. Esta objetivava levar o barco da economia relativamente intacto até a posse do novo presidente em março de 1990.

Após a crise das bolsas em junho, os mercados financeiros passaram a ter sua evolução determinada pela nova política de juros real positivo implementada pelo Banco Central. Essa política foi concebida como parte da estratégia do “feijão com arroz” que procurou conter, embora frustradamente a aceleração inflacionária em níveis moderados até o início de 1990 e evitar a fuga da liquidez em direção à moeda estrangeira. Os juros reais elevados atuaram como inibidor do consumo, da acumulação de estoques e dos investimentos em ativos reais em geral, incluindo-se as aplicações em ações e em dólar paralelo.

Assim, a melhor oportunidade de investimento no período ficou com os CDBs seguidos das Letras de Câmbio e LFTs. Apesar de alta rentabilidade oferecida pelo IBOVESPA nos primeiros meses do Plano, a crise das bolsas em junho de 1989, reverteu a tendência crescente da variação deste ativo, que manteve-se estável com a nova política de “feijão com arroz”. O dólar paralelo ficou em quinto lugar, sofrendo várias oscilações em seu ganho real durante o período. A Caderneta de Poupança, embora tenha sido a pior opção de investimento, apresentou uma rentabilidade real acumulada positiva, ficando acima das rentabilidades oferecidas em planos anteriores.

O final do ano de 1989 foi marcado pelas eleições presidenciais. As incertezas produziram um movimento especulativo imprevisível dos ativos. Onde pudemos perceber oscilações

bruscas do dólar paralelo e das bolsas de valores, mas nada foi comparável ao anúncio das medidas econômicas a serem tomadas pelo novo presidente Fernando Collor de Mello.

CAPÍTULO V: O PLANO COLLOR E IMPACTO SOBRE A RENTABILIDADE DOS PRINCIPAIS ATIVOS FINANCEIROS:

Plano Collor I:

Os anos 80 assistiram às mais diferentes experiências de ajustamento da economia brasileira, tanto no final do regime autoritário quanto na fase da Nova República, época na qual fez-se uso dos três planos heterodoxos previamente descritos. Todas fracassaram no seu principal objetivo de combate à inflação. A renda *per capita* manteve-se estagnada, a inflação se acelerou atingindo níveis recordes na história econômica do país e a dívida externa aumentou. Tal fez com que esse período fosse batizado como a “década perdida”.

A situação econômica brasileira que precedeu a implementação do Plano Collor caracterizou-se pela deterioração nítida e crescente da dinâmica monetária. Medidas pelo IPC as taxas mensais de inflação passaram de 28,06% em julho de 1989 para 51,82% em dezembro do mesmo ano alcançando 79,11% em março de 1990.

Pode ser observada uma rejeição pela sociedade à moeda nacional e uma busca de valores-refúgios expressos em ativos financeiros e moedas estrangeiras. A preocupação governamental de evitar a dolarização da economia, bem como a necessidade de captar cada vez mais recursos para cobrir as necessidades de financiamento do setor público, em particular para girar a dívida interna, conduziu a um crescimento acentuado das taxas de juros e conseqüentemente, a uma demanda por títulos de curtíssimo prazo, como as LFTs.

As LFTs passaram a ser vistas como quase-moeda, já que tinham um nível de liquidez elevadíssimo como garantia de recompra dos títulos a cada momento pelo próprio Governo. Adicionalmente, os agentes se protegiam da queda do poder de compra da moeda nacional, já que estes títulos rendiam juros. Tratava-se, pois, de uma moeda indexada.

Se este mecanismo impediu a dolarização da economia por uma lado, por outro, provocou distorções sérias no mercado financeiro, com efeitos danosos sobre a administração da dívida pública e sobre a própria produção. Os mesmos aumentos de

juros que impediam a dolarização e permitiam a captação de recursos por parte do governo, ampliaram substancialmente o custo financeiro da dívida pública, exigindo aumentos ainda maiores nas taxas de juros futuras. Isto ampliou o risco e encurtou substancialmente os prazos das aplicações financeiras. O mercado financeiro deixou de apresentar instrumentos de financiamento a médio e longo prazos, comprometendo-se assim os investimentos em produção.

No dia 15 de março, ao tomar posse na Presidência da República, Fernando Collor de Mello começou a cumprir uma de suas promessas de campanha: a adoção de um plano econômico que deixaria a esquerda perplexa e a direita enfurecida. Iniciava-se o plano mais ousado de combate à inflação que um governo jamais implementara no país.¹⁵

O estado de nervosismo dos mercados financeiros assim como de toda a economia às vésperas da posse do novo Presidente, levou à decretação de um feriado bancário para evitar uma corrida especulativa aos bancos dados o alto grau de incerteza em relação às novas políticas do governo.

O Plano Collor teve em sua essência três medidas provisórias (154, 160, 168) que cuidaram das políticas de renda, fiscal e monetária. Além dessas medidas, o governo anunciou seis outras reformas: uma reforma administrativa, uma política comercial com forte conteúdo de liberalização sem reajuste do câmbio¹⁶, um programa de privatização com participação do sistema financeiro através da compra compulsória de certificados de privatização com base nos ativos, um programa de enxugamento da máquina estatal e uma reforma tributária destinada a eliminar isenções, expandindo, bem como a isenção dos incentivos fiscais.

A política de renda consistia em três conjuntos de medidas:

- (i) Reajuste de tarifas públicas;
- (ii) Congelamento temporário e posterior prefixação dos preços;
- (iii) Nova política salarial.

¹⁵ Andrade, J.P., Mollo, M.L.R. e Silva, M.L.F. "O Plano Collor e a Concepção do Papel Estado" em Plano Collor Avaliações e Perspectivas, organizador Clovis de Faro, 1990

¹⁶ O Plano optou pelo câmbio oficial flutuante evitando assim a difícil decisão de maxidesvalorização.

O reajuste de tarifas públicas e de bens de serviços produzidos pelo governo se deu nos seguintes percentuais: 57,8% para os combustíveis, 83,5% para os serviços postais e telegráficos e 32,1% para a energia elétrica, linhas telefônicas, cana de açúcar, álcool e açúcar.

A Medida Provisória 154, de 15/03/90, vedou por tempo indeterminado, quaisquer reajustes de preços de mercadorias e serviços em geral, sem a prévia autorização do Ministro da Economia, Fazenda e Planejamento. Os salários do mês de março, por sua vez, tiveram seus reajustes com base na inflação de fevereiro.

A regra imediata para reajuste de preços e salários criada por essa medida objetivava o desatrelamento dos reajustes da inflação passada. Envolveu ainda prefixação, a partir de maio, de uma taxa mensal que constituiu um limite superior para os reajustes de preços de mercadorias e serviços, independente de autorização, e a publicação, no primeiro dia útil após o dia 15 de cada mês, a partir de 15 de abril, da inflação que serviria de base para a correção do salário mínimo.

As medidas fiscais do Plano Collor podem ser classificadas em dois grupos: (i) as que tiveram um efeito transitório sobre o déficit e (ii) as que atuaram de forma permanente. As do primeiro grupo foram:

- Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), que incidiu uma única vez sobre o estoque de diversos ativos financeiros existentes no dia 16 de março;
- Suspensão de incentivos fiscais.

As de caráter permanente foram:

- Redução do serviço da dívida pública interna, com diminuição do estoque da dívida interna através da criação de novos títulos, LBC e LTN;
- Aumento da arrecadação tributária através do combate à sonegação fiscal;
- Programa de privatização, com a venda de empresas estatais para o setor privado;
- Reforma administrativa com extinção e fusão de órgãos;
- Criação e aumento das alíquotas de alguns impostos¹⁷, aumento de alíquotas do IPI, Imposto de Renda das atividades agrícolas;
- Redução do serviço da dívida externa.

Por último, a reforma monetária foi conduzida através da Medida Provisória nº 168¹⁸.

Cabe ressaltar as principais medidas:

- A instituição de uma nova moeda, o Cruzeiro, sendo que um Cruzeiro correspondia a um Cruzado Novo;
- Os saldos dos depósitos à vista foram convertidos em cruzeiro obedecendo ao limite de NCz\$ 50.000,00;
- Os saldos das Cadernetas de Poupança foram convertidos em Cruzeiros também obedecendo o limite de NCz\$ 50.000,00;
- Os depósitos à prazo fixo, com ou sem demissão de certificado, as Letras de Câmbio, os depósitos interfinanceiros, as debêntures e os demais ativos financeiros bem como os recursos captados pelas instituições financeiras por meio de operações compromissadas foram convertidos em cruzeiros observando o seguinte:
 - a) Para as operações compromissadas, na data do vencimento do prazo original da aplicação, foram convertidos NCz\$ 25.000,00 ou 20% do valor de resgate da operação, prevalecendo o maior;
 - b) Para os demais ativos e aplicações excluídos os depósitos interfinanceiros, foram convertidos, na data de vencimento do prazo original dos títulos, 20% do valor de resgate.

A reforma monetária consistiu assim em três aspectos distintos. Primeiro, o governo decretou um imposto sobre o estoque da riqueza do setor privado (ativos financeiros valor, de mercado das ações e ouro financeiro). E um imposto fiscal de cerca de 5% do PIB em 1990, considerando o feriado bancário, o IOF, a suspensão de pagamentos de juros sobre a dívida mobiliária interna por 18 meses. Segundo, o governo reestruturou o total dos ativos financeiros na forma de Cruzados Novos, assumindo inclusive dívidas privadas, convertendo-os em depósitos a prazo fixo sobre o controle do Bacen por 18 meses, à taxa de juros de 6% ao ano. Realizou,

¹⁷ A incidência do Imposto de Renda à alíquota de 25% sobre os ganhos líquidos nas bolsas de valores, de mercadorias e de futuros

¹⁸ Em 12 de abril de 1990, tornou-se a Lei nº 8.204.

portanto, um alongamento do perfil da dívida pública interna, uma moratória de juros de 18 meses e uma redução unilateral do custo da dívida para 6% ao ano. Terceiro, o governo congelou a titularidade desta dívida, o que significou que os mercados secundários fossem proibidos de funcionar para operações de transferência desses depósitos entre os agentes econômicos. Algumas exceções foram abertas na data de decretação do Plano e novas exceções foram sendo permitidas ao longo do tempo, a critério das autoridades do governo.

Foram suspensas algumas das conversões adicionais liberadas, vindo em seguida uma série de medidas, que geraram muita confusão no sistema financeiro. Através da Circular nº 1.724, o Banco Central reduziu ainda mais o limite de financiamento às instituições deficitárias de Cruzados Novos em suas reservas. Assim, tais instituições ficaram obrigadas a deduzir 50% das conversões realizadas desde 30/04 do cálculo de seus limites de financiamento. A partir de 15/05, as instituições tiveram que abater, do limite estipulado pela Circular nº 1.663, a totalidade dos recursos convertidos através das excepcionalidades. A intenção do Banco Central foi de retirar do sistema, recursos em Cruzeiros para cobrir déficits em Cruzados Novos das contas de reservas e, conseqüentemente, provocar uma elevação das taxas de juros.

Dando continuidade à estratégia de restrição de liquidez, em meados de maio, o governo anunciou mais um conjunto de medidas, dentre as quais pode-se destacar: contenção do crédito direto ao consumidor, crédito pessoal e cartões de crédito; extinção das contas remuneradas. Desta forma, as instituições financeiras foram obrigadas a tentar redirecionar os clientes que detinham saldos nas contas remuneradas para outros ativos, provocando num primeiro momento uma rápida queda nas taxas de juros dos títulos privados.

Por fim, foi anunciada uma cobrança de 1% de IOF sobre as operações de crédito ao consumidor, pessoal e cartão de crédito, além de 20% sobre as transferências de titularidade, inclusive para o pagamento de impostos em cruzados novos. Esta incidência de IOF, instituída pela Resolução nº 1.706 do Banco Central e revogada no dia seguinte, foi considerada como totalmente inconstitucional. Apesar de ter durado apenas um dia, foi considerada um lastimável erro político,

mostrando a falta de coordenação da equipe do governo e arranhando a sua credibilidade. Para o mercado financeiro, gerou muito transtorno e confusões, acarretando queda das Bolsas de Valores em mais de 10% no dia e alta no mercado de dólar paralelo, estimulando os movimentos especulativos.

No dia 30 de maio, na primeira reunião do Conselho Monetário Nacional (CMN) do governo Collor, mais um conjunto de medidas foi baixado visando o controle da liquidez. Desta vez, tais medidas eram esperadas pelo mercado financeiro, pois já era sabido que o Banco Central tentaria recuperar os mecanismos tradicionais de política monetária.

Vale destacar ainda uma das mais importantes medidas, que veio modificar profundamente a forma de negociação dos títulos no mercado financeiro. O CMN aprovou uma linha de liquidez para os bancos, para financiamento de suas carteiras. Assim, a partir do dia 27 de maio, o Banco Central não participou mais do mercado no final do dia, zerando as posições das instituições - prática utilizada nos últimos cinco anos. Além disso, após quatro anos, o Banco Central realizou o primeiro leilão informal de Letras do Tesouro Nacional (LTN).

Vale ressaltar que os títulos públicos existentes em poder do mercado reduziram-se de 12,5% do PIB em 13/03 para 3 % em 30/04, deixando o Banco Central em situação de *undersold* - mais recursos disponíveis do que títulos para financiar-los. Apesar dessa situação o governo conseguiu, mesmo que compulsoriamente, alongar o prazo médio da dívida pública e reduzir os encargos. Os encargos do tesouro reduziram-se, no ano, de Cr\$109 bilhões, registrados em fevereiro, para Cr\$ 12 bilhões em abril. A redução significativa das taxas de juros e o congelamento de parte dos títulos que passam a render BTN mais 6% a.a, foram os principais fatores que contribuíram para tamanha redução. Em maio, no entanto, os juros praticados pelo Banco Central no mercado aberto subiram gradativamente, fazendo jus à política monetária de elevação dos juros como forma de contenção de consumo e inibição de investimentos de risco. Deste modo, a taxa de juros nominal oferecidas pela LFTs passaram de 2,38 % em abril para 4,46% em maio.

Os primeiros indicadores da inflação pós-plano Collor ficaram bem acima da expectativa. Embalada pela euforia das primeiras semanas do plano, em que a

desmonetização foi intensa e alguns preços foram efetivamente reduzidos, a equipe econômica agiu de forma a esperar uma deflação no primeiro mês e decidiu abandonar a estratégia de desindexação gradual, instrumentalizada na concepção inicial. A equipe optou assim pelo já conhecido congelamento de preços e decretou a prefixação zero para os reajustes salariais de abril. Porém, logo começaram a surgir evidências de que a primeira inflação oficial pós-plano não seria zero. De fato, a inflação ponta-a-ponta de abril divulgada pela FIPE, depois de expurgados os aumentos de alugueis, registrou 3,29%. Considerando os ajustes de alugueis a inflação ponta-a-ponta de abril deveria ter a 6,7%.

As Cadernetas de Poupança sofreram saques líquidos.

O baixo rendimento dos CDBs deve-se aos mesmos motivos mencionados acima, além das contínuas mudanças de regras afetando ainda mais a confiança dos agentes econômicos na capacidade do governo de conduzir a política econômica.

A significativa rentabilidade do IBOVESPA, que deflacionado pelo IPC alcançou cerca de 80%, pode ser explicada pelo grande grau de incerteza vivido no mês de abril, que transferiu recursos dos ativos de renda fixa para os de renda variável.

Em maio, a política do Banco Central de sustentar as taxas de juros praticadas no mercado em patamares elevados não apenas não foi alcançada, devido ao alto nível da inflação no período, como também inibiu as aplicações nas bolsas de valores. Aliado ao processo de realização dos lucros após a alta registrada em abril, a Notícia de prejuízo da Vale do Rio Doce em maio foi outro fator que contribuiu para a baixa rentabilidade desse ativo. Em julho, porém, as bolsas de valores já voltavam a apresentar uma variação positiva, chegando a oferecer um rendimento real de 52,07% (deflacionado pelo IPC).

Ainda neste mês, o dólar no paralelo esboçou uma tentativa de alta, apesar da tentativa do Banco Central em segurar as cotações do dólar. A principal razão para a resistência das suas cotações esteve ligada ao fato de escassez da moeda. Ainda, a falta de um índice oficial de inflação, a permanente adoção de medidas e a demora na sinalização do governo de perspectivas de médio e longo prazo, contribuíram para a sustentação do valor da moeda. Na tentativa de conter um maior movimento

de dolarização, o Banco Central adotou medidas que obrigavam os clientes de bancos a preencher formulários à Receita Federal discriminando a utilização da moeda sacada em valores superiores a Cr\$ 300 mil. O resultado dessa política foi a queda da cotação do dólar que manteve-se negativa até Outubro de 1990. Cabe ainda ressaltar que o Plano Collor fez a opção pelo câmbio oficial flutuante.

A partir de junho, com a taxa de inflação voltando aos dois dígitos e o anúncio das novas políticas de contração de créditos, houve, por um lado, movimentos ascendentes das taxas de juros reais dos ativos de renda fixa e, por outro, a queda da rentabilidade real dos ativos de renda variável.

Em setembro, ocorreu uma nova intervenção do Banco Central na economia, com a introdução da cunha fiscal do IOF que efetivamente compartimentalizou os mercados de papéis públicos e privados.

Devido às crescentes dificuldades encontradas pela política de combate à inflação, o dólar comercial transformou-se em vedete entre as operações de investimento com uma variação real de 9,29% em outubro, enquanto que a segunda melhor opção de investimento, os CDBs apresentaram uma rentabilidade real de 3,54% am (ambos deflacionados pelo IPC). Em novembro, a variação real do dólar paralelo alcançou 23,58% o recorde mensal desde 1980.

O IBOVESPA também iniciou uma fase de recuperação em novembro, a despeito do pânico existente em relação a uma iminente recessão. A explicação é a mesma que se aplica ao dólar no paralelo: perda quase total da confiança no Governo e em sua política econômica.

A última e importante medida de 1990 foi a criação de um novo título público federal emitido pelo Banco Central, com lastro nos papéis do Tesouro Nacional, destinado exclusivamente à execução da política monetária. O título foi denominado Bônus do Banco Central (BBC), tendo prazo mínimo de resgate de 28 dias era prefixado.

Em suma, temos que a melhor opção de investimento nesse período foram os ativos de renda fixa embora tivessem obtido em sua maioria, uma rentabilidade real negativa no período. Donde concluisse que 1990 constituiu-se no pior ano para investimento em ativos financeiros quaisquer.

Plano Collor II:

Diante do fracasso em manter a inflação em níveis baixos do Plano Collor I, a equipe econômica buscou retomar a credibilidade do governo e a ofensiva através de duas Medidas Provisórias (MP 244 e 245), que podem ser resumidas em seis principais pontos:

- (i) Preços foram congelados aos níveis de 30 de janeiro de 1991, sendo que anteriormente foi promovido um reajuste das tarifas¹⁹;
- (ii) A partir de 28 de fevereiro de 1991 os salários foram congelados pela média do poder aquisitivo dos últimos doze meses. A MP 245 previa ainda o congelamento dos salários, inclusive do salário mínimo até julho, a proibição das antecipações e a unificação das datas-base para julho;
- (iii) Criou-se a TR (Taxa referencial de juros) no lugar do BTN e BTN fiscal. Esta passaria a remunerar as aplicações financeiras e atualizar os pagamentos de tributos através da TR diária.
- (iv) Anunciou-se o fim do *overnight*, a partir de primeiro de março de 1991, criando-se os Fundos de Aplicações Financeiras (FAF, popularmente batizados de “Fundão”), semelhantes aos fundos de curto prazo existentes na época. As taxas de remuneração destes seriam iguais para todos os especuladores, havendo apenas diferenças nas taxas oferecidas por diferentes instituições. As carteiras dos FAFs deveriam obrigatoriamente conter títulos públicos, 10% em Títulos de Desenvolvimento Econômico (TDE) e 3% em Fundos de Desenvolvimento Social (FDS), além de outros títulos a critério das instituições gestoras, respeitando os limites impostos pelo Bacen. O FAF acabou ocasionando uma demanda cativa por títulos

¹⁹ Energia elétrica aumentou em 59,5%, gasolina e álcool em 46%, telefone em 58,6% e gás de cozinha em 50%.

públicos e foi um eficiente mecanismo na devolução dos cruzados retidos, ocorrida ao fim do ano de 1991;

- (v) Criação de nova tablita que serviu como fator diário para deflacionar as dívidas contraídas antes de 1/2/1991 e desde 1/9/1990 no dia do vencimento;
- (vi) A MP 244 previa a incidência de imposto de renda com alíquota de 35% a partir do exercício de 1992, sobre o “ganho de capital” auferido na liquidação, pelo Fundo de Compensação de Variação Salariais (FCVS), de saldo devedor na compra da casa própria pelo Sistema Financeiro de Habitação (SFH). Além disso previa um severo programa de contenção de verbas orçamentárias.

Desta forma, podemos identificar algumas semelhanças do Plano Collor II com o Plano Cruzado: ambos determinaram o congelamento dos preços e salários, extinguiram a correção monetária, reintroduziram a “tablita”. Assim como era de se esperar, houve uma forte euforia nos pregões das Bolsas de Valores, tendo o IBOVESPA uma rentabilidade real de 55,96% em janeiro de 1991.

Na política monetária, o FAF serviria para reter a moeda por mais tempo fazendo com que o Bacen ganhasse tempo para promover ajustes no nível das taxas de juros.

Dadas as baixas taxas de juros nominais, e as altas taxas de inflação de fevereiro como reflexo dos reajustes corretivos dos preços e tarifas públicas, os ativos de renda fixa, inclusive os FAFs, tiveram uma rentabilidade real negativa no período. Na classificação dos ativos financeiros em fevereiro, as Bolsas de Valores lideram as aplicações. O dólar em segundo lugar, porém com uma rentabilidade real negativa, o que pode ser explicado pela intervenção do Banco Central nesse mercado de modo a garantir maior estabilidade.

A partir de março de 1991, iniciou-se a implementação das medidas do Plano Collor II no tocante às aplicações financeiras de curto e curtíssimo prazo. Os fundos de curto prazo foram extintos e os recursos transferidos para os Fundos de

Aplicação Financeira, que também absorveram os recursos de pessoas físicas e jurídicas não financeiras aplicadas no *overnight*.

O aumento das taxas de juros, juntamente com a nova tributação sobre ganhos de capital auferidos em operações efetuadas por pessoas físicas em Bolsas de Valores, contribuiu para a baixa rentabilidade real observada no mês de abril. A alta das taxas de juros também afetou negativamente o mercado do dólar paralelo.

A classificação pode ser observada na **Tabela 10**. A má performance da Caderneta de Poupança deveu-se ao atrelamento a TR, que permaneceu defasada com relação à inflação no período.

Com a permanência da taxa de inflação em altos níveis dado o congelamento de preços e a credibilidade na equipe econômica, no dia 19 de maio de 1991, a ministra Zélia Cardoso de Mello, acompanhada de seus principais assessores, inclusive o Presidente do Banco Central, deixou o comando da economia.

CAPÍTULO VI: CONCLUSÃO

A proposta deste trabalho era a de verificar como os planos heterodoxos de estabilização, que foram aplicados a partir de 1986, iniciando com o Cruzado, afetaram a rentabilidade dos principais ativos financeiros. Concentrou-se a atenção nos seguintes ativos, em termos de suas rentabilidades reais: Caderneta de Poupança, Títulos da Dívida Pública, Certificados de Depósito Bacário, Dólar no Paralelo, Letras de Câmbio e Carteiras de Ações (neste caso, representado pelo IBOVESPA).

A principal motivação para este estudo foi provocada pela compreensão, quase que generalizada, de que os diversos planos heterodoxos do período de 1986 a 1991 acarretaram transferências de renda de tomadores para devedores, representadas por quedas de rentabilidade das taxas de captação das entidades financeiras, e também de que os congelamentos então ocorridos ocasionaram ganhos extraordinários nos mercados acionários.

Para aferição dos grandes ganhadores ou perdedores deste período, tomou-se como base o estudo do comportamento das taxas reais de rentabilidade dos ativos em cada um dos períodos em questão definidas para cada perfil de investidor.

Os perfis escolhidos foram:

- a) **Conservador:** 100% Caderneta de Poupança

- b) **Moderado:** 20% CDB
30% Caderneta de Poupança
25% Ações do IBOVESPA
25% Dólar no Paralelo

- c) **Agressivo:** 50% Ações do IBOVESPA
30% Dólar no Paralelo
20% CDB

- d) **Institucional:** 20% Ações do IBOVESPA
60% Títulos da Dívida Pública
20% Letras de Câmbio

Desta forma, espera-se avaliar o desempenho de cada investidor ao final de cada plano de estabilização e ao final de todos os planos apresentados.

Para efeito de cálculo de rentabilidade real dos ativos, será feito uso do IGP-DI da FVG, do INPC do IBGE e do IPC da FIPE, de forma a demonstrar que não é o uso deste ou daquele índice que afeta o resultado final da análise.

1) Plano Cruzado:

Conforme visto, o Plano Cruzado foi promulgado em 28 de fevereiro de 1986 e terminou com o início do Plano Bresser em 12 de junho de 1987. Desta forma, estaremos analisando os perfis de investidores no período de março de 1986 a junho de 1987²⁰.

Supondo que cada investidor possui cerca de 10.000 para distribuir entre os ativos financeiros e calculando as rentabilidades acumuladas do período temos os seguintes resultados de rentabilidade no Plano Cruzado:

Cruzado				
	Classificação	Rentabilidade Real Acumulada		
		IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	1	17,54%	22,20%	19,78%
LTN*	2	12,12%	16,39%	14,14%
Letras de Câmbio	3	11,72%	16,15%	13,85%
Caderneta de Poupança	4	5,92%	10,12%	7,94%
Dólar Paralelo	5	-23,32%	-20,28%	-21,86%
Ibovespa	6	-61,64%	-60,12%	-60,91%

*LBC a partir de Junho de 86

²⁰ Neste caso, resolvi incluir o mês de junho de 1987 visto que os investidores, em geral demoram um certo tempo para mudar suas opções de investimento.

a) Conservador:

Aplicou 10.000 em Caderneta de Poupança. Ao final do período teve o seguinte retorno:

Caderneta de Poupança			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Retorno	10.592	11.012	10.794

b) Moderado:

Aplicou 2.000 em CDB, 3.000 em Caderneta de Poupança, 2.500 em ações do IBOVESPA e 2.500 no dólar paralelo apresentando os seguintes retornos:

Retorno Real Acumulado			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	2.350	2.444	2.396
Caderneta de Poupança	3.178	3.304	3.238
Ibovespa	959	997	977
Dólar Paralelo	1.917	1.993	1.954
TOTAL	8.404	8.738	8.565

c) Agressivo:

Aplicou 5.000 em ações do IBOVESPA, 3.000 no dólar paralelo e 2.000 em CDB apresentando os seguintes retornos:

Rentabilidade Real Acumulada			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	2.350	2.444	2.395
Ibovespa	1.918	1.994	1.955
Dólar Paralelo	2.300	2.391	2.344
TOTAL	6.568	6.829	6.694

d) Institucional:

Aplicou 2.000 em ações do IBOVESPA, 6.000 em Títulos Públicos e 2.000 em Letras de Câmbio apresentando os seguintes retornos:

	Rentabilidade Real Acumulada		
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Ibovespa	767	798	782
LTN/LBC	6.727	6.983	6.848
Letras de Câmbio	2.234	2.323	2.277
TOTAL	9.728	10.104	9.907

Corroborando as observações acima, podemos perceber que os investidores mais conservadores apresentaram a melhor rentabilidade, seguido dos Institucionais, Moderados e por último os Agressivos.

2) Plano Bresser:

O Plano Bresser foi promulgado em 12 de junho de 1987 e terminou com o início do Plano Verão em 14 de janeiro de 1989. Desta forma, estaremos analisando os perfis de investidores no período de julho de 1987 a janeiro de 1989.

Supondo que cada investidor possui cerca de 10.000 para distribuir entre os ativos financeiros e calculando as rentabilidades acumuladas do período temos os seguintes resultados de rentabilidade no Plano Bresser:

	Classificação	Rentabilidade Real Acumulada		
		IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	6	-0,27%	-14,12%	-19,10%
Caderneta de Poupança	3	6,78%	-8,05%	-13,38%
Ibovespa	1	26,95%	9,32%	2,98%
Dólar Paralelo	2	25,98%	8,49%	2,20%
Letras de Câmbio	5	3,89%	-10,54%	-15,73%
LBC*	4	6,24%	-8,66%	-14,18%

*LFT a partir de Janeiro de 1988.

a) Conservador:

Aplicou 10.000 em Caderneta de Poupança. Ao final do período teve o seguinte retorno:

Caderneta de Poupança			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Retorno	10.678	9.195	8.662

b) Moderado:

Aplicou 2.000 em CDB, 3.000 em Caderneta de Poupança, 2.500 em ações do IBOVESPA e 2.500 no dólar paralelo apresentando os seguintes retornos:

Retorno Real Acumulado			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	1.995	1.718	1.618
Caderneta de Poupança	3.203	2.759	2.599
Ibovespa	3.174	2.733	2.575
Dólar Paralelo	3.150	2.712	2.555
TOTAL	11.522	9.922	9.374

c) Agressivo:

Aplicou 5.000 em ações do IBOVESPA, 3.000 no dólar paralelo e 2.000 em CDB apresentando os seguintes retornos:

Rentabilidade Real Acumulada			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	1.995	1.718	1.618
Ibovespa	6.347	5.466	5.149
Dólar Paralelo	3.780	3.255	3.066
TOTAL	12.122	10.409	9.833

d) Institucional:

Aplicou 2.000 em ações do IBOVESPA, 6.000 em Títulos Públicos e 2.000 em Letras de Câmbio apresentando os seguintes retornos:

	Rentabilidade Real Acumulada		
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Ibovespa	2.539	2.186	2.060
LBC/LFT	6.374	5.480	5.149
Letras de Câmbio	2.078	1.789	1.685
TOTAL	10.991	9.455	8.894

Podemos perceber que os investidores mais agressivos apresentaram um melhor desempenho seguido dos investidores moderados, institucionais e em último lugar os conservadores.

3) Plano Verão:

O Plano Verão iniciou em 14 de janeiro de 1989 e terminou com o início do Plano Collor I em 15 de março de 1990. Desta forma, estaremos analisando os perfis de investidores no período de fevereiro de 1989 a março de 1990.

Mantendo as mesmas premissas, calculando as rentabilidades acumuladas do período temos os seguintes resultados no Plano Verão:

	Classificação	Rentabilidade Real Acumulada		
		IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	1	72,57%	57,28%	64,72%
Caderneta de Poupança	4	10,62%	0,82%	5,59%
Ibovespa	6	-68,12%	-70,94%	-69,57%
Dólar Paralelo	5	-40,83%	-46,07%	-43,53%
Letras de Câmbio	2	38,79%	26,50%	32,48%
LFT	3	12,06%	2,14%	6,96%

a) Conservador:

Aplicou 10.000 em Caderneta de Poupança. Ao final do período teve o seguinte retorno:

Caderneta de Poupança			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Retorno	11.062	10.082	10.559

b) Moderado:

Aplicou 2.000 em CDB, 3.000 em Caderneta de Poupança, 2.500 em ações do IBOVESPA e 2.500 no dólar paralelo apresentando os seguintes retornos:

Retorno Real Acumulado			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	3.451	3.145	3.294
Caderneta de Poupança	3.319	3.025	3.168
Ibovespa	797	727	761
Dólar Paralelo	1.480	1.348	1.412
TOTAL	9.047	8.245	8.635

c) Agressivo:

Aplicou 5.000 em ações do IBOVESPA, 3.000 no dólar paralelo e 2.000 em CDB apresentando os seguintes retornos:

Rentabilidade Real Acumulada			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	3.451	3.145	3.294
Ibovespa	1.594	1.453	1.522
Dólar Paralelo	1.775	1.618	1.694
TOTAL	6.820	6.216	6.510

d) Institucional:

Aplicou 2.000 em ações do IBOVESPA, 6.000 em Títulos Públicos e 2.000 em Letras de Câmbio apresentando os seguintes retornos:

	Rentabilidade Real Acumulada		
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Ibovespa	638	581	609
LFT	6.724	6.128	6.418
Letras de Câmbio	2.776	2.530	2.650
TOTAL	10.138	9.239	9.677

Podemos perceber que os investidores conservadores, assim como no Plano Cruzado, apresentaram um melhor desempenho seguido dos investidores institucionais, moderados e em último lugar os agressivos.

4) Plano Collor I:

O Plano Collor iniciou em 15 de março de 1990 e terminou com o início do Plano Collor II em 31 de janeiro de 1991. Analisaremos os perfis de investidores no período de abril de 1990 a janeiro de 1991.

Mantendo as mesmas premissas, calculando as rentabilidades acumuladas do período temos os seguintes resultados no Plano Collor I:

	Classificação	Rentabilidade Real Acumulada		
		IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	2	3,10%	6,70%	15,44%
Caderneta de Poupança	4	-19,25%	-16,43%	-9,58%
Ibovespa	1	64,95%	70,71%	84,69%
Dólar Paralelo	3	-8,04%	-4,83%	2,96%
Letras de Câmbio	6	-74,73%	-73,84%	-71,70%
LFT	5	-37,17%	-34,98%	-29,66%

a) Conservador:

Aplicou 10.000 em Caderneta de Poupança. Ao final do período teve o seguinte retorno:

Caderneta de Poupança			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Retorno	8.075	8.347	9.042

b) Moderado:

Aplicou 2.000 em CDB, 3.000 em Caderneta de Poupança, 2.500 em ações do IBOVESPA e 2.500 no dólar paralelo apresentando os seguintes retornos:

Retorno Real Acumulado			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	2.062	2.134	2.301
Caderneta de Poupança	2.423	2.507	2.713
Ibovespa	4.124	4.268	4.617
Dólar Paralelo	2.299	2.379	2.574
TOTAL	10.908	11.288	12.205

c) Agressivo:

Aplicou 5.000 em ações do IBOVESPA, 3.000 no dólar paralelo e 2.000 em CDB apresentando os seguintes retornos:

Rentabilidade Real Acumulada			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	2.062	2.134	2.301
Ibovespa	8.248	8.536	9.235
Dólar Paralelo	2.759	2.855	3.089
TOTAL	13.069	13.525	14.625

d) Institucional:

Aplicou 2.000 em ações do IBOVESPA, 6.000 em Títulos Públicos e 2.000 em Letras de Câmbio apresentando os seguintes retornos:

	Rentabilidade Real Acumulada		
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Ibovespa	3.299	3.414	3.694
LFT	3.770	3.901	4.220
Letras de Câmbio	505	523	566
TOTAL	7.574	7.838	8.480

No Plano Collor I que os investidores agressivos, assim como no Plano Bresser, apresentaram um melhor desempenho seguido dos investidores moderados, conservadores e em último lugar os institucionais.

5) Plano Collor II:

O Plano Collor II iniciou em 31 de janeiro de 1991 e terminaremos a nossa análise em maio com a renúncia de Zélia Cardoso e sua equipe econômica. Analisaremos os perfis de investidores no período de fevereiro de 1991 a maio de 1991.

Mantendo as mesmas premissas, calculando as rentabilidades acumuladas do período temos os seguintes resultados no Plano Collor II:

	Classificação	Rentabilidade Real Acumulada		
		IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	2	5,33%	2,77%	2,82%
Caderneta de Poupança	3	-4,27%	-6,60%	-6,56%
Ibovespa	1	60,15%	56,26%	56,32%
Dólar Paralelo	5	-8,16%	-10,39%	-10,36%
Letras de Câmbio	6	-31,91%	-33,57%	-33,54%
LFT	4	-5,23%	-7,53%	-7,49%

a) Conservador:

Aplicou 10.000 em Caderneta de Poupança. Ao final do período teve o seguinte retorno:

Caderneta de Poupança			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Retorno	9.573	9.340	9.344

b) Moderado:

Aplicou 2.000 em CDB, 3.000 em Caderneta de Poupança, 2.500 em ações do IBOVESPA e 2.500 no dólar paralelo apresentando os seguintes retornos:

Retorno Real Acumulado			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	2.107	2.055	2.056
Caderneta de Poupança	2.872	2.802	2.803
Ibovespa	4.004	3.907	3.908
Dólar Paralelo	2.296	2.240	2.241
TOTAL	11.279	11.004	11.008

c) Agressivo:

Aplicou 5.000 em ações do IBOVESPA, 3.000 no dólar paralelo e 2.000 em CDB apresentando os seguintes retornos:

Rentabilidade Real Acumulada			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	2.107	2.055	2.056
Ibovespa	8.008	7.813	7.816
Dólar Paralelo	2.755	2.688	2.689
TOTAL	12.870	12.556	12.561

d) Institucional:

Aplicou 2.000 em ações do IBOVESPA, 6.000 em Títulos Públicos e 2.000 em Letras de Câmbio apresentando os seguintes retornos:

	Rentabilidade Real Acumulada		
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Ibovespa	3.203	3.125	3.126
LFT	5.686	5.548	5.551
Letras de Câmbio	1.362	1.329	1.329
TOTAL	10.251	10.002	10.006

No Plano Collor II que os investidores agressivos, assim como no Plano Collor I, apresentaram um melhor desempenho seguido dos investidores moderados, institucionais e em último lugar os conservadores.

Com base no que foi visto anteriormente, podemos perceber que em cada plano os perfis de investidores das extremidades apresentava a melhor rentabilidade alternadamente, ou seja, não houve ganhadores sistemáticos nestes planos. Desta forma, julgo necessário uma análise de longo prazo que englobe todo o período analisado, de fevereiro de 1986 a maio de 1991.

As rentabilidades reais acumuladas estão representadas na tabela abaixo:

	Classificação	Rentabilidade Real Acumulada		
		IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	1	119,68%	81,01%	89,45%
Caderneta de Poupança	2	-3,29%	-20,31%	-16,60%
Ibovespa	5	-58,98%	-66,20%	-64,63%
Dólar Paralelo	4	-51,73%	-60,23%	-58,37%
Letras de Câmbio	6	-72,28%	-77,16%	-76,09%
LFT	3	-29,02%	-42,65%	-38,02%

De uma forma geral podemos perceber que todos os ativos financeiros apresentaram uma rentabilidade real acumulada negativa, com exceção dos CDBs que apresentaram um excelente resultado. Estendendo para os perfis de investidores teremos o seguinte resultado:

a) Conservador:

Aplicou 10.000 na Caderneta de Poupança.

Caderneta de Poupança			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Retorno	9.671	7.969	8.340

b) Moderado:

Aplicou 2.000 em CDB, 3.000 em Caderneta de Poupança, 2.500 em ações do IBOVESPA e 2.500 no dólar paralelo apresentando os seguintes retornos:

Retorno Real Acumulado			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	4.393	3.620	3.789
Caderneta de Poupança	2.901	2.391	2.502
Ibovespa	1.026	845	884
Dólar Paralelo	1.206	994	1.041
TOTAL	8.716	7.850	8.216

c) Agressivo:

Aplicou 5.000 em ações do IBOVESPA, 3.000 no dólar paralelo e 2.000 em CDB apresentando os seguintes retornos:

Rentabilidade Real Acumulada			
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
CDB	4.393	3.620	3.789
Ibovespa	2.051	1.690	1.769
Dólar Paralelo	1.448	1.193	1.249
TOTAL	7.892	6.503	6.807

d) Institucional:

Aplicou 2.000 em ações do IBOVESPA, 6.000 em Títulos Públicos e 2.000 em Letras de Câmbio apresentando os seguintes retornos:

	Rentabilidade Real Acumulada		
	IPC FIPE	INPC IBGE	IGP DI FGV
Ibovespa	820	676	707
LFT	4.259	3.441	3.719
Letras de Câmbio	554	457	478
TOTAL	5.633	4.574	4.904

Podemos concluir que no longo prazo os investidores mais conservadores apresentaram uma rentabilidade cerca de 10% acima dos investidores moderados e 20% acima dos investidores agressivos e 40% acima dos institucionais, que apresentaram o pior desempenho e foram mais prejudicados com os planos heterodoxos.

Sumariando, podemos concluir que, os resultados aqui apresentados não dão margem a que se possa concluir de uma maneira taxativa que os planos heterodoxos não tenham acarretado em ganhadores e perdedores sistemáticos. Entretanto, é importante ressaltar que essas conclusões apóiam-se em uma observação da rentabilidade real dos principais ativos financeiros com base em perfis definidos pela autora. Na prática, nada impede que os investidores mudem os seu perfis ao longo dos planos levando a retornos maiores ou menores. Assim, me detive apenas em analisar os investidores que não mudaram os seus perfis.

BIBLIOGRAFIA

Andrade, J. P., Molho, M.L.R. e Silva, M.L.F. “O Plano Collor e a Concepção do Papel Estado” em Plano Collor Avaliações e Perspectivas, organizador Clovis de Faro, 1990.

Bacha, E., *Anotações sobre o Plano Cruzado*, mimeo, maio de 1986.

Edmar L. Bacha, “Moeda, Inércia e Conflito: Reflexões sobre Políticas de Estabilização no Brasil”, PUC/RJ, pág. 14

Barbosa, F.H., Brandão, A.S.P. e Faro, Clovis de, O Reino Mágico do Choque Heterodoxo, em F.H. Barbosa e M.H. Simonsen (orgs.), *Plano Cruzado: Inércia x Inépcia*, Rio de Janeiro, Globo, 1989

Carneiro, D.D., A Queima das Caravelas: O Tumultuado Caminho do Choque sem Volta, *50 anos de Brasil: 50 anos de Fundação Getúlio Vargas*, Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 1994.

Carneiro D.D., “Desafios”, pp. 235-241

Carneiro D.D., The cruzado Experience: Na Ultimely Evaluation After Ten Months, *Testo para Discussão n° 152*, Departamento de Economia, PUC/RJ, Janeiro de 1987.

F. Lopes, *O Choque Hetrodoxo: Combate à Inflação e Reforma Monetária*, Rio de Janeiro, Campus, 1986.

Modiano, E.M., A Ópera dos Três Cruzados: 1985-1989, em M.P. Abreu (org.), *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana 1988-1989*, Rio de Janeiro, Campus, 1990.

Modiano, E.M., The Cruzado First Attempt: The Brazilian Stabilization Program of February 1986 in Carneiro, “Stabilisation and Policies”, pp. 28-85

Senna, J.J., A Opção Intervencionista, em C. de Faro (org.), *A economia Pós Plano Collor II*, Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos, 1991.

Simonsen, M.H., Inércia Inflacionária e Inflação Inercial, em F.H. Barbosa e M.H. Simonsen (org.), *Plano Cruzado: Inércia x Inépcia*, Rio de Janeiro, Globo, 1989.

Simonsen, M.H., *30 Anos de Indexação*, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 1995.

Simonsen, M.H., Choques Sucessivos e o Plano Collor II, em C. de Faro (org.), *A economia Pós Plano Collor II*, Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos, 1991.

Economática

IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, www.ibge.gov.br

FGV, Fundação Getúlio Vargas, www.fgv.br

BCB, Banco Central do Brasil, www.bcb.gov.br