

Para além das divergências de interpretação, há hoje um relativo consenso no que diz respeito as inconsistências do Plano Real, a nossa dependência dos fluxos financeiros internacionais, e as dificuldades para desmontar a armadilha da apreciação cambial e dos juros elevados. Quase todos concordam também que a população brasileira já está e continuará pagando um alto preço pela estabilização, sem que isso afaste a possibilidade de uma dramática crise econômica e social.

Esta coletânea já estava no prelo quando o agravamento da crise asiática se fez sentir também no Brasil. Assustado com a força e com o rápido contágio dessa crise sobre nossa economia doméstica, o governo dobrou a taxa de juros e decretou um pacote fiscal na tentativa de aplacar a desconfiança dos investidores internacionais e de conter a queda das reservas cambiais. Essas medidas, no entanto, prometem não resolver nossos problemas estruturais e devem tornar ainda mais difícil a situação do país.

Tais acontecimentos evidenciaram porém a atualidade das críticas reiteradas aqui por vários economistas de renome, dentro de uma visão pluralista. Apesar dos esforços para manter o Plano Real, não restam dúvidas de que o Brasil tornou-se prisioneiro de fatores externos que não pode controlar. Mas essa situação foi criada sobretudo pela recusa do governo em corrigir seriamente o rumo da política econômica antes das próximas eleições, limitando-se a apostar todas as fichas num cenário internacional favorável.

Com este livro, publicado pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas em parceria com a Faculdade Católica de Ciências Econômicas da Bahia, pretendemos contribuir para o aprofundamento desse debate. Mais do que nunca é preciso refletir sobre os problemas e as perspectivas da atual política econômica e sobre a busca de alternativas de desenvolvimento sustentável para o nosso país, cujas possibilidades parecem depender menos das variáveis econômicas e muito mais do complexo exercício da política.

Aloizio Mercadante
Organizador

O Plano Real: uma avaliação¹

Edmar L. Bacha

Introdução

Lançado sob condições políticas peculiares, no último ano de um governo fraco e dividido, e sem ser apoiado pelo Fundo Monetário Internacional – FMI, o Plano Real foi bem-sucedido em acabar com a alta inflação crônica brasileira, com um programa de reforma monetária de origens genuinamente domésticas.

Este artigo contém uma descrição analítica desse programa, iniciando na próxima seção com o contexto econômico e político no qual ele se desenvolveu. Segue-se, na seção 2, uma explicação das três fases do plano e, na seção 3, uma descrição detalhada das principais características da reforma monetária: uma estabilização súbita preanunciada, precedida por uma fase de indexação plena, introduzida sem congelamento de preços, confisco de ativos financeiros ou recessão, e acompanhada de políticas cambial e monetária flexíveis.

O sucesso inicial do plano foi tão completo que seu estrategista político, Fernando Henrique Cardoso, foi eleito Presidente do Brasil. A

¹ Este artigo originalmente preparado para o *Fishlow Festschrift*, traz material de dois artigos prévios (Bacha, 1995, 1997). Agradeço a Adauto de Lima pelo trabalho de assistente de pesquisa. Traduzido do inglês por Pedro Paulo Zahluth Bastos.

tempo de reagir ao impacto da crise do balanço de pagamentos mexicano e aos crescentes desequilíbrios resultantes da introdução do plano, entre demanda e oferta agregada, e salários e preços — como descrito na seção 4. Durante o ano de 1995, severas iniciativas de política monetária e medidas de desindexação total foram introduzidas. Às custas de uma recessão temporária e de uma crescente fragilidade financeira, essas iniciativas foram bem-sucedidas em manter a inflação numa trajetória declinante, como detalhado na seção 6.

As conseqüências políticas do sucesso do plano foram tamanhas que se pode supor que a baixa inflação é agora uma característica permanente do cenário econômico brasileiro. Nesse contexto, a seção 6 discute alguns problemas econômicos pendentes para 1997 e além, relacionados aos dilemas políticos colocados pelos déficits gêmeos do orçamento público e do balanço de pagamentos.

1 O contexto econômico e político: 1993

Quando o Senador e Ministro das Relações Exteriores Fernando Henrique Cardoso tomou posse como Ministro da Fazenda, em maio de 1993, a inflação brasileira estava em 30% ao mês, numa trajetória, como mostra o Gráfico 1, de aceleração lenta mas persistente, ligeiramente superior a um ponto percentual ao mês. A nomeação de Fernando Henrique foi muito bem recebida, em vista de sua proeminência quer como político ou intelectual, mas a atitude da elite econômica brasileira era de total incredulidade quanto à implementação de uma política antiinflacionária efetiva durante o curto mandato do Presidente Itamar Franco, particularmente devido ao fato de Fernando Henrique Cardoso ser o quarto ministro da Fazenda nos oito meses de mandato do Presidente.

O Presidente Itamar Franco era originalmente um Senador por Minas Gerais, conhecido por suas inclinações econômicas nacionalistas. Em 1989, tornou-se inesperadamente candidato a Vice-Presidente na extravagante campanha presidencial de Fernando Collor de Melo. Collor acabou vencendo a eleição presidencial e tomou posse em janeiro de

1990. Em setembro de 1992, depois do *impeachment* de Collor sob acusações de corrupção, Itamar sucedeu o presidente eleito, com o qual não mais conversava. Uma frouxa coalizão de centro-esquerda foi então formada no Congresso para apoiar Itamar Franco a completar o mandato de Collor até janeiro de 1995. Um dos partidos da coalizão era o PSDB, do qual o Senador Fernando Henrique Cardoso era um dos mais influentes membros. Foi nesse contexto que Fernando Henrique, que mantinha boas relações pessoais com Itamar Franco, tornou-se Ministro das Relações Exteriores. Os dois primeiros ministros da Fazenda de Itamar haviam demitido-se depois de uma série de conflitos com o Presidente quanto à gestão da política econômica, enquanto o terceiro abandonou o cargo sob acusações de manter conexões empresariais impróprias.

O Ministro Cardoso e sua pequena equipe econômica inicial (da qual o autor foi membro) decidiram então adotar uma política econômica bastante conservadora e apresentaram o Programa de Ação Imediata, com ênfase total no ajuste das contas do setor público, cujos desequilíbrios eram identificados como a causa fundamental da inflação crônica no Brasil. Os fundamentos analíticos desse programa encontram-se explicitados num trabalho anterior (Bacha, 1994). O argumento básico era que ocorria no Brasil um efeito Oliveira-Tanzi às avessas, já que os impostos são protegidos contra a inflação, enquanto as despesas são determinadas no orçamento em termos nominais. O efeito Oliveira-Tanzi sustenta, ao contrário, que o déficit orçamentário declina quando a inflação cai, sob o pressuposto de que os gastos do governo são fixos em termos reais, enquanto as receitas tributárias não são protegidas contra a inflação.

A inflação, portanto, prestava o tradicional serviço de gerar um imposto inflacionário ao Tesouro Nacional, mas talvez o mais importante era que ela reduzia o gasto real. A conclusão era que o controle da inflação pressupunha que o governo equilibrasse seu orçamento *ex-ante*, isto é, mostrasse a determinação política de cortar do orçamento os excessos de gastos que eram previamente erodidos pela inflação ou financiados pelo imposto inflacionário.

O progresso obtido nos primeiros meses da gestão de Fernando Henrique Cardoso foi considerável, em termos das metas do programa inicial, que incluíam cortes profundos no orçamento federal para 1993, renegociação das dívidas de estados e municípios com o governo federal, reorganização do relacionamento contábil entre o Banco Central e o Tesouro Nacional e renegociação da dívida externa do governo com bancos estrangeiros. A inflação, porém, continuou a subir.

Em fins de agosto, disputas pessoais e políticas levaram às renúncias dos presidentes do Banco Central e do BNDES. Embora preocupante, este fato acabou tendo um efeito extremamente positivo, uma vez que propiciou a ocasião para um fortalecimento substancial da equipe econômica inicial de Fernando Henrique Cardoso. Uma característica comum a quase todos os membros da equipe econômica ampliada de Fernando Henrique é que eles haviam sido colegas no Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica – PUC/RJ, onde, desde o início dos anos 80, vinham estudando o processo inflacionário do Brasil. Alguns deles (incluindo o autor) eram também membros ativos do PSDB, o mesmo partido do Senador Fernando Henrique.

O Ministro e sua equipe, agora ampliada, sabiam perfeitamente que para controlar a inflação era necessário ir além das metas fiscais do programa econômico inicial, que objetivavam controlar o déficit operacional *ex-ante*, mas não agiam sobre o déficit nominal. A diferença entre os déficits nominal e operacional é que o primeiro inclui os pagamentos de juros nominais sobre a dívida pública, enquanto o último só inclui os pagamentos de juros reais (isto é, corrigidos pela inflação). Uma vez que os pagamentos de juros nominais dependem da taxa de inflação, com inflação elevada o déficit nominal pode ser muito alto, mesmo quando o déficit operacional está equilibrado. Assim, em 1993, quando a inflação estava em 2490%, o orçamento operacional apresentava um superávit de 0,25% do PIB, enquanto nominalmente o déficit era de 58,4% do PIB.

O orçamento operacional podia estar equilibrado, mas enquanto a inflação mantivesse elevado o déficit nominal a oferta monetária no seu conceito amplo continuaria a se expandir, realimentando assim a taxa de

inflação. A oferta de moeda no sentido amplo inclui o valor da dívida pública interna, que era um substituto quase perfeito da moeda, por motivos que serão explorados na próxima seção. Além disso, à medida que os agentes aperfeiçoavam seus mecanismos de indexação, a aceleração inflacionária seria inevitável. Pior ainda, com as eleições presidenciais de outubro de 1994 à vista, não podia ser descartada a ocorrência de uma hiperinflação virulenta, causada por uma fuga da moeda doméstica em antecipação ao choque econômico que quase com certeza seria adotado pelo novo governo. O assim chamado Plano Collor I, introduzido na inauguração do governo anterior, congelou 75% de todos os ativos financeiros privados domésticos.²

Controlar o déficit orçamentário nominal era um problema monetário e não fiscal, no sentido de que, se a inflação acabasse, o déficit nominal seria igual ao déficit operacional. Dessa forma, se o último estivesse equilibrado, a oferta monetária ampla deixaria de crescer, corroborando, assim, o fim da inflação. Para lidar com o círculo vicioso entre inflação e oferta monetária ampla, três estratégias poderiam ser contempladas: declarar um congelamento de preços e salários, como no fracassado Plano Cruzado de 1986;³ prefixar a taxa de câmbio, as tarifas públicas e os preços de oligopólios do setor privado de acordo com uma trajetória declinante, como no fracassado programa de estabilização do ministro Delfim Netto em 1980;⁴ ou adotar um amplo programa de reforma monetária.

Após longa reflexão, optou-se, em setembro de 1993, pela terceira alternativa, a despeito dos altos riscos envolvidos. A idéia de repetir o Plano Cruzado repugnava os membros da equipe (inclusive o autor) que haviam participado do fracasso dessa tentativa de acabar com a inflação brasileira. Utilizar a técnica de prefixar a trajetória dos preços-chave para reduzir lentamente a inflação também contrariava a profunda convicção da equipe de que técnicas gradualistas eram impotentes para lidar com a inflação crônica brasileira.

2 Para análises das tentativas de estabilização do governo Collor, ver Faro (1990, 1991).

3 Para uma avaliação, ver Modiano (1990).

4 Para uma avaliação, ver Carneiro (1990).

As linhas gerais do programa de reforma monetária já haviam sido longamente debatidas pelos membros da equipe e envolviam um procedimento em dois estágios de substituição da velha moeda inflacionada por uma nova e estável, inicialmente como unidade de valor e em seguida como meio de pagamento.⁵ Em poucas palavras, a idéia era a de instituir uma unidade de conta doméstica, a URV (iniciais de "unidade real de valor"), cuja taxa de câmbio informal era de 1 URV = US\$ 1.00. Além do mais, o valor dessa unidade na moeda doméstica (assim como o do dólar) seria estabelecido diariamente pelo Banco Central *in tandem* com a taxa de inflação verificada. A partir daí, de acordo com regras pré-especificadas, todos os contratos de preços e salários seriam convertidos em múltiplos dessa unidade de valor, substituindo, assim, contratos previamente estipulados segundo diferentes indexadores e períodos, inclusive sobrepostos. Quando todos os contratos tivessem sido convertidos para múltiplos da URV, esta unidade de conta passaria a ser emitida sob o nome de Real, como a nova moeda não-indexada do país, com uma paridade inicial de R\$ 1,00 = US\$1.00.

A reação inicial de macroeconomistas estrangeiros não familiarizados com a economia brasileira, quando apresentados a esse programa, é inevitavelmente a de perguntar: por que não dolarizar a economia de imediato, ao invés de fazê-la passar por um mecanismo de conversão tão complexo? Uma razão é que isso não resolveria o problema da conversão dos contratos, já que os contratos existentes, denominados na moeda nacional com diferentes cláusulas de indexação, não mantinham valores invariáveis em dólar. Graças à indexação generalizada e à existência de substitutos da moeda protegidos contra a inflação, a economia brasileira não se dolarizou, a despeito da alta inflação crônica. Com a proibição de contratos denominados em moedas estrangeiras, os contratos eram estabelecidos na moeda nacional com cláusulas periódicas de ajuste indexadas à evolução dos índices de preço. Mais do que forçar uma dolarização artificial da economia, o Plano Real trilhou um caminho em direção à estabilidade de preços aperfeiçoando esse mecanismo doméstico de indexação contratual.

⁵ A proposta original de combater a inflação crônica por meio de uma reforma monetária precedida de indexação plena é explicitada em Arida & Lara Resende, A. (1985).

A novidade do programa proposto em relação às propostas anteriores era que a reforma monetária deveria ser precedida pela aprovação de uma emenda constitucional que equilibrasse o orçamento fiscal *ex-ante* e que deveria ser previamente anunciada. Apenas sob tais condições, segundo a avaliação da equipe, seria possível obter da população a confiança necessária para o sucesso de um programa tão ambicioso, no último ano de um governo fraco e dividido. O Presidente Itamar Franco esperava um programa com resultados mais imediatos e com menos precondições, mas deu pleno consentimento para que Fernando Henrique e sua equipe procedessem da maneira que julgassem mais adequada. O programa também foi submetido em uma reunião a portas fechadas, à liderança do PSDB. Depois de uma longa discussão, a reação dos políticos foi sintetizada por um deles mais ou menos nos seguintes termos: "você economistas são tão importantes para o partido quanto nós somos; se esta é a única maneira pela qual vocês acham razoável proceder, ok, nós os acompanharemos... até o precipício!"

Apesar desse apoio político, a equipe econômica sabia muito bem que a linha de ação proposta nunca havia sido experimentada antes, no Brasil ou em qualquer outro lugar, e que o sucesso estava longe de ser garantido. O fato de o FMI, após longa negociação, não ter apoiado o programa não ajudou a melhorar as expectativas de sucesso. A equipe do Fundo desejava um ajuste fiscal muito mais profundo do que era politicamente factível, e uma política monetária muito mais apertada do que parecia aconselhável. O Fundo também estranhava a proposta de uma política monetária em dois estágios, não conseguindo enxergar como a inflação poderia sofrer uma queda abrupta com a introdução da nova moeda, se as posturas fiscal e monetária não seriam tão diferentes daquelas observadas na antiga moeda – com a postura fiscal sendo medida pelo déficit orçamentário operacional e a monetária pelo nível das taxas de juros reais.

Os autores do plano não conseguiram convencer a equipe do FMI de que o motivo pelo qual a "mágica" da reforma monetária poderia funcionar era que o Brasil operava em um regime de indexação generalizada de preços e salários, com políticas monetária e cambial completamente passivas, sendo essa a razão porque a inflação mostrava-

se insensível ao déficit operacional (que estava em equilíbrio *ex-post*, e, nesse sentido, não requeria o imposto inflacionário como um mecanismo de financiamento), e ao nível das taxas reais de juros (que estavam alinhadas com o “risco Brasil”, como indicado pelas entradas líquidas de capital externo).⁶ Assim que os contratos de preços e salários fossem desindexados com a introdução da nova moeda, políticas monetária e cambial ativas poderiam ser implementadas. Talvez o Fundo se sentisse atraído por essas proposições, mas – tendo manchado sua reputação ao apoiar sucessivas tentativas de estabilização fracassadas no Brasil, ainda recentemente, e sentindo um óbvio desconforto com o incerto contexto político no qual o plano seria implementado – decidiu observar à distância a envolver-se com um esquema tão novo.

Ao final do ano, o nível de tensão na equipe econômica era tão alto que alguns membros decidiram sair, antes do lançamento do programa.

2 O lançamento do Plano Real: 1994

O Plano Real foi um programa de estabilização preanunciado em três estágios, cuja natureza sequencial foi apresentada ao país pelo Ministro Fernando Henrique Cardoso em 7 de dezembro de 1993 (ver Plano... 1994). O primeiro estágio era um mecanismo de equilíbrio orçamentário. O segundo introduzia uma unidade de conta estável para alinhar os preços relativos mais importantes da economia. O terceiro estabelecia a conversão dessa unidade de conta na nova moeda do país, a uma taxa de paridade semi-fixa com o dólar.

O primeiro estágio consistiu em equilibrar o orçamento fiscal operacional *ex-ante*, por intermédio de cortes profundos na proposta orçamentária para 1994. A implementação desses cortes exigiu a aprovação pelo Congresso de uma emenda constitucional (que ficou conhecida como Fundo Social de Emergência), permitindo a esterilização, para os anos fiscais de 1994 e 1995, de 20% das destinações

⁶ Para um modelo do tipo brasileiro de inflação com déficit orçamentário operacional nulo e moeda financeira, ver Bacha (1994, apêndice B).

orçamentárias. A pedido de Fernando Henrique Cardoso, o Presidente Itamar Franco também submeteu ao Congresso um conjunto de reformas constitucionais profundas na área fiscal, que garantiriam um equilíbrio orçamentário mais permanente. O Fundo Social de Emergência foi concebido como um instrumento temporário para equilibrar o orçamento enquanto as medidas mais permanentes não entrassem em vigor. O Congresso, entretanto, não conseguiu votar essas medidas mais permanentes.

A finalidade dessa primeira etapa era demonstrar a capacidade de o governo federal executar as despesas orçadas sem precisar das receitas geradas pela inflação. Tradicionalmente, o orçamento federal era aprovado com um grande déficit, mas, como as despesas eram fixadas em termos nominais enquanto os impostos eram indexados ao nível de preços, a inflação contribuía para fechar o hiato entre despesa e receita. O equilíbrio exato era desnecessário, pois a inflação também gerava um montante considerável de recursos adicionais por meio do imposto inflacionário. Em ambos os sentidos – compressão dos gastos orçados e geração do imposto inflacionário – o governo se tornara dependente da inflação para equilibrar suas contas. Os cortes no orçamento representados pelo Fundo Social de Emergência representaram, portanto, um compromisso do governo federal de abandonar práticas orçamentárias dependentes da inflação. A aprovação da emenda constitucional pelo Congresso traria reconhecimento político à tese da equipe econômica de que o equilíbrio *ex-ante* do orçamento era um primeiro passo essencial para o controle da inflação.

Com a aprovação da emenda pelo Congresso – que ocorreu em fevereiro de 1994 –, o governo introduziu, em primeiro de março de 1994, uma unidade de conta estável (que foi denominada de Unidade Real de Valor, ou URV), aproximadamente em paridade com o dólar. Com poucas exceções, requereu-se que os contratos fossem redenominados nessa nova unidade de conta. Excluindo-se salários, aluguéis residenciais, mensalidades escolares e preços e tarifas públicas, os termos das conversões poderiam ser negociados livremente entre as partes contratantes, desde que fossem abolidos os prazos de reajuste inferiores a um ano.

A idéia inicial era permitir um processo de conversão totalmente voluntário, mas isso se revelou impossível devido à irredutibilidade dos salários nominais determinada pela Constituição. De acordo com a lei anterior, os salários do setor privado tinham reajuste pleno pela taxa de inflação a cada quatro meses, com um reajuste parcial no segundo mês. Nesse caso, se fosse permitida a livre negociação, os assalariados poderiam esperar até que seus respectivos salários se encontrassem no pico quadrimestral e então requerer a conversão em URV deste valor. Isto levaria a uma pressão intensa sobre os preços, já que o pico dos salários era cerca de 30% superior ao valor médio dos salários reais ao longo do quadrimestre. Determinou-se, portanto, que, na introdução da URV, em primeiro de março de 1994, todos os salários seriam convertidos pelo salário real médio do quadrimestre anterior. A aprovação política desta medida em tempo hábil exigiu que procedimentos similares fossem impostos aos aluguéis residenciais e às mensalidades escolares.

A conversão de todos os contratos numa unidade de conta estável, vista como um primeiro passo em direção a uma moeda estável, significava, essencialmente, que todos os contratos vigentes na economia poderiam se beneficiar, dali em diante, da indexação diária, tendo sido também anunciado que o valor da nova unidade de conta seria reajustado diariamente, mantendo a paridade com o dólar, de acordo com a evolução de três índices de preços muito utilizados. Os contratos expressos em dólar continuariam proibidos. Depois de convertidos em URV, os contratos não podiam mais conter cláusulas de indexação a curto prazo, e as revisões contratuais só poderiam ocorrer depois de um ano. No caso dos contratos salariais, as revisões poderiam acontecer na próxima data-base de negociação.

A principal finalidade da segunda etapa do plano era alinhar os preços relativos mais importantes da economia, uma vez que a existência de contratos indexados com datas de reajuste diferentes implicava uma grande dispersão desses preços a qualquer momento do tempo, com alguns deles tendo sido reajustados recentemente e outros apresentando uma grande defasagem. Em tais circunstâncias, uma súbita interrupção do processo inflacionário surpreenderia alguns preços em seu valor de pico e outros no vale. Tais desalinhamentos de preços tenderiam

inevitavelmente a impor pressões inflacionárias adicionais, na medida em que cláusulas prévias de reajuste continuariam a forçar para cima os preços defasados. Esse mecanismo de indexação não-sincronizado fornecia o chamado componente inercial da inflação brasileira, distinto do componente estrutural associado ao déficit operacional *ex-ante* do orçamento federal.

Em primeiro de julho de 1994, após um período de quatro meses de conversões de contratos, o Banco Central começou a emitir a URV como a nova moeda do país, agora denominada Real, para cuja paridade cambial foi estabelecido o teto máximo de R\$ 1,00/US\$ 1,00. O Banco Central comprometeu-se a vender dólares toda vez que seu valor de mercado alcançasse R\$ 1,00, mas não era obrigado a intervir caso esse valor se mantivesse a níveis inferiores. Isso ficou conhecido como a política cambial da banda assimétrica, com um limite superior de R\$ 1,00 e um limite inferior indefinido, que na prática provou estar em torno a US\$ 0.83 por Real. Em conformidade com a proposta inicial do programa, a data de conversão da moeda foi anunciada com 30 dias de antecedência. O governo também fixou uma taxa de conversão de R\$ 1,00 para CR\$ 2.750,00 (este era o valor em cruzeiros reais da URV em 30 de junho de 1994) para a troca do estoque de moeda e para a redenominação em reais dos contratos e preços ainda não convertidos de cruzeiros reais em URV. Isso complementou, essencialmente, a reforma monetária em três estágios que compreendiam o Plano Real. Com a substituição do Cruzeiro Real pelo Real como a moeda oficial do país, todos os contratos cujo valor havia sido estipulado previamente em termos *reais* (isto é, em URV) passaram a ter seu valor fixo em termos *nominais* (isto é, em Reais).

3 Principais características da reforma monetária

O Plano Real teve características bastante peculiares quando comparado a outros programas de reforma monetária no Brasil e em outros países. Primeiro, a desindexação de preços e salários foi precedida de uma fase de indexação plena. Segundo, a reforma monetária foi preanunciada, negociada abertamente com o Congresso, e introduzida

sem congelamento de preços e salários. Terceiro, a estabilização foi alcançada sem confisco de ativos financeiros. Quarto, as políticas monetária e cambial pós-estabilização foram flexíveis, ao invés de obedecer metas monetárias estritas ou um regime cambial fixo. Quinto, a estabilização aconteceu no contexto de uma economia em expansão.

3.1 Desindexação precedida de indexação plena

O aspecto mais interessante e polêmico do programa foi sua segunda fase, isto é, a introdução de uma unidade de conta estável para alinhar os preços relativos da economia por meio de um mecanismo de indexação plena. À primeira vista, isso poderia parecer uma contradição, dado o diagnóstico amplamente aceito de que a dificuldade de combater a inflação brasileira residia especificamente no alto grau de indexação da economia. Como seria possível uma acentuação no mecanismo de indexação ajudar o combate à inflação?

O ponto crítico para esclarecer esse aparente paradoxo é o procedimento de conversão pela média. Consideremos especificamente os salários, embora o raciocínio se aplique a qualquer fluxo de renda sujeito à indexação. Uma aceleração na indexação (digamos, uma redução do período de revisão de quatro para dois meses) tende a resultar numa aceleração da inflação se o ponto de partida for o valor de pico, pois neste caso – com o produto mantido constante por uma política monetária passiva – uma inflação mais rápida é exigida para que, ao longo do ciclo salarial, o valor real do salário retorne à média anterior. No entanto, quando os salários são primeiro convertidos ao seu valor médio e só então submetidos a uma indexação maior, a aceleração inflacionária não é mais necessária para reduzir o salário real ao seu valor prévio de equilíbrio.

É um ponto de controvérsia se – na ausência da irredutibilidade dos salários nominais garantida por lei – os salários teriam ou não sido convertidos pela média, caso não tivessem sido forçados a fazê-lo pelo dispositivo legal de conversão imediata no dia da introdução da URV. O dispositivo legal consistia em definir a URV como uma pré-moeda, que fazia parte do sistema monetário do país. Do ponto de vista legal, os

advogados do governo consideraram aceitável fixar os salários em unidades dessa pré-moeda, mesmo que o valor resultante pago em cruzeiros reais fosse inferior ao que os assalariados teriam recebido no fim do mês pela lei salarial anterior.

Uma conversão voluntária pela média poderia ter acontecido se o programa gozasse de total credibilidade, com os agentes não só convencidos que o orçamento estava de fato equilibrado, mas também de que a política monetária no período da nova moeda não seria acomodatória como antes. Dada a evidência passada de fracassos em sucessivos planos de estabilização, além das precárias condições políticas nas quais o Plano Real foi introduzido, a conversão voluntária pela média exigiria um verdadeiro ato de fé por parte dos agentes econômicos. Mais provavelmente, apostar-se-ia que o governo não cumpriria a promessa de austeridade fiscal e monetária, induzindo as lideranças trabalhistas, a classe empresarial e a poderosa Justiça do Trabalho a continuar operando como antes. Isto é, com generosas concessões salariais sendo imediatamente repassadas aos preços. No Brasil, a justiça trabalhista tem a prerrogativa constitucional de fixar o valor dos reajustes salariais no caso em que não haja acordo entre empregados e empregadores em suas negociações anuais. A tradição da Justiça do Trabalho era a de compensar plenamente os salários pela inflação passada, acrescentando uma margem de 4 a 7% a título de ganho de produtividade.

Um ponto mais sutil é que, com a URV, o período de reajuste dos salários foi não apenas encurtado, mas, de fato, reduzido a níveis próximos de zero. Esse período não era exatamente igual a zero porque a URV era corrigida não pela taxa de inflação corrente, mas sim pela taxa de variação de índices de preços que refletiam a inflação com aproximadamente um mês de defasagem. De qualquer maneira, nesse novo contexto, os salários teriam uma resposta integral e quase imediata a qualquer mudança na taxa de inflação. Conseqüentemente, a taxa de inflação requerida para reduzir os salários tornou-se quase infinita: a sorte era que, dado que os salários já haviam sido convertidos pela média, a redução dos salários reais induzida pela inflação não era mais necessária. O problema, porém, era que o mesmo mecanismo de indexação se aplicava à taxa de câmbio – reajustada diariamente *pari passu* com a URV – e parcialmente também à oferta de moeda.

A moeda, no sentido restrito (e, no Brasil, quantitativamente insignificante) de papel-moeda em poder do público e depósitos à vista, não foi convertida em URV – pois este era o estágio final da reforma monetária –, mas seus substitutos em geral, como fundos a curto prazo, foram cotados de acordo com a URV ou com a taxa de juros de curto prazo, determinada pela avaliação do Banco Central sobre a taxa de inflação corrente. Por outro lado, um sistema de redesconto automático garantia a disponibilidade de reservas para os bancos comerciais, de forma a cobrir as necessidades de liquidez no mercado de reservas bancárias. Nesse sentido, a taxa de crescimento da base monetária era totalmente determinada pela demanda. A conclusão é que o sistema monetário ficou virtualmente sem âncora e extremamente suscetível a uma eventual aceleração inflacionária causada por expectativas adversas ou choques de oferta.

Daí o dilema do formulador de política. Por um lado, o aperfeiçoamento do sistema de indexação era necessário para liberar a economia da inércia de preços e salários, garantindo que, quando a URV fosse transformada de um indexador universal em uma nova moeda não indexada (o Real), nenhuma “memória inflacionária” continuasse atuando. Por outro lado, quanto mais perfeita fosse a indexação, mais suscetível ficaria a economia a entrar numa espiral hiperinflacionária provocada por expectativas adversas ou choques de oferta.

Era preciso chegar a um compromisso, e este tomou diversas formas. Primeiro, a URV foi desenhada para variar de acordo com a inflação passada, e não a corrente. Isso, em parte, também aconteceu porque o cálculo dos índices de preço exigia no mínimo uma semana para a coleta de uma amostra representativa e outra para o processamento de dados – e a equipe econômica queria usar os preços verificados para calcular a URV, demonstrando que a URV era uma medida objetiva da inflação em cruzeiros reais, não sujeita a manipulações ou a especulações otimistas.

Segundo, proibiu-se inicialmente a conversão dos contratos financeiros em URV, introduzindo-se, em seguida, um procedimento gradual para permitir que, sucessivamente, tais instrumentos passassem a

ser emitidos em URV, tais como duplicatas, CDBs, títulos do Tesouro, fundos de curto prazo, etc. A precaução na conversão dos instrumentos financeiros refletia a preocupação em manter intacta a demanda por cruzeiros reais, isto é, evitar a fuga da moeda doméstica, que poderia causar uma aceleração súbita da inflação.

Terceiro, proibiu-se inicialmente que os preços de bens e serviços para pagamento à vista fossem expressos em URV, com o propósito de não reduzir os “custos de menu” dos reajustes diários de preços, considerados capazes de pôr um certo freio na aceleração inflacionária. No terceiro mês da URV, essa restrição foi suspensa para que a população se acostumassem à experiência de preços constantes em URV. Quarto, os preços e tarifas públicas foram convertidos em URV através de um procedimento gradual, com um encurtamento progressivo do período de reajuste dos preços em cruzeiros reais, mantendo-se aproximadamente constantes os preços reais médios.

O acordo final dizia respeito ao período de duração da URV. Alguns economistas influentes argumentavam que, dado que os salários haviam sido convertidos pela média, a maior parte do trabalho já havia sido feita, e o período da URV deveria ser encurtado para durar, no máximo, dois meses. Esse argumento tinha também uma preocupação política, no seguinte sentido: de início, os assalariados se sentiriam satisfeitos ao ver seus reajustes quadrimestrais substituídos por reajustes mensais. Mas em seguida sua insatisfação cresceria pois, como seus salários eram recebidos em cruzeiros reais, eles seriam corroídos pela inflação diária que continuaria a ocorrer. Assim, para maximizar a boa vontade dos assalariados e evitar o risco de uma hiperinflação, a duração do período de vigência da URV deveria ser encurtada, ao invés de estendida.

Outros economistas, porém, argumentavam que as condições políticas não estavam maduras para a estabilização e que a duração do período de vigência da URV deveria se estender até a posse do novo governo. Havia a ameaça de que a capacidade da equipe econômica em controlar as políticas fiscal e monetária declinaria abruptamente assim que a reforma monetária provocasse uma interrupção da inflação.

Também se argumentava que, maior a vigência da URV, mais incentivadas seriam as conversões voluntárias, enquanto que um menor período exigiria maior intervenção governamental.

O período de quatro meses finalmente adotado talvez tenha sido curto demais para a conversão de alugueis, mensalidades escolares e planos de saúde, o que deixou algum resíduo inflacionário para o período do Real. Mas nesses casos o problema não foi de natureza econômica, e sim derivado de pressões políticas no governo contra as regras de conversão propostas pela equipe econômica para esses contratos. Alcançou-se uma solução de compromisso apenas no final do período de vigência da URV, o que provocou uma inflação em Reais que deveria ter sido absorvida, idealmente, em cruzeiros reais, ainda na vigência da URV.

O Plano Real foi implementado em condições políticas peculiares. Estavam marcadas eleições gerais para 3 de outubro de 1994, incluída a eleição presidencial. Fernando Henrique Cardoso deixara o Ministério da Fazenda no início de abril, para transformar-se no candidato presidencial de uma coalizão de centro, com o apoio do Presidente Itamar Franco. Foi substituído pelo Embaixador Rubens Ricupero, que preservou em seus cargos todos os membros da equipe de Cardoso. Se Fernando Henrique tivesse uma boa chance de ser eleito, os mercados naturalmente antecipariam que o programa continuaria no próximo governo, e isto ajudaria a estabilizar as expectativas e evitar ataques especulativos. Se, ao contrário, as perspectivas eleitorais do candidato líder das oposições, Lula da Silva, do Partido dos Trabalhadores, continuassem a melhorar, baseadas em parte em suas críticas contra o fracasso governamental em conter a escalada inflacionária, os mercados financeiros poderiam antecipar uma descontinuidade no programa.

Tendo-se garantido o controle inflacionário inicial, todos os candidatos tiveram que adaptar seus discursos eleitorais à nova realidade monetária, comprometendo-se a manter intacto o plano caso fossem eleitos. Mas o principal beneficiário do sucesso inicial do plano foi seu autor, Fernando Henrique Cardoso. Quando demitiu-se do Ministério da Fazenda no início de abril, as pesquisas de opinião conferiam-lhe a

metade dos votos do candidato líder, Lula da Silva. Fernando Henrique assumiu a liderança das pesquisas após a introdução do Real e elegeu-se presidente com uma maioria de 54% dos votos no primeiro turno das eleições, 3 de outubro.

Na prática, a experiência de quatro meses com a URV não levou a uma aceleração apreciável da inflação em cruzeiros reais, exceto nos últimos dias que precederam a introdução do Real, quando houve uma ampla escalada de preços na expectativa da mudança do regime monetário que se seguiria. O Ministério da Fazenda comprometera-se a não impor congelamento de preços (exceto de preços e tarifas públicas) após a introdução do Real, mas, levando-se em conta experiências de estabilização anteriores em que o congelamento fora inicialmente negado para depois ser introduzido de surpresa, é possível que os agentes econômicos não tenham acreditado plenamente no compromisso assumido pelo governo, particularmente porque se sabia que o Ministro da Justiça pressionava a favor da adoção de iniciativas de controle de preços.⁷ O medo do controle de preços pode ter levado à aceleração da inflação verificada a partir de meados de junho, mas de modo geral uma estratégia avessa ao risco por parte dos formadores de preços levaria de qualquer maneira a aumentos preventivos. Afinal, os preços sempre poderiam ser reduzidos caso se verificasse algum desalinhamento, enquanto que um aumento de preços em Reais após primeiro de julho seria muito visível e capaz de induzir à resistência dos consumidores, e mesmo a práticas retaliatórias por parte do governo.

3.2 Estabilização súbita sem congelamento de preços

As negociações entre as partes privadas quanto aos termos da conversão de seus contratos em URV foram, em muitos casos, bastante árduas, tendo em vista a dificuldade de distribuir as perdas e os ganhos inflacionários implícitos nos contratos anteriores.

Um caso interessante foi o da conversão dos preços das passagens dos ônibus municipais, controlados pelas respectivas prefeituras. Tais

⁷ Sobre o tema, ver Oliveira (1996: 59-66).

preços eram, tipicamente, ajustados mensalmente de acordo com a inflação. Apesar dos esforços do governo federal, durante a vigência da URV os governos municipais resistiram à idéia de encurtar gradualmente os períodos de reajuste, mantendo o mesmo valor real médio das tarifas. De modo geral, eles foram, então, convertidos de cruzeiros reais em Reais em primeiro de julho, imediatamente após terem sido reajustados pela inflação plena do período anterior, o que acarretou um aumento significativo no preço real médio ao longo de trinta dias, uma vez que ele deixou de ser erodido pela inflação diária que ocorria entre os sucessivos reajustes mensais. As negociações subsequentes entre o governo federal e as prefeituras resultaram numa certa reversão dessas decisões, porém não na maioria dos casos.

O argumento usado contra a redução das tarifas mostra as complexidades da redistribuição de renda em economias inflacionárias. O argumento era que os reajustes mensais dos preços das passagens de ônibus, que entravam em vigor imediatamente, correspondiam aos reajustes mensais dos salários dos empregados das empresas de ônibus, que eram pagos somente após trinta dias. Assim, enquanto o valor real das tarifas declinava ao longo do mês em relação ao nível geral de preços, ele não declinava em relação aos custos salariais, que também eram depreciados pela inflação. Com o fim da inflação, a erosão dos salários ao longo do mês também deixou de existir e, portanto, em termos de custos salariais, os preços das passagens de ônibus continuaram os mesmos, ainda que estivessem mais altos do que antes em termos do Índice Geral de Preços.

Outro exemplo, do setor privado, foram os contratos para vendas de livros entre editoras e livrarias. Antes da URV, as editoras vendiam seus livros com um desconto de 30%, mas com um prazo de pagamento de 40 dias, o que resultava num generoso desconto adicional, dependendo do dia da venda do livro ao consumidor final. Na conversão para a URV, as editoras queriam manter o desconto para 30%, embora, daí em diante, com seus preços fixados em URV, garantissem a recuperação plena dos valores reais contratados. Como os bancos foram autorizados a operar com duplicatas denominadas em URV, na maioria dos casos do tipo conseguiu-se chegar a um acordo entre as partes, sem a necessidade de intervenção do governo.

No entanto, em casos sensíveis ao custo de vida, tais como negociações entre produtores e distribuidores de planos de saúde, medicamentos, alimentos, produtos de higiene e limpeza, o governo criou um fórum informal de negociação e ofereceu, freqüentemente, seus próprios serviços como árbitro, para estabelecer um acordo entre as partes litigantes. Essa importante característica do programa ficou conhecida como o mecanismo de "dallarização", um trocadilho com o nome do principal negociador de preços do governo, José Milton Dallari. Normalmente, esses acordos envolviam o compromisso de fixar por algum tempo os preços estabelecidos em unidades de URV.

O principal objetivo do período da URV foi o de permitir um alinhamento substancial de preços e salários, e a eliminação da indexação retroativa, sem a necessidade de um subsequente congelamento de preços e salários para conter a inflação, como nos planos de estabilização anteriores. A indexação retroativa foi extinta porque a própria URV era um índice de preços e, mesmo não refletindo a taxa de inflação momentânea, mudou a regra salarial de um ciclo quadrimestral para um regime de indexação diária, ajudando assim a convencer os sindicatos a aceitar a conversão dos salários pelo seu valor médio (ao invés do valor de pico), sem a promessa de um subsequente congelamento de preços.

As maiores armadilhas do acordo estavam na aceleração amplamente antecipada da inflação durante a vigência da URV e a ausência de um mecanismo de proteção dos salários. Para garantir que o Congresso aprovasse a URV (criada através de uma medida provisória com o *status* de lei por um prazo renovável de um mês), dois mecanismos de proteção dos salários foram incluídos na proposta do governo. O primeiro permitia um aumento salarial, na data-base subsequente de cada categoria, caso ficasse comprovado que, nos quatro meses de vigência da URV, a soma dos salários convertidos em URV fora inferior ao que teria sido pela lei salarial anterior. Como na maioria dos casos verificou-se uma diferença positiva a favor da URV, este mecanismo não afetou o comportamento dos salários após a introdução do Real, prevenindo, ainda por cima, as críticas a supostas perdas salariais na conversão à URV.

O segundo introduziu um índice oficial de preços para medir a inflação em Reais, construído para incorporar a aceleração da inflação

nos últimos dias da URV, a qual, devido à defasagem no cálculo dos índices de preços, não fora computada no último valor da URV, dia 30 de junho. A concessão era que, durante o primeiro ano do Real, os salários receberiam reajuste pleno de acordo com a evolução daquele índice, na data-base subsequente de cada categoria. Assim, um suave mecanismo de indexação salarial foi mantido para os primeiros doze meses do Real.

Infelizmente, parcialmente por conta de grandes aumentos de aluguéis residenciais e outros serviços, este índice oficial acumulou uma inflação próxima a 12% nos dois primeiros meses do Real, gerando assim um mecanismo de pressão salarial que contribuiu significativamente para a apreciação real da nova moeda. A contrapartida política dessas concessões foi que ajudaram a convencer a Justiça do Trabalho a cooperar com o governo, aceitando a aplicar estritamente os termos da nova lei salarial, ao invés de, como de costume, restabelecer o valor de pico dos salários a cada negociação anual.

Apesar da elevação de preços nos últimos dias da URV, o sucesso do Plano Real em manter a inflação em níveis baixos provou ser correto o controvertido argumento que a inflação poderia ser mantida a níveis próximos de zero sem a utilização de congelamentos de preços e salários. Especialistas estrangeiros foram unânimes em aconselhar a equipe econômica do governo a adotar um congelamento temporário de preços na fase inicial do Real. Os mesmos consultores consideraram uma "loucura" anunciar com antecedência a introdução do Real, temerosos quanto ao aumento generalizado de preços de natureza defensiva acompanhado de uma fuga em relação à moeda.

É verdadeiro que as tarifas e preços públicos foram congelados e a taxa de câmbio não poderia ser desvalorizada além de seu valor de paridade. Em princípio, os salários poderiam ser livremente negociados (além dos termos da lei salarial), desde que os aumentos salariais resultantes não fossem transmitidos para os preços. Essa restrição não estava de fato na lei (principalmente porque a equipe econômica achou que se isso fosse feito, a Justiça do Trabalho sentir-se-ia mais confortável para ratificar os aumentos salariais, deixando ao governo a tarefa impossível de evitar as subsequentes elevações de preços). Ela foi

introduzida no discurso governamental como uma espécie de mandamento moral que a classe empresarial deveria obedecer.

No muito divulgado caso da indústria automobilística, o governo se recusou a aceitar uma negociação salarial por entender que ela teria efeitos colaterais perniciosos, mesmo diante da promessa da indústria de não elevar seus preços em seguida. Nesse caso, a negociação envolvia o sindicato mais poderoso do país e o cartel mais poderoso da América Latina. Tradicionalmente, essa negociação dava o tom das subsequentes reivindicações salariais na mais importante zona industrial do país, o ABC paulista. A intervenção do governo consistiu basicamente no uso de sua autoridade moral (embora associada ao recurso punitivo de redução das tarifas médias sobre carros importados), mas surtiu um efeito positivo, no sentido não só de forçar uma revisão nos termos do acordo, mas também de garantir que o mesmo não se generalizasse para outros setores.

Por meio do mecanismo informal de negociação de preços, chegou-se a acordos de persuasão moral entre o governo e os grupos empresariais mais importantes do país, para que eles mantivessem seus preços constantes em Reais. Mas isto é muito diferente da utilização de controles formais de preços, uma vez que envolveu o mecanismo de consulta, por meio do qual a cooperação foi negociada, e não imposta. O setores-chave da economia foram convidados a se tornar parceiros no esforço de estabilização, ao invés de operar como opositores. É importante observar, ainda, que não houve tentativa de estabelecer pactos sociais formais, pois se julgou impossível negociá-los no contexto de uma sociedade heterogênea e atomizada como o Brasil, particularmente levando-se em conta a feroz disputa eleitoral para a Presidência que estava em curso.⁸

3.3 Estabilização sem confisco de ativos financeiros

Quando o Real foi introduzido, a base monetária correspondia a 0,6% do PIB e o M1, igualmente modesto, era 1,1% do PIB. A moeda

⁸ Sobre as complexas interações entre a política econômica e a política e sociedade brasileiras, ver Lamounier & Bacha (1994: 143-86).

relevante era carregada sob a forma de fundos de curto prazo, sobre os quais se podiam passar cheques, já que os bancos comerciais garantiam a transferência automática desses fundos para as contas correntes. Tais fundos eram normalmente lastreados por títulos mensais do Banco Central, que poderiam por ele ser recomprados automaticamente à taxa de juros do *overnight*. Em princípio, o Banco Central estava preparado para prover liquidez imediata e sem custos à totalidade da dívida federal (títulos do Tesouro e do Banco Central em poder do público), que era detida predominantemente pelo próprio sistema bancário, e não por aplicadores finais. Essa dívida chegava a 6,8% do PIB e era o substituto doméstico da moeda, que permitiu ao Brasil, a despeito das elevadíssimas taxas de inflação, evitar a dolarização do seu sistema monetário.⁹

Os brasileiros de alta renda continuavam a reter depósitos em moeda doméstica, pois esta era protegida contra a inflação, e os bancos se dispunham a fornecer tal proteção, já que o Banco Central garantia remuneração e liquidez. Esse era o caso das contas bancárias médias e altas; o papel-moeda e as pequenas contas não gozavam de tal proteção, o que significava que o imposto inflacionário era pago majoritariamente pelas camadas mais pobres da sociedade.

O Brasil operava, assim, com um sistema monetário em que se remunerava a moeda no seu conceito amplo, a uma taxa mantida mais ou menos constante, em termos reais, pelo Banco Central. Como resultado, uma elevação no nível de preços domésticos traduzia-se imediatamente no aumento similar do estoque de moeda no seu conceito amplo. Se, ao nível de preços mais elevado, houvesse demanda adicional por moeda no seu conceito restrito, esta seria automaticamente fornecida sob a forma de reservas bancárias adicionais, através do mecanismo de recompra automática pelo Banco Central.

Essa característica do sistema monetário levou vários autores a acreditar que o Brasil teria de lidar com o problema de "liquidez excessiva" para implementar um programa de estabilização. O argumento era que uma parada súbita no processo inflacionário não seria crível, principalmente em vista do fracasso de vários esforços de estabilização

⁹ Para uma análise técnica, ver Garcia (1996).

anteriores, ainda que o orçamento operacional do governo estivesse temporariamente equilibrado. Dessa forma, a moeda doméstica só manteria sua credibilidade se as taxas nominais de juros continuassem num patamar muito elevado, o que significava que o déficit nominal do setor público (que alimentava a oferta de moeda no seu conceito amplo) continuaria a crescer a uma taxa rápida. Nessas circunstâncias, a queda da inflação, induzida por exemplo por um congelamento de preços e salários, só poderia ser temporária, porque a oferta de moeda no conceito amplo continuaria a crescer a taxas rápidas. Acreditava-se também que a tentativa de resolver esse problema por meio de uma redução súbita nas taxas nominais de juros causaria uma fuga da moeda, gerando uma pressão substancial no mercado de câmbio e colocando em risco o programa de estabilização.

Esse raciocínio levava à conclusão inevitável de que a supressão da liquidez dos fundos de curto prazo era um ingrediente necessário ao sucesso de um programa de estabilização no país. O Plano Collor I sintetizaria tal raciocínio ao decretar, em primeiro de março de 1990, que 75% de todas as contas de curto prazo seriam bloqueadas por um período de 18 meses e que apenas os 25% restantes ficariam disponíveis com liquidez imediata.

O Plano Real optou por uma linha diferente de ataque ao problema. Inicialmente, procurou-se construir um consenso nacional em torno da necessidade de zerar o déficit operacional do orçamento como pré-condição para a estabilização e, em seguida, obteve-se do Congresso a emenda constitucional requerida para garantir tal equilíbrio no período 1994/95. Comprometeu-se, então, com um procedimento de conversão monetária passo-a-passo, respeitando os contratos existentes, numa estratégia de introdução gradual e transparente da nova moeda. A idéia era conquistar a confiança da população na promessa de uma estabilização "sem choque, sem congelamento e sem confisco", repetida *ad nauseam* pelo Ministro da Fazenda e sua equipe econômica: fazer apenas o que foi anunciado e anunciar apenas o que seria feito.

Esse esforço de relações públicas foi realizado com convicção, pois a equipe econômica sabia que seria uma oportunidade única de implementar uma reforma monetária sem os traumas provocados por um

sequestro de ativos financeiros. Isso só foi possível graças ao grande volume de reservas internacionais acumuladas desde 1992, que, no momento da conversão monetária, em 30 de junho de 1994, somavam US\$ 40,1 bilhões no conceito de caixa, correspondentes a 12,5 vezes a base monetária e a 62% do estoque de moeda no conceito amplo (dívidas federal, estaduais e municipais detidas pelo público, mais papel-moeda e depósitos à vista). É verdade que este valor correspondia apenas a 30% da oferta de moeda no conceito mais amplo (incluindo cadernetas de poupança e CDBs), mas ainda parecia suficiente para prover a nova moeda de uma forte linha de defesa, especialmente porque as restrições existentes à fuga de capitais foram mantidas.

A decisão fundamental, porém, referia-se à taxa de juros do *overnight* que o Banco Central fixaria para o primeiro dia do Real: para o último dia do Cruzeiro Real, ela fora estipulada em 50% ao mês, abrindo em 8% ao mês no primeiro dia do Real, o que representava um queda realmente grande, mas que ainda deixava margem substancial para a arbitragem internacional da taxa de juros, em vista do limite máximo de R\$ 1,00 para US\$ 1.00 fixado para a taxa de câmbio. A taxa de 8% era também muito alta em termos reais, uma vez que a maior parte da inflação residual refletida nos índices de preços de julho foi majoritariamente determinada pelo resíduo deixado pelos índices de preços de junho. Medida corretamente a partir de primeiro de julho, a taxa de inflação no primeiro mês do Real foi próxima de zero, mas isto não era sabido de antemão, e levou algum tempo para aparecer nos índices de preços.

Em agosto, o Banco Central deixou a taxa do *overnight* cair para 5% ao mês, e este movimento declinante continuou até outubro. A taxa de juros nos primeiros meses do Real foi suficientemente alta para manter o nível das cadernetas de poupança e não induziu a uma corrida ao consumo.

Por fim, verificou-se que o problema da “liquidez excessiva” era inexistente. Pelo contrário, os brasileiros orgulharam-se da estabilidade da nova moeda e rapidamente engordaram o estoque de moeda não-remunerada. Com o impulso adicional de exigência de uma reserva marginal de 100% sobre os depósitos bancários, a base monetária cresceu

300% do final de junho ao final de setembro, tornando difícil para o governo cumprir as metas monetárias rigorosas que havia estabelecido para esta variável. A contrapartida dessa remonetização foi a redução do volume dos fundos de curto prazo, o que contribuiu para a redução do déficit quase-fiscal do governo federal. O grande diferencial entre a taxa de juros doméstica e a do dólar, por outro lado, atraiu fundos estrangeiros, forçando o governo a elevar as barreiras à entrada de capitais de curto prazo, ao mesmo tempo que permitia uma apreciação do Real em relação ao dólar em torno de 15%.

A estratégia adotada no sentido de permitir uma conversão voluntária da dívida interna a taxas de juros de mercado foi muito mais onerosa em termos orçamentários do que a alternativa de forçar um alongamento compulsório do prazo da dívida a taxas de juros fixas. Mas isto se refere ao problema de “fluxo” fiscal, e não ao problema de “estoque” monetário enfatizado na literatura sobre a “liquidez excessiva”. Em vista do superávit primário no orçamento que se sentiam capazes de produzir, os integrantes da equipe econômica consideraram que valia a pena assumir o custo fiscal, no intuito de fortalecer a confiança da população no programa, já que haviam prometido estabilizar os preços “sem choque, sem surpresa, sem confisco e sem congelamento”. Acreditava-se também que, se o programa de estabilização fosse bem-sucedido, em tempo hábil iria ocorrer um alongamento voluntário da dívida interna a taxas de juros mais baixas, favorecido pela evidência da determinação do governo em respeitar os contratos existentes.

O único ato do governo legalmente contestado na Justiça referiu-se à mensuração do fator de correção monetária aplicado à dívida interna do governo e outros débitos durante os meses de julho e agosto de 1994 – assim como para as negociações salariais anuais depois de primeiro de julho. O problema era que os índices de preços existentes levariam algum tempo para refletir a brusca queda da inflação ocorrida a partir de primeiro de julho, tanto porque mediam as médias dos preços nos últimos 30 dias, e não os preços no final do período, quanto porque o período de 30 dias a que se referiam era defasado em relação ao mês corrente. Assim, índices de preços não ajustados em julho e agosto indicariam fatores de correção monetária muito elevados, mesmo que, de fato, a

inflação houvesse declinado a quase zero desde a introdução da nova moeda. As autoridades governamentais, por essa razão, determinaram que, para fins de correção monetária, os índices de preços deveriam ser calculados convertendo-se para a URV do dia da coleta os preços em cruzeiros reais coletados durante maio e junho, garantindo assim que a correção monetária de julho e agosto refletisse de fato a inflação em Reais, e não o *carry-over* da inflação em cruzeiros reais.

Os detentores da dívida indexada do governo que estavam especulando com os ganhos inflacionários derivados da correção monetária segundo as regras anteriores obviamente ficaram insatisfeitos com essa decisão e processaram o governo; ainda se espera a decisão final do Supremo Tribunal Federal sobre a questão). A base legal para a atuação do governo é o fato de ele ser designado pela Constituição para determinar as regras de conversão de contratos para a nova moeda, desde que seja mantido o "equilíbrio econômico e financeiro" desses contratos, o que parece ser o caso.

Além disso, de um ponto de vista prático, os índices de preços de julho e agosto só poderiam ser calculados ou transformando em cruzeiros reais os preços desses dois meses, coletados em Reais, ou transformando em Reais os preços coletados em cruzeiros reais em maio e junho. O governo simplesmente determinou que a conversão dos preços coletados em cruzeiros reais deveria ser feita pelo valor da URV (isto é, em equivalentes a Reais) do dia da coleta. Foi em parte para fortalecer a base legal dessa decisão que o governo instituiu a URV não como um mero índice de preços, mas como uma "pré-moeda", que se tornou parte integrante do sistema monetário do país em primeiro de março. Conforme já explicado, a outra principal razão para criar a URV como uma quase-moeda foi garantir a legalidade de conversão dos salários pela média, sem ofender a garantia constitucional de irredutibilidade dos salários nominais numa dada moeda.¹⁰

¹⁰ A defesa do governo é exposta em Franco (1995: 27-8). O ponto de vista dos reclamantes do setor privado é exposto por Simonsen & Jefferson (1994).

3.4 Estabilização com políticas cambial e monetária flexíveis

Nos livros-textos, são apresentados dois casos extremos para o regime monetário de uma economia aberta: de um lado, o regime de taxa de câmbio fixa com uma política monetária passiva; e, de outro, o regime de taxa de câmbio flutuante com uma política monetária ativa. O estágio inicial do Plano Real situa-se num ponto intermediário. Por um lado, as autoridades econômicas estavam legalmente comprometidas com um limite superior de R\$ 1,00 para US\$ 1.00 na taxa de câmbio Real/dólar. Por outro, as taxas de juros internas foram mantidas em níveis tais a causar uma apreciação do Real frente ao dólar. Além do mais, foram estabelecidos rigorosos impedimentos para limitar a entrada de capitais estrangeiros a curto prazo, a fim de evitar maior valorização do Real. Na prática, o Real operou inicialmente num regime de bandas cambiais largas, com as autoridades mantendo a taxa de câmbio próxima ao seu limite inferior, e usando controles sobre o fluxo de capitais como instrumento para manter sua liberdade de perseguir uma política monetária independente.

Mais complexa é a resposta à questão de quais são exatamente as metas operacionais dessa política monetária. Inicialmente, no intuito de conquistar confiança, as autoridades se comprometeram com metas restritas para a base monetária, que acabaram por se revelar desnecessárias, em face da aceitação, muito acima das expectativas, da nova moeda. A expansão da demanda por moeda foi acomodada pelo uso de uma margem de erro de 20% incluída na lei que instituiu o Real e pela definição da meta monetária em termos de médias trimestrais, ao invés de valores de fim-de-período. Uma inovação foi o estabelecimento de metas trimestrais também para a "base monetária ampliada", que soma a dívida do governo em poder do público ao conceito tradicional de base monetária.

Na verdade, a política monetária ainda vem sendo praticada, como antes do Real, através da fixação da taxa de juros em níveis julgados "adequados" para manter a demanda privada sob controle. O problema, porém, é que mudanças na taxa de juros parecem ter um impacto limitado: por um lado, o efeito-substituição exerce um fator

contracionista sobre a demanda privada; e, por outro, o efeito-riqueza exerce um fator expansionista sobre a mesma. O último ocorre porque o setor privado como um todo é um credor líquido, enquanto o setor público é um devedor líquido, e porque a maior parte da riqueza financeira é remunerada por taxas de juros flutuantes de curto prazo e, portanto, não declina em valor quando a taxa de juros aumenta.¹¹

Por essa razão, a política monetária no Real enfatizou medidas destinadas a restringir a capacidade de criação de crédito do sistema bancário. Inicialmente, estabeleceu-se um compulsório de 100% sobre depósitos à vista. Como os bancos continuaram a expandir seus empréstimos com o uso de CDBs e outros passivos, as autoridades decidiram estabelecer um compulsório de 15% diretamente sobre o volume de tais empréstimos, limitando ainda o número de prestações no crédito ao consumidor.

Essas medidas de aperto monetário causaram um encurtamento das linhas de crédito interbancário, levando à falência vários bancos de menor porte e prejudicando a posição de liquidez dos bancos estaduais, que se viram incapacitados de continuar rolando as dívidas de curto prazo de seus respectivos estados no mercado. A resposta inicial das autoridades monetárias a esse problema tomou a forma de um *swap* temporário de papéis do Banco Central pelos títulos estaduais ilíquidos, até a posse dos novos governadores em 1º de janeiro de 1995, após a qual poderia realizar-se um ataque mais firme ao problema estrutural da fragilidade financeira dos bancos estaduais.

3.5 Estabilização sem recessão

Enquanto o controle progressivo de uma inflação moderada é normalmente acompanhado de uma redução da atividade econômica, o fim súbito de inflações muito elevadas tende a trazer uma retomada da atividade econômica. O Plano Real não fugiu a esta regra: ocorreu uma aceleração significativa da atividade econômica a partir de primeiro de

¹¹ Para uma análise mais aprofundada, ver Lopes (1997).

julho de 1994, apesar do equilíbrio do orçamento federal e da prática de taxas de juros reais elevadas. Várias razões explicam esse fenômeno.

Primeiro, o Plano Real eliminou abruptamente a coleta de um imposto inflacionário de 2 a 3% do PIB, que era anteriormente pago pela população de baixa renda sem acesso às contas remuneradas que protegiam a riqueza financeira dos brasileiros mais prósperos. Isso significava que, com inflação elevada, o efetivo poder de compra dos salários tendia a ser de 10 a 15% inferior ao seu pretensão valor líquido, devido à deterioração provocada pela inflação diária ao longo do período em que os salários eram gastos. Os assalariados procuravam se defender dessa deterioração concentrando suas compras no início de cada mês, mas isto não era de grande valia, já que os comerciantes costumavam concentrar os aumentos de preços no final de cada mês, em antecipação ao surto da demanda no início do mês seguinte, pois sabiam que a busca de melhores ofertas por parte dos assalariados seria obliterada pela angústia de ver a inflação diária corroer seus rendimentos. Para ilustrar esse ponto com um caso típico, no início de 1994 os trabalhadores de uma fazenda em São Paulo pediram ao patrão que mantivesse em segredo o dia do pagamento, de modo que eles pudessem chegar às lojas da cidade mais próxima antes que os lojistas soubessem que os salários haviam sido pagos.

Uma segunda razão para o surto de demanda foi que a poupança financeira protegida pelas cláusulas de indexação tornou-se menos atraente como *hedge* contra a variação de preços relativos dos ativos reais, já que esta variabilidade sofreu uma forte redução com o fim da inflação alta. Com a inflação baixa, a aquisição de ativos reais tornou-se mais atraente, causando assim um aumento no nível desejado de estoques e de bens de consumo duráveis. Terceiro, a incerteza em relação à renda ocasionada pela inflação elevada tendia a induzir à poupança, como medida preventiva, para fazer frente às futuras variações da renda real, o que também se tornou menos necessário em vista da relativa estabilidade da renda real observada após primeiro de julho. Dessa forma, também o consumo advindo da renda corrente foi favorecido pela redução da incerteza quanto à renda real. Quarto, a incerteza a respeito da sustentação da estabilidade dos preços e da taxa de câmbio pode ter

levado a uma antecipação de despesas em consumo e investimento. Finalmente, a estabilidade da renda real melhorou a avaliação de crédito tanto dos consumidores quanto das firmas, induzindo a uma ruptura abrupta das restrições que antes limitavam a concessão de crédito tanto pelos bancos quanto pelo comércio.

O governo reagiu ao surto da demanda privada apertando o crédito e reduzindo as barreiras às importações. A apreciação da taxa de câmbio real que ocorreu como consequência das entradas de capital atuou na mesma direção. No fim de 1994, o risco de um superaquecimento ainda apresentava um grande desafio para o Plano Real, como indicado por um rápido aumento da taxa de utilização de capacidade industrial e uma reversão igualmente rápida das contas de comércio exterior.

4 Desequilíbrio econômico: o Plano no início de 1995

No dia em que o Senador Fernando Henrique Cardoso assumiu a Presidência da República, em primeiro de janeiro de 1995, o sucesso inicial do Plano Real era incontestável. Como ilustra o Gráfico 1, a inflação caía abruptamente de algo como 45% ao mês na primeira metade de 1994, para 1 a 2% ao mês no fim do ano.¹² A força do Real foi testada pela demissão de dois ministros da Fazenda. Primeiro, em abril de 1994, quando Fernando Henrique Cardoso candidatou-se à Presidência. Ele foi substituído por Rubens Ricupero, um diplomata experiente que, no entanto, devido a indiscrições políticas transmitidas inadvertidamente pela televisão, teve de ser substituído às pressas, em setembro, por Ciro Gomes, um jovem governador do estado do Ceará.

Apesar de que tanto Ricupero quanto Ciro Gomes deixaram intacta a equipe econômica reunida por Fernando Henrique, nenhum dos dois dispunha de sua capacidade de estabelecer um controle pleno sobre o processo de formulação da política econômica. Desse modo, no fim de

¹² O Gráfico 1 mostra o comportamento do Índice Geral de Preços – Disponibilidade interna da Fundação Getúlio Vargas, que é uma média ponderada de um índice nacional de preços ao atacado (60%), um índice de preços ao consumidor para o Rio de Janeiro e São Paulo (30%), e um índice nacional de preços da construção (10%).

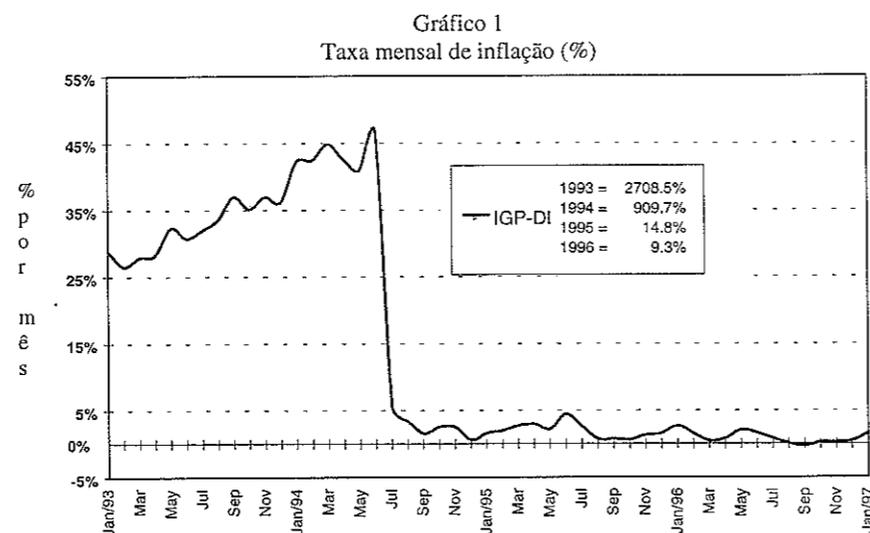
junho Ricupero quase fracassou em deter as propostas do Ministro da Justiça em introduzir várias modificações no decreto preparado pela equipe econômica lançando o Plano, inclusive uma medida de controle de preços. Ricupero tampouco foi capaz de evitar, no início de setembro, o aumento salarial do funcionalismo público.

Na segunda metade de 1994, o Plano sobreviveu também a uma geada devastadora, a um dos períodos de seca mais longos da história do Brasil e à disparada dos preços das *commodities* no mercado internacional.

O sucesso inicial do Plano Real demonstrou na prática a correção das proposições teóricas que o sustentavam: que seria necessário construir a vontade política de equilibrar as contas do governo sem a ajuda da corrosão inflacionária das despesas orçadas; que a conversão dos salários e demais contratos denominados em cruzeiros reais para uma unidade de conta indexada diariamente (a URV) não levaria necessariamente a uma aceleração súbita da inflação, desde que a conversão fosse realizada segundo os valores reais médios; e que, mediante uma reforma monetária, a inflação poderia ser interrompida, de uma forma preanunciada, sem o confisco de ativos financeiros ou o congelamento de preços e salários.

A despeito do sucesso inicial do Plano, era claro que um desequilíbrio cumulativo estava acontecendo, e, sem a ação governamental, tal desequilíbrio poderia levar a problemas similares àqueles que condenaram ao fracasso, desde 1986, as tentativas anteriores de estabilização da economia brasileira.

Um dos principais problemas era a discrepância entre os aumentos dos salários nominais determinados pelas regras da política salarial, e a apreciação cambial, determinada pelo rumo das políticas cambial e monetária. Os salários foram convertidos em URV, em março de 1994, de acordo com o valor real médio dos últimos quatro meses. Essas médias, entretanto, foram calculadas não para os dias em que os salários seriam gastos, mas para os dias em que seriam pagos. Isto gerou um ganho no poder de compra dos salários, depois do Real, equivalente ao imposto inflacionário que erodia os salários em cruzeiros reais, entre o dia de pagamento e os dias de efetivo gasto dos salários.



Fonte: Fundação Getúlio Vargas.

Além do mais, os salários passaram a ser recebidos mês a mês em uma moeda que preservava um poder de compra estável, enquanto anteriormente sofriam uma intensa deterioração real entre os picos que se seguiam aos reajustes quadrimestrais e os vales que precediam a estes reajustes. Ainda que o valor médio venha a ser o mesmo, ocorrera um ganho de renda real associado à eliminação da incerteza quanto ao salário real, a verificar ao longo do ciclo quadrimestral, que a forte oscilação dos valores reais provocava anteriormente.

Tal ganho manifestou-se na facilidade com a qual os assalariados passaram a ter acesso ao crédito. O crédito ao consumidor expandiu-se consideravelmente no período, apesar do depósito compulsório de, na margem, 100%, que, no início do Plano, o Banco Central impusera sobre os depósitos à vista nos bancos comerciais. Entre junho e dezembro de 1994, os empréstimos do sistema financeiro aos consumidores expandiram-se nada menos que 150% (Boletim... 1996:98).

Mais importante ainda, a indexação anual dos salários foi mantida por doze meses, baseada no novo índice de preços, o IPCr, que nos primeiros três meses do plano acumulou uma variação de 23%. Esta

variação foi determinada principalmente por uma combinação entre o retardo do registro da inflação em cruzeiros reais em junho de 1994, e problemas sazonais na oferta de alimentos acompanhados por uma substancial elevação dos aluguéis residenciais. Não era, portanto, uma medida da inflação genuína em Reais (que se reduziu para algo próximo de zero, como indicado pelo comportamento dos preços industriais no atacado). Quando incorporada aos salários, entretanto, essa variação provocou uma elevação real dos custos de produção, acentuando a dificuldade em manter o congelamento das tarifas e preços públicos, e o controle informal exercido sobre os preços de setores oligopolistas do comércio e da indústria.

Enquanto isso, a combinação entre as altas taxas de juros domésticas produzidas por uma apertada política monetária e a banda assimétrica da política cambial resultaram numa apreciação do Real em relação ao dólar. Da paridade unitária do início do Plano, o Real apreciara-se para R\$ 0,846 por dólar em 31 de dezembro de 1994, isto é, uma apreciação cambial de 15% que reforçou o declínio da taxa câmbio/salários. O impacto da apreciação cambial sobre as contas externas fortaleceu-se com a decisão tomada pela equipe econômica, em setembro, de acelerar o ritmo da abertura comercial, como meio de evitar a transmissão para os preços das pressões de custo e de demanda que se manifestavam.

As pressões de demanda originaram-se do aumento do poder de compra dos salários já descrito, acompanhado de um movimento de antecipação de compras, tanto de bens de consumo duráveis quanto de equipamentos, na expectativa de que a estabilização seria temporária, como sugerido pelo fracasso das experiências de estabilização anteriores. Esse aumento da demanda foi chancelado por uma expansão de 37% nos empréstimos do sistema financeiro para o setor privado, entre junho e dezembro de 1994 (Boletim... 1996: 98).

A essas pressões de demanda, superpuseram-se aquelas advindas do setor público. Em primeiro lugar, a despeito da oposição da equipe econômica, o Presidente Itamar Franco concedeu, em setembro e dezembro de 1994, um aumento dos salários das forças armadas e das faixas de renda mais baixas do funcionalismo público, sob a justificativa de garantir a isonomia salarial em relação aos funcionários do legislativo

e do judiciário. Em janeiro de 1995, todos os funcionários públicos beneficiaram-se da lei de indexação salarial, não apenas com o reajuste integral de acordo com o IPCr, mas também pela substituição, por uma média anual superior, da média quadrimestral inferior que fora adotada em março de 1994 para a conversão dos salários em URV. A versão original do decreto mandado ao Congresso instituindo a URV sequer registrava alguma regra de correção monetária dos salários, seja do setor público seja do privado, mas apenas a substituição da média quadrimestral por uma média anual na primeira data-base de negociação salarial após a introdução do Real. Para garantir a aprovação legislativa do decreto da URV antes de lançar o Real, a equipe econômica negociou no Congresso a indexação anual dos salários pelo IPCr.

Em março de 1995, o Presidente Fernando Henrique decretou um significativo aumento salarial da elite de comando do Executivo Federal. Finalmente, em maio de 1995, o salário mínimo foi reajustado para R\$100,00 num movimento 10% superior à variação do IPCr, o que também beneficiou os pensionistas da previdência social.

Em conjunto, essas decisões levaram a um forte aumento das contas salarial e previdenciária do setor público como um todo, já que decisões similares, se não ainda mais generosas, foram adotadas em estados e municípios.

A expansão da demanda interna, associada à orientação favorável às importações, teve duas grandes conseqüências, já no fim de 1994: um elevado grau de utilização da capacidade na indústria e uma rápida deterioração da balança comercial. O comportamento do índice de preços industriais no atacado, da Fundação Getúlio Vargas (excluindo os produtos alimentícios, por causa da variação sazonal, e os derivados de petróleo, cujos preços eram controlados pelo governo) indica que a combinação entre as pressões de custo e as de demanda eram suficientemente fortes para provocar um movimento ascendente da inflação, a despeito da elevação da competição externa propiciada pela apreciação da taxa de câmbio e a aceleração da abertura comercial.

Gráfico 2
Índices de preços no atacado – Indústria
(Menos gêneros alimentícios e combustíveis)

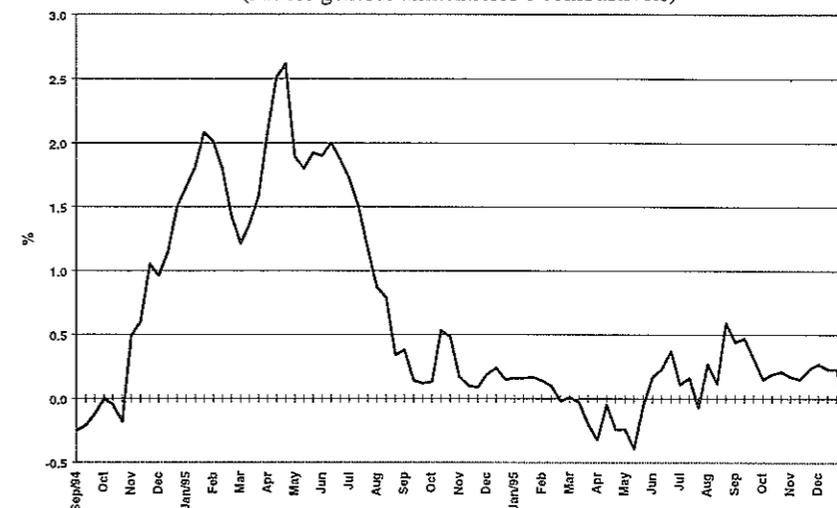
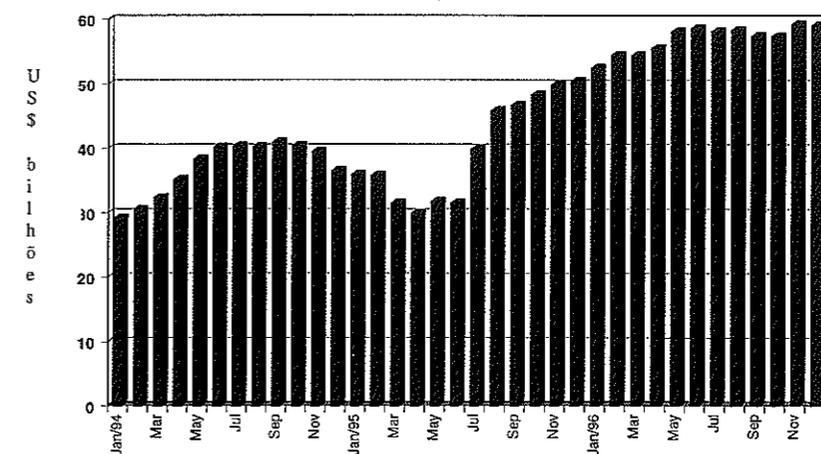


Gráfico 3
Reservas internacionais (US\$ bilhões)
Conceito de caixa – Último dia do mês



Fonte: Banco Central do Brasil.

Foi nesse contexto de forte alteração de preços relativos e da relação entre demanda e produção, que o Brasil foi golpeado pelo efeito

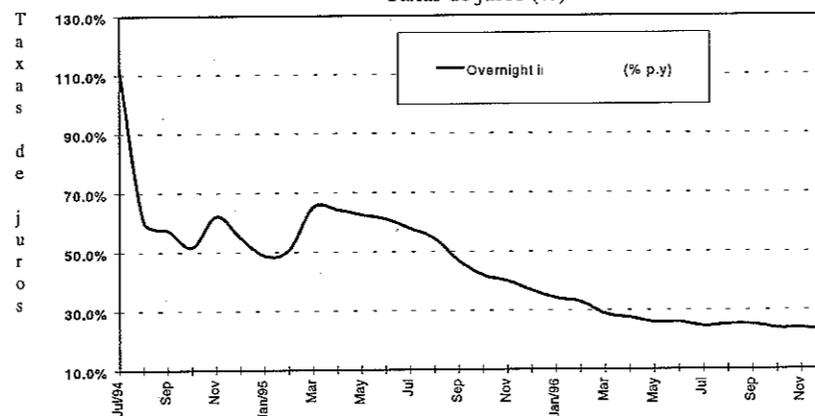
Tequila da crise do balanço de pagamentos mexicano. Isto levou a um refluxo dos movimentos internacionais de capital, pressionando as reservas internacionais do país, superpondo-se às pressões decorrentes, desde setembro de 1994, da deterioração da balança comercial. Como consequência, visualizada no Gráfico 3, as reservas internacionais brasileiras experimentaram uma acentuada queda desde o fim de 1994.

5 A segunda fase do Plano: 1995/96

Entre março e junho de 1995, o novo governo adotou uma série de drásticas medidas de política econômica para reagir aos desequilíbrios identificados, que ameaçavam a sustentação do Plano Real.

Em primeiro lugar, foi tomada a decisão de elevar substancialmente as taxas básicas de juros e impor restrições adicionais à expansão creditícia. Estas medidas restritivas superpuseram-se àquelas já adotadas em dezembro de 1994, que instituíram depósitos compulsórios de 30% sobre CDBs e 15% sobre os créditos bancários.

Gráfico 4
Taxas de juros (%)



Fonte: Banco Central do Brasil.

O Gráfico 4 mostra o comportamento das taxas de juros *overnight*, medidas em Reais e em dólares, apresentando uma tendência declinante na segunda metade de 1994, seguida de um forte aumento em março de 1995. Desde então, observa-se uma queda gradual das taxas de juros, alcançando o valor de 23,7% ao ano em dezembro de 1996 (este valor é bruto de um imposto de 15%). Associadas a um aumento da taxa de inadimplência, tais medidas contracionistas tiveram um forte impacto sobre a expansão do crédito para o setor privado. Sua taxa de crescimento caiu para 20,6% na primeira metade de 1995, para 9,2% na segunda metade, e daí para apenas 4% na primeira metade de 1996 (Boletim... 1996: 110).

Simultaneamente a esse aperto monetário, em março de 1995 o governo promoveu uma desvalorização de 5% do Real em relação ao dólar, substituiu a banda assimétrica por uma banda flutuante de câmbio, e decretou uma aguda elevação, de 20 para 70%, das tarifas de importação de automóveis e eletrodomésticos.

Graças à incerteza quanto à forma como o governo operaria o novo regime de bandas cambiais, houve um aumento temporário da pressão sobre as reservas internacionais – até que se esclarecesse que o Banco Central definiria de tempos em tempos uma “banda larga” para a taxa de câmbio, e que, dentro desta banda, realizaria uma política de intervenções diárias, para caracterizar uma “mini-banda” e praticar pequenas mas sucessivas desvalorizações destas “mini-bandas” durante o mês, em dias e magnitudes não preanunciadas. O valor acumulado dessas minidesvalorizações, entretanto, seria pequeno em comparação com os diferenciais entre as taxas de juros a curto prazo internas e internacionais. Isto é, foi mantido o incentivo para preservar em carteira títulos financeiros denominados em Reais.

Isso não implicou necessariamente na existência de um incentivo para transferir ativos financeiros a curto prazo de dólares para Reais, porque as entradas de capitais para a aquisição de ativos de renda fixa (ao contrário das saídas) eram sujeitas a um imposto de 7%. Até fevereiro de 1996, quando as brechas remanescentes foram fechadas pelo Banco Central, as exceções a esta regra possibilitaram uma considerável entrada

de capital a curto prazo. Assim que essas mudanças de políticas foram absorvidas, o país voltou a acumular reservas internacionais, como se vê no Gráfico 3.

O Gráfico 5 apresenta o comportamento da taxa de câmbio do Real em relação ao dólar, indicando a apreciação ocorrida até março de 1995, assim como as desvalorizações aí adotadas, seguidas, depois de maio de 1995, de uma série de minidesvalorizações no contexto do novo mecanismo da banda cambial flutuante. Iniciando em setembro de 1995, o Banco Central vem sistematicamente desvalorizando o Real em relação ao dólar a uma taxa mensal de aproximadamente 0,6%.

Em junho de 1995, o governo editou um decreto de desindexação abolindo o IPCr, instituindo um regime de livre negociação salarial a partir de julho. Mais precisamente, nos acordos salariais anuais a partir desta data, apenas o resíduo do IPCr acumulado de julho de 1994 a julho de 1995 não repassado em acordos salariais anteriores seria juridicamente garantido. Assim, por exemplo, um sindicato com data-base em outubro de 1995 teria direito ao IPCr de outubro de 1994 a junho de 1995, mas teria que negociar qualquer compensação pela inflação ocorrida entre junho e setembro de 1995. Essa decisão (que ainda não foi transformada em lei pelo Congresso) implica numa ruptura histórica com o regime de indexação salarial que foi introduzido pelo regime militar em 1964, com o objetivo tecnocrático de substituir conflitos sociais por um mero cálculo aritmético da inflação passada, mas cujo único resultado foi a institucionalização da inflação como um meio de acomodar os conflitos distributivos entre trabalhadores e empregadores.¹³

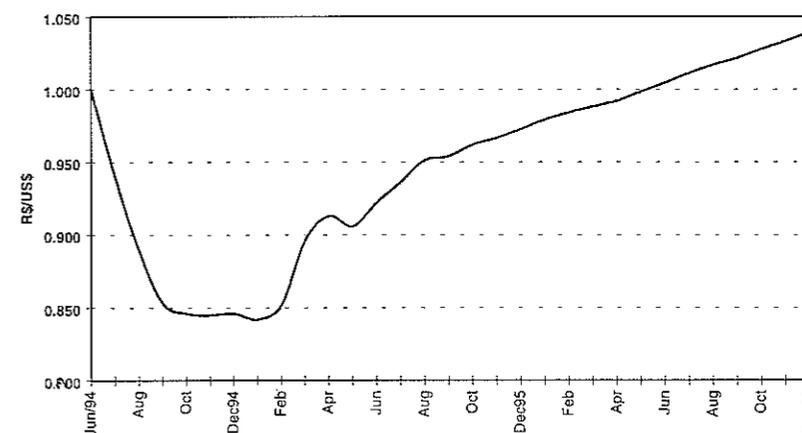
Pode-se verificar no Gráfico 2 que as medidas de ajustamento foram bem-sucedidas em reverter, desde abril de 1995, a tendência inflacionária manifesta no índice de preços industriais no atacado (o ruído inflacionário detectado em outubro de 1995 originou-se de um ajustamento isolado de preços então submetidos ao controle governamental, como bebidas, cigarros e remédios).

As medidas adotadas em março de 1995 (acompanhadas dos efeitos retardados dos depósitos compulsórios criados em dezembro de 1994) foram bem-sucedidas em reverter temporariamente o déficit

¹³ Para uma das primeiras críticas do sistema de indexação brasileiro, ver Fishlow (1974).

externo: pode-se ver no Gráfico 6 que, desde julho de 1995, a balança comercial voltou a apresentar pequenos superávits, numa situação que esteve sob controle até a primeira metade de 1996. Daí em diante, entretanto, os déficits comerciais voltaram a aumentar à medida que a economia recuperava-se do aperto creditício de meados de 1995.

Gráfico 5
Taxa de câmbio (R\$/US\$)
Último dia do mês



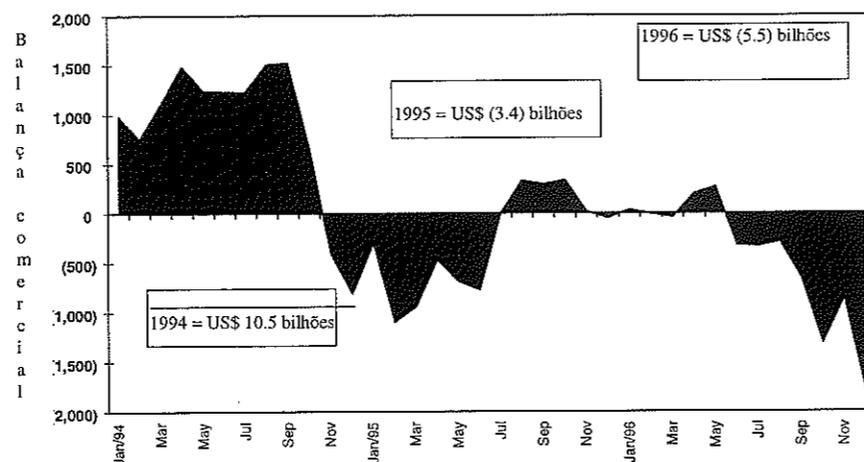
Fonte: Banco Central do Brasil.

A partir da segunda metade de 1995, também se verificou uma reversão dos movimentos adversos na conta de capitais. Conseqüentemente, as reservas internacionais, que haviam declinado algo em torno de US\$ 10 bilhões na primeira metade de 1995, mais que recuperaram tais perdas, aumentando continuamente até atingirem o valor de US\$ 59 bilhões no fim de 1995.

Na Tabela 1, há uma apresentação sumária do balanço de pagamentos em 1995 e 1996. Os dados indicam uma mudança muito significativa ocorrida na conta de capitais entre estes dois períodos: em 1995, as entradas a curto prazo atraídas pelos diferenciais de taxas de juros representaram a maior parte do financiamento. Em 1996, as entradas a curto prazo diminuíram, enquanto investimentos diretos e empréstimos a longo prazo representaram a maior parte do financiamento. Tais

movimentos sugerem que os déficits comerciais eram menos preocupantes no fim de 1996 do que no início de 1995, já que, pelo menos temporariamente, um financiamento mais adequado parecia estar à disposição do país.

Gráfico 6
Evolução da balança comercial
(US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Tabela 1
Balço de pagamentos, 1995/96

	1995	1996
1) Balança comercial (FOB)	-3,4	-3,5
Exportações	46,5	47,7
Importações	-49,9	-53,3
2) Serviços (líquidos)	-18,6	-21,7
Juros (líquidos)	-8,2	-9,8
Transferências (líquidos)	4,0	2,9
A) Conta corrente (1+2+3)	-18,0	-24,3
B) Conta de capitais (4+5)	30,8	33,0
4) Investimentos (líquidos)	5,0	16,0
Investimento direto (líquidos)	3,9	9,4
5) Empr. e financiamentos (líquidos)	25,4	17,0
Curto prazo	19,3	4,3
C) Superávit (+) ou Déficit (-)	12,9	8,7

Fonte: Banco Central do Brasil. *Informações Econômicas*, 17 fev. 1997.

As conseqüências negativas do aperto creditício apareceram em pelo menos três áreas: a atividade econômica, a fragilidade financeira e o déficit do setor público.

O Gráfico 7 indica que o PIB estava crescendo a um ritmo acelerado, desde o lançamento do Plano Real até o primeiro trimestre de 1995. O aperto creditício não apenas paralisou a economia, como também levou a um declínio do nível de atividade econômica no segundo e terceiro trimestres daquele ano. Desde então, a economia começou a se recuperar, lentamente de início, e mais firmemente na segunda metade de 1996. A força da recuperação no fim de 1996 aparentemente deveu-se ao fato que, em março de 1996, em face do tépido comportamento da economia no primeiro trimestre, o Banco Central promoveu uma nova rodada de relaxamento das restrições à expansão do crédito ao consumidor.

A desaceleração do nível de atividade econômica na segunda metade de 1995, acompanhada da persistente elevação das taxas de juros e do aumento das taxas de salário, agravaram a situação financeira das firmas que haviam se endividado durante a expansão econômica dos últimos doze meses. A agricultura e a produção de equipamentos agrícolas foram particularmente afetados, já que os preços dos alimentos sofreram uma pressão para baixo como conseqüência da supersafra de 1995. Além do mais, a apreciação do Real e o aprofundamento do processo de liberalização comercial trouxe dificuldades adicionais para as firmas mais frágeis dos setores mais diretamente afetados pela competição internacional, como bens de capital, autopeças, brinquedos, couro e vestuário, e têxteis. Conseqüentemente, o volume de atrasados creditícios e de falências cresceu significativamente. A parcela dos empréstimos do sistema financeiro para o setor privado que estavam atrasados ou sob liquidação passou de 7,5% para 15,4%, de dezembro de 1994 para dezembro de 1995, e continuou a crescer até atingir o valor máximo de 19,8% em agosto de 1996 (Boletim... 1996: 106 e 110).

Para os bancos comerciais, as perdas com tais créditos sobrepuseram-se ao fim dos ganhos com o imposto inflacionário, os quais

obtinham anteriormente de forma plena sobre depósitos à vista e transferências financeiras, e parcialmente sobre os depósitos à prazo.

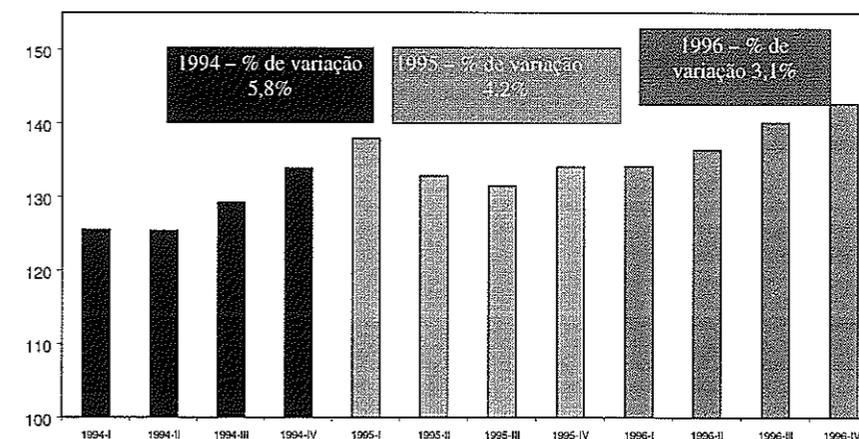
A fragilidade de uma parte do sistema financeiro ficou evidente quando o Banco Central, para interromper uma corrida às agências, foi forçado a fechar o Banco Econômico (o sétimo maior banco privado do país) em agosto de 1995. Apenas naquele momento foi tomada a decisão tardia de instituir um sistema mais amplo de proteção aos depósitos à vista, e de criar um programa de reestruturação do setor bancário privado (PROER). Este programa possibilitou a transferência para novos proprietários dos bancos privados problemáticos, cuja bancarrota, no julgamento da autoridade monetária, poderia ameaçar a estabilidade do sistema financeiro como um todo. O PROER implicava na transferência para o governo federal dos créditos duvidosos dos bancos em dificuldade, mas em compensação garantiu uma certa tranquilidade ao sistema financeiro.

Por intermédio do PROER, o Banco Central adiantou empréstimos aos bancos em dificuldade (que normalmente eram colocados sob intervenção da autoridade monetária), de um valor igual à diferença entre o total de seu passivo (incluindo os redescontos do banco central e os empréstimos SOS dos bancos federais, que foram liquidados) e o total dos bons ativos transferidos para os novos proprietários. Como colateral desses empréstimos, o Banco Central aceitou pelo valor de face algumas dívidas velhas do governo federal, com um valor de mercado provavelmente 50% inferior ao das letras do Banco Central que foram emitidas para esterilizar a expansão monetária provocada pelos empréstimos feitos aos bancos sob intervenção. Como essas dívidas velhas foram registradas nas contas governamentais por seu valor de face, esse mecanismo de resgate não apresentou um aumento imediato no déficit orçamentário ou na dívida líquida do setor público, o que apenas acontecerá quando os débitos duvidosos forem liquidados e as garantias forem executadas (de acordo com a ordem de prioridade definida pelos procedimentos brasileiros de falência).

Ainda não se dispõe de cálculos apropriados a respeito dos custos do PROER e de outras intervenções do Banco Central no sistema

bancário. Utilizando a prática internacional,¹⁴ uma estimativa aproximada seria de 4,7% do PIB, consistindo dos créditos do BC para o sistema bancário de dezembro de 1994 a novembro de 1996 (3%), e da recapitalização do Banco do Brasil no início de 1996 (1,7%).

Gráfico 7
Índice trimestral do PIB
Ajustamento sazonal



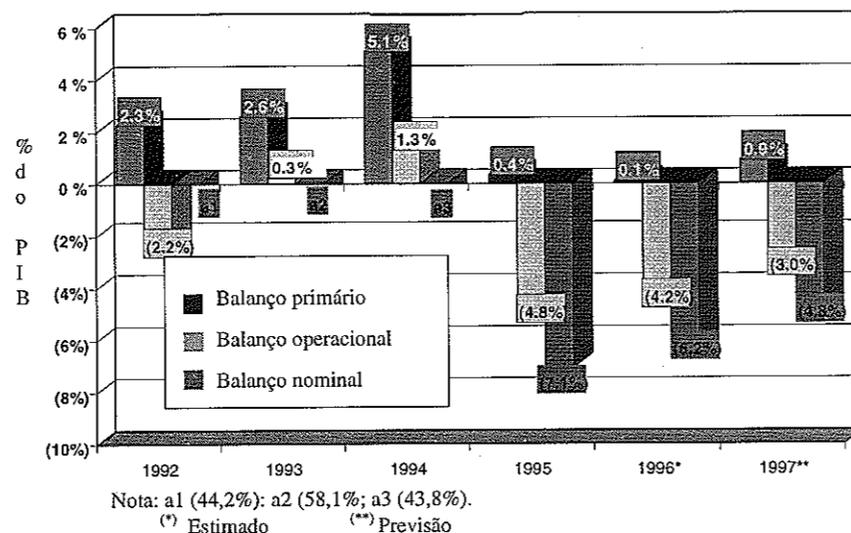
Fonte: IBGE.

Um terceiro impacto da política de elevação das taxas de juros foi sobre o déficit do setor público. O setor público é definido como a soma dos governos federal (incluindo a Seguridade Social e o Banco Central), estadual e municipal, e suas respectivas empresas não-financeiras. Pode-se observar no Gráfico 8 que, no conceito operacional, o balanço consolidado do setor público alterou-se de um superávit de 1,3% do PIB em 1994 para um déficit de 4,8% do PIB em 1995, uma deterioração de 6,1% do PIB. Três quartos desta deterioração deveram-se ao mencionado aumento nos salários e pensões, já que o resultado primário alterou-se de um superávit de 5,1% em 1994 para apenas 0,4% do PIB em 1995. Mas também digno de nota é o impacto do pagamento de juros reais, que aumentou de 3,8 para 5,1% do PIB entre 1994 e 1995.

14 Ver, por exemplo, Rojas-Suárez & Weisbrod (1996).

O aumento do déficit operacional em 1995 implicou uma interrupção do processo de declínio gradual da dívida líquida do setor público como proporção do PIB, que vinha ocorrendo desde o início da década. A dívida líquida compreende tanto a dívida externa (líquidas das reservas internacionais do Banco Central, no conceito de liquidez internacional), quanto da dívida interna, incluindo o passivo monetário do Banco Central (líquida em particular dos empréstimos internos do Banco Central). Entre dezembro de 1994 e dezembro de 1995, a dívida líquida aumentou de 28,1 para 29,9% do PIB, e daí para 34,2% em dezembro de 1996.

Gráfico 8
Setor público consolidado
(% em relação ao PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Além do mais, a composição da dívida líquida tornou-se mais onerosa pelo menos desde 1994. A Tabela 2 indica que a dívida líquida representada pela dívida federal interna era de 11% do PIB em 1994, passou a 15,3% em dezembro de 1995 e 22,4% em novembro de 1996.

Tabela 2
Dívida líquida do setor público como proporção do PIB

Item	Dez./94	Dez./95	Nov./96
(1) Dívida líquida do governo federal	12,1	13,0	16,2
Dívida bruta	30,9	32,6	40,7
Dívida interna	17,8	22,0	28,6
em Títulos	11,0	15,3	22,4
Dívida externa	13,1	10,7	12,1
Ativos financeiros	18,8	19,7	24,5
Créditos internos	11,7	12,4	16,4
Banco Central	5,2	6,4	8,6
Res. intern.	7,1	7,2	8,1
(2) Dívida líquida de Estados e municípios	9,4	10,4	12,1
(3) Dívida líquida das empresas estatais	6,6	6,5	5,9
(4) Dívida líquida do setor público (1+2+3)	28,1	29,9	34,2
PIB (R\$ bilhões)	545,3	696,2	767,4

Fonte: Banco Central do Brasil. Nota para a Imprensa, 27 jan. 1997.

As informações da tabela também sustentam o argumento de que, do aumento de 11,4% do PIB da dívida federal interna entre dezembro de 1994 e novembro de 1996, apenas 4,1% deveram-se ao déficit público acumulado no período, como indicado no comportamento da dívida líquida federal. Da diferença, 1,6% deveu-se à redução em outros tipos de débito (menos onerosos que a dívida interna, como a base monetária e a dívida externa), e outros 5,7% deveram-se à aquisição de ativos financeiros externos (1,1%) e internos (4,6%) pelo governo federal.

6 Perspectivas para o Plano Real: 1997 e depois

Apesar de que o Plano Real teve um sucesso espetacular em seus primeiros seis meses de vida, hoje parece claro que a economia brasileira encontrava-se numa rota insustentável quando o país foi golpeado pela crise mexicana, em termos de desequilíbrios crescentes entre demanda e produção, e salários e preços. As causas destas tendências foram múltiplas: a indexação salarial, o déficit do setor público, a apreciação da taxa de câmbio, a expansão do crédito para o setor privado.

As iniciativas restritivas adotadas na primeira metade de 1995 mostraram-se bem-sucedidas em superar os problemas iniciais do Plano, e

mantiveram a tendência declinante da inflação ao longo da segunda metade de 1996. O ressurgimento de grandes déficits comerciais desde setembro de 1996 indicava, entretanto, que o *mix* de políticas mostrava-se incapaz de garantir simultaneamente a estabilidade de preços, o crescimento sustentado do PIB e o equilíbrio externo.

Em particular, o ajuste do déficit orçamentário tornou-se ainda mais difícil por causa dos aumentos dos salários e pensões do setor público ocorridos no final de 1994 e início de 1995. Foi apenas em 1996 que passaram a ser tomadas as medidas corretivas no diz respeito aos salários do setor público, o salário mínimo e as aposentadorias. Os salários do funcionalismo federal não aumentaram em janeiro de 1996, como era de costume, e mantiveram-se sem qualquer indexação à inflação ao longo do ano. Em maio de 1996, o salário mínimo foi aumentado em 12%, abaixo da variação integral do índice do custo de vida desde maio do ano anterior (aproximadamente 20%). As pensões da seguridade social foram ajustadas em 15%, tendo como contrapartida parcial a instituição de uma contribuição sobre as aposentadorias do setor público (cuja legalidade foi contestada, estando ainda pendente a decisão final do Supremo Tribunal).

A despeito do declínio das taxas de juros, da correção das tarifas e preços do setor público, e do congelamento salarial no governo federal, o déficit operacional declinou apenas levemente, de 4,8% do PIB em 1995 para uma estimativa de 3,9% em 1996. Isto está muito aquém da esperança do governo de alcançar um déficit de 2,5% do PIB. Uma razão para o comportamento desanimador das contas do setor público em 1996 foi a elevação do déficit primário de estados e municípios, que subiu de 0,2% do PIB em 1995 para uma estimativa de 0,7% em 1996. Mas, também no governo federal, o superávit primário esperado para 1996 era 0,3% menor que o de 1995, porque os ganhos obtidos com a contenção salarial não foram suficientes para compensar outros gastos em consumo e investimento.

Algumas questões de política econômica se impõem para o futuro imediato. A principal relaciona-se à sustentabilidade do atual *mix* de políticas. Mais especificamente, podemos refletir a respeito da compatibilidade da atual combinação entre déficits orçamentários e desvalorizações cambiais, de um lado, e desvalorizações cambiais e

pressões de custo, de outro. As questões relacionadas à sustentabilidade são de natureza emergencial, particularmente num contexto marcado por consideráveis déficits de transações correntes e por um progressivo relaxamento da política monetária, necessário para baixar as taxas de juros a níveis compatíveis com a rentabilidade do capital produtivo.

6.1 Déficit do setor público e política cambial

Para analisar a compatibilidade entre o déficit do setor público e a política cambial, podemos refletir sobre a seguinte questão: a taxa de inflação correspondente ao ritmo atual de desvalorização cambial (aproximadamente 7,4% ao ano) é compatível à taxa de inflação necessária para financiar a longo prazo – por meio do imposto inflacionário –, os déficits programados do setor público? No Apêndice, demonstra-se que a taxa de inflação exigida pelos déficits públicos é determinada pela seguinte equação:

$$p^* = [G/PY - y(M+B)/PY] (PY/M)$$

onde:

p^* = taxa de inflação exigida

G = déficit operacional do setor público

PY = PIB nominal

y = taxa de crescimento do PIB real

M = base monetária

B = dívida líquida do setor público

Utilizando os seguintes valores para 1997: $G/PY = 0.025$ (meta governamental); $y = 0.043$ (estimativa); $(M+B)/PY = 0.342$ (verificada em novembro de 1996); $PY/M = 43.1$ (valor médio de 1996 até novembro), obtemos nada menos que uma taxa de inflação de 44% ao ano, claramente incompatível com o ritmo de inflação permitido pela atual política cambial. Para reduzir a taxa de inflação necessária para financiar o déficit público ao ritmo atual de desvalorização de 7,4% ao ano, seria necessário, de acordo com a fórmula acima, trazer o déficit operacional do setor público para 1,6% do PIB.

Um exercício similar pode ser realizado para obtermos o superávit primário exigido para estabilizar a relação entre a dívida líquida do setor público e o PIB, dado o imposto inflacionário fornecido pela política cambial. A fórmula, que também é demonstrada no Apêndice, é:

$$(S^*/PY) = (r-y)B/PY - (p+y)M/PY$$

onde:

S* = superávit primário (excluindo os impostos sobre a dívida pública) exigido para estabilizar a relação entre a dívida líquida do setor público e o PIB

r = taxa de juros real sobre a dívida pública líquida, líquida de impostos

p = ritmo de inflação permitido pela atual política cambial

Usando os valores acima, e as seguintes estimativas para 1997: $r=0.13$ e $p=0.074$, a conclusão é que o superávit primário necessário é igual a 2,5% do PIB, significativamente maior que a meta de 1,5% do PIB com a qual o governo trabalha para 1997.

Enquanto as metas para os déficits primário e operacional não são alcançadas, o governo poderia evitar um crescimento adicional da relação entre a dívida líquida do setor público e o PIB através da receita de 1% ao ano do programa de privatização, a ser utilizada exclusivamente para o resgate da dívida. Isto supõe que o déficit operacional vai de fato alcançar 2,5% do PIB em 1997 (e o superávit primário, 1,5% do PIB). No caso mais realista de que ele chegasse a 3% do PIB (e o superávit primário a 1% do PIB), o ritmo exigido de privatização deveria gerar receitas de 1,5% do PIB. Para um período de 3 anos de déficits declinantes, tais metas podem ser alcançadas se as receitas da privatização da CVRD, do setor elétrico federal e do sistema de telecomunicações forem inteiramente utilizadas para o financiamento dos déficits.

6.2 Tradables e non-tradables

A preservação do equilíbrio externo depende em primeiro lugar da capacidade da política de mini-desvalorizações cambiais comandar o

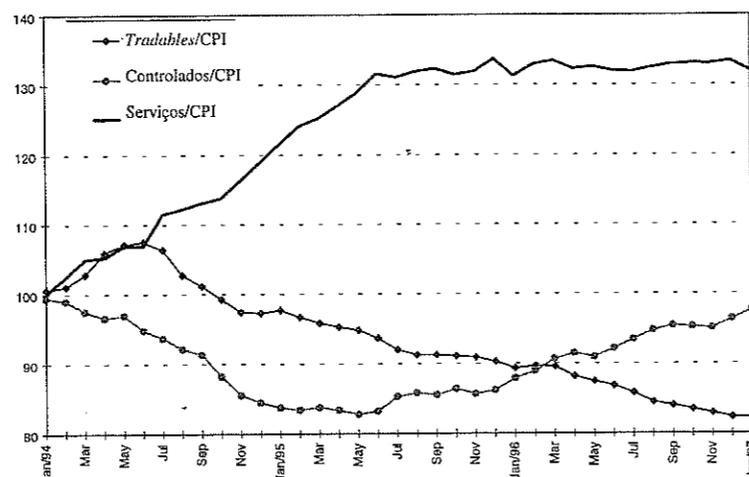
processo inflacionário a curto prazo. Isto é, depende do grau em que a taxa verificada de inflação coincida com a taxa de inflação permitida pela taxa de câmbio. Admitindo que, num contexto de economia aberta, o preço dos bens *tradables* é suscetível ao comando da taxa de câmbio (uma questão que será discutida no próximo item), o problema é saber se a evolução dos preços dos *non-tradables* (tipicamente, serviços privados) converge com a dos bens *tradables*. Se isto não acontecer, ocorreria uma progressiva sobrevalorização cambial que geraria uma insustentável situação de desequilíbrio externo.

A questão empírica pode ser tratada da seguinte maneira: o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) para São Paulo, calculado pela FIPE-USP, divide-se em quatro componentes: os preços sazonais (alimentação e vestuário), os preços controlados (incluindo, além dos serviços públicos, o álcool, a gasolina, os remédios, cigarros e mensalidades escolares), os serviços privados (excluindo aluguéis residenciais, devido a seu comportamento peculiar) e bens *tradables* (todos os outros).

O Gráfico 9 mostra o comportamento de três relevantes relações no período entre janeiro de 1994 e dezembro de 1996: preços dos serviços privados/IPC, os preços dos bens *tradables*/IPC, e os preços controlados/IPC. O Gráfico mostra a divergência gradual entre o preço dos serviços privados e os preços dos bens *tradables* na primeira fase do Plano Real, até julho de 1995. Durante este período, a tendência declinante dos preços controlados foi claramente um importante componente da estratégia antiinflacionária.

Desde junho de 1995, os preços dos serviços privados estabilizaram-se em relação ao índice como um todo. Entretanto, o mesmo não aconteceu com os preços dos bens *tradables*, que continuaram a divergir do índice geral, sendo que, a razão aparente desde junho de 1995, é que passou a ser corrigido o atraso nos preços controlados. Isto é, apesar de que os preços relativos parecem ter estabilizado-se apenas no início de 1997, é inquestionável que, um ano após o lançamento do Plano, os preços dos serviços privados passaram a convergir em relação ao índice como um todo.

Gráfico 9
Relações de preços
Dez/93 = 100



Nesse processo, foi aberta uma grande diferença entre os preços dos serviços privados e os dos bens *tradables*: entre janeiro de 1994 e dezembro de 1996, os primeiros cresceram aproximadamente 60% em relação aos segundos. Apesar de ser possível interpretar este movimento como uma indicação da reduzida atração exercida pela produção de bens *tradables* em relação à de *non-tradables*, deve-se levar em conta que os serviços privados não são tipicamente atividades empresariais, que ofereceriam oportunidades de investimento alternativas ao capital dedicado à produção de *tradables*. Tendo em conta a alta intensidade do fator trabalho nas atividades de serviços, essa mudança de preços relativos pode indicar um aumento significativo do poder de compra dos salários sobre os bens *tradables*, desde o início do Plano Real.

Nesse sentido, ao invés de estabelecer comparações entre a evolução dos preços dos *non-tradables* e a dos bens *tradables*, para inferir uma reduzida atração exercida pela produção de bens *tradables* em relação à de *non-tradables*, parece ser mais adequado verificar diretamente a evolução da competitividade externa e da rentabilidade interna da produção desses bens.

6.3 Taxa de câmbio, competitividade e rentabilidade

Para tratar desta questão, deve-se levar em conta que o argumento na seção anterior pressupunha que se tratava de um país pequeno, incapaz de influenciar os preços internacionais dos bens *tradables* que produz. Esta suposição é apenas parcialmente aplicável ao Brasil, dada a importância de bens manufaturados diferenciados entre os produtos exportados e os que concorrem com importados, internamente. Tratando-se de bens manufaturados diferenciados, a taxa de câmbio pode afetar a relação entre os bens produzidos internamente vis-à-vis similares internacionais.

No Gráfico 10, avalia-se a competitividade dos bens *tradables* produzidos internamente desde de janeiro de 1994, por meio do cálculo da taxa de câmbio real efetiva cujos deflatores são o índice de preços industriais no atacado, para o Brasil, e índices similares para seus respectivos parceiros comerciais. Movimentos ascendentes indicam uma depreciação da taxa de câmbio real efetiva, e movimentos descendentes indicam uma apreciação.¹⁵

O Gráfico 10 indica que, na primeira metade de 1994, em média a taxa de câmbio real permaneceu relativamente estável. Seguiu-se um período de significativa apreciação desde a introdução do Real até fevereiro de 1995. Desde maio de 1995, com a mini-desvalorização de março e a subsequente adoção de uma banda flutuante, a taxa de câmbio real começou a desvalorizar-se sistematicamente. Em dezembro de 1996, à taxa de R\$1,0367 por dólar, a taxa de câmbio real estava aproximadamente 5% mais apreciada do que em sua maior cotação em maio de 1994, R\$ 1,0891/US\$1.00.

A próxima questão a ser analisada é o grau em que essa pequena perda de competitividade pode estar acompanhada de outra perda, na rentabilidade da produção de bens *tradables*. Para isso, deve-se analisar em que medida se observa uma pressão de custo na produção de bens exportados e que concorram com importados, não sendo possível

¹⁵ A taxa de câmbio real efetiva é a média ponderada das taxas de câmbio reais bilaterais, com o dólar entrando com um peso de 0.65. As taxas de câmbio mensais foram calculadas considerando um atraso de dois dias para o fechamento de contratos de câmbio: isto é, considerou-se as taxas de câmbio diárias iniciando-se dois antes do início do mês, e terminando dois dias antes do último dia do mês.

transferir essa pressão para os preços finais em vista da concorrência de produtos estrangeiros.

Para avaliar essa pressão de custo, levou-se em conta uma série para os custos salariais unitários da indústria brasileira, isto é, a relação entre a folha salarial e o valor da produção na pesquisa industria nacional mensal do IBGE. Esta série altamente sazonal, de janeiro de 1993 a setembro de 1996, é apresentada de duas maneiras na Gráfico 11: com um ajustamento sazonal e na forma de uma média anual móvel findando no mês de referência.¹⁶

Gráfico 10
Taxa de câmbio real
Preços em Dez./96

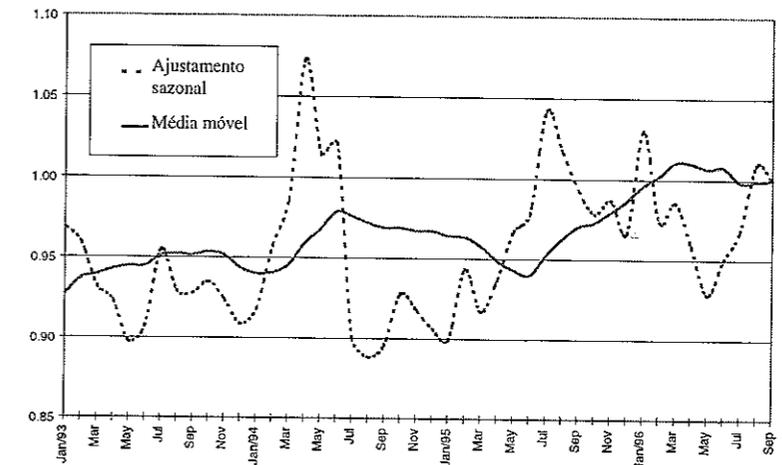


As séries sazonalmente ajustadas do Gráfico 11 indicam uma severa pressão de custo no período de vigência da URV, de março a junho de 1994, sugerindo que, imediatamente após a conversão dos salários em URV, eles foram novamente reajustados nos acordos salariais anuais fortemente concentrados no período entre abril e junho. Esta pressão,

¹⁶ Sou grato a Edward Amadeo pelo acesso ao banco de dados do grupo de economistas do trabalho do Departamento de Economia da PUC-RJ, do qual as séries do Gráfico 11 provieram. As séries sazonalmente ajustadas foram obtidas utilizando a técnica X-11 para os dados sobre a taxa de salário de janeiro de 1985 a setembro de 1996.

entretanto, foi revertida pela aceleração da inflação ocorrida logo antes da introdução do Real, detectada no Gráfico entre os meses de maio e julho de 1994. Daí em diante até o início de 1995, os custos salariais unitários tenderam a estabilizar-se.

Gráfico 11
Custo unitário do trabalho na indústria em R\$
Set./96 = 100



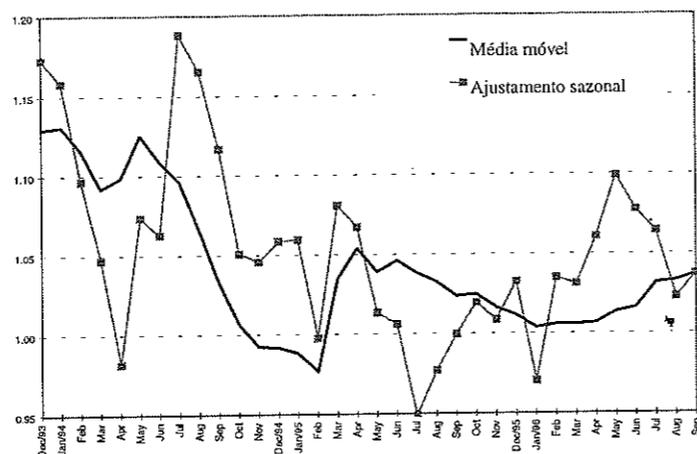
Na primeira metade de 1995, outra forte pressão dos custos salariais foi observada, até julho de 1995. Com o fim da indexação salarial e o esfriamento da economia, ocorreu outra reversão dessa pressão de custos, de agosto de 1995 a maio de 1996. À medida que a economia voltava a expandir-se, os custos salariais parecem ter retomado uma tendência ascendente na segunda metade de 1996. Os últimos dados, para setembro de 1996, demonstram um valor do custo salarial unitário 11% superior que o de seu mais baixo valor, em maio de 1993. Fazendo uma comparação usando a média móvel anual, o custo salarial unitário em setembro de 1996 seria 7,5% superior ao mais baixo valor do Gráfico, em janeiro de 1993.

A conclusão é que, no final de 1996, ainda que continuasse a existir uma certa pressão dos custos salariais sobre a rentabilidade das

atividades industriais, ela era menor do que em meados de 1995. Como visto anteriormente, também ocorrera uma certa perda de competitividade do setor industrial interno em relação a seus competidores internacionais.

Pode-se construir, da seguinte maneira, um índice que sintetize as perdas de rentabilidade e de competitividade. Um índice de competitividade estaria diretamente relacionado ao comportamento da taxa de câmbio efetiva real no Gráfico 10, que, para simplificar, pode ser escrito como eP^*/P , onde P =Índice de preços industriais internos no atacado; e =taxa de câmbio nominal efetiva entre o Real e uma cesta de moedas; e P^* =preços industriais dos parceiros comerciais. Um índice de rentabilidade seria inversamente relacionado ao custo salarial unitário, wN/pQ no Gráfico 11, onde w =taxa de salário; N =emprego; p =preço médio implícito dos bens industriais; Q =produção industrial. Admitindo que $p=P$, o índice sintético seria dado pela fórmula: $(eP^*/P)/(wN/pQ) = (eP^*/w)(Q/N)$ = taxa de câmbio ajustada pelo custo salarial efetivo.

Gráfico 12
Custo efetivo do trabalho ajustado à taxa de câmbio
Preços em Set./96



Este índice sintético é apresentado no Gráfico 12 tanto com ajustamento sazonal quanto na forma da média móvel anual (como no Gráfico 11). De acordo com a série sazonalizada, a taxa de câmbio

ajustada pelo custo salarial efetivo estaria, em setembro de 1996, aproximadamente 15% mais apreciada do que em seu ponto máximo imediatamente depois do Plano, em julho de 1994. Na série de médias móveis, a apreciação máxima seria de 9%, comparando setembro de 1996 a janeiro de 1993. A partir de julho de 1995, a apreciação verificada depois do Plano passou por um processo de reversão, pela ação conjunta do esfriamento econômico e da desindexação salarial, mas até o final de 1996 uma tendência de estabilidade parece ter passado a se manifestar.

Conclusão

Visualizadas do início de 1997, as perspectivas a curto prazo da economia brasileira são bastante satisfatórias: taxas de inflação de um dígito e um crescimento do PIB superior a 4%. Entretanto, o déficit comercial ainda cresce, e o déficit de transações correntes pode aproximar-se de 4% do PIB – da mesma ordem de magnitude do déficit operacional do setor público. Tais déficits acontecem a uma taxa de formação de capital fixo de algo em torno a 19%, claramente insuficiente para sustentar uma taxa de crescimento do PIB na faixa de 5 a 6%, como planeja o governo.

A conclusão principal é que o Plano Real não apenas foi bem-sucedido em baixar as taxas de inflação, mas também em mantê-las baixas – por volta de 1998 o Brasil pode chegar a apresentar taxas de inflação comparáveis a de seus parceiros comerciais. Entretanto, o Plano Real ainda não foi bem-sucedido em produzir uma tendência econômica na qual o controle inflacionário é compatível com crescimento econômico sustentado e um razoável equilíbrio externo.

As principais tarefas adiante são a elevação da taxa de poupança doméstica e a promoção do crescimento exportador. Ingredientes essenciais para estas tarefas serão as reformas do setor público e da seguridade social, a privatização dos serviços de infra-estrutura, e os ganhos de produtividade derivados da crescente abertura da economia brasileira. Com a aprovação da emenda de reeleição do Presidente Fernando Henrique Cardoso, parece haver tempo disponível para buscar realizar esses ajustes estruturais, já que as receitas da privatização e as

entradas de capitais externos devem fornecer o financiamento temporário necessário. Assim que as reformas econômicas progredirem, as taxas de juros internas devem atingir níveis comparáveis aos internacionais. Aí, então, será necessário adotar a decisão de conferir maior flexibilidade ao regime cambial.

Referências bibliográficas

- ARIDA, P., LARA REZENDE, A. Inertial inflation and monetary reform. In: WILLIAMSON, J. (Ed.) *Inflation and indexation: Argentina, Brazil and Israel*. Washington, DC: Institute for International Economics, 1985.
- BACHA, E.L. Plano Real; uma avaliação preliminar. *Revista do BNDES*, n.3, p. 3-26, 1995.
- _____. *Plano Real; uma segunda avaliação*. 1997. (no prelo).
- _____. O fisco e a inflação; uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, (53), v. 14, n. 1, p. 5-17, jan./mar. 1994.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL, Brasília, v. 32, n. 4, abr. 1996.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL, Brasília, v. 32, n. 12, dez. 1996.
- CARNEIRO, D. D. Ajuste externo e desequilíbrio interno. In: PAIVA ABREU, M. (Org.) *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1990.
- FARO, C. (Ed.) *O Plano Collor*. Rio de Janeiro: Livro Técnico, 1990.
- _____. (Ed.) *O Plano Collor 2*. Rio de Janeiro: Livro Técnico, 1991.
- FISHLOW, A. O estilo de indexação brasileiro; inflação sem lágrimas? *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1, 1974.
- FRANCO, G. O Plano Real e a URV; fundamentos da reforma monetária de 1993-94. In: _____. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.
- GARCIA, M. Avoiding some costs of inflation and crawling towards hyperinflation: the case of Brazilian domestic currency substitute. *Journal of Development Economics*, v.51, n. 1, p.139-59, Oct. 1996.
- LAMOUNIER, B., BACHA, E. Democracy and economic reform in Brazil. In: A PRECARIOUS balance. v. 2. Democracy and economic reform in Latin America. San Francisco, CA: Institute of Contemporary Studies -- ICS Press, 1994.

- LOPES, F. O mecanismo de transmissão monetária no Brasil. 1997. (Mimeo.).
- MODIANO, E. (1990). A ópera dos Três Cruzados: 1985-1989. In: PAIVA ABREU, M. (Org.) *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1990.
- OLIVEIRA, G. *Brasil Real*. São Paulo: Mandarim, 1996.
- PLANO Fernando Henrique Cardoso (Exposição de Motivos n. 395, de 7 de dezembro de 1993). *Revista de Economia Política; Documentos*, (54), v. 14, n. 2, p.114-31, abr./jun. 1994.
- ROJAS-SUÁREZ, L., WEISBROD, S. Banking crises in Latin America: experience and issues. In: HAUSSMANN, R., ROJAS-SUÁREZ, L. (Ed.). *Banking crises in Latin America*. Washington, DC: Inter-American Development Bank, 1996. p. 3-21.
- SIMONSEN, M.H., JEFFERSON, A. *O expurgo do resíduo inflacionário*. 1994. (Mimeo.).

Apêndice

A aritmética do déficit do setor público, da dívida pública e da inflação

Neste Apêndice, demonstramos as expressões que aparecem na seção 6 para os valores necessários de equilíbrio da taxa de inflação e do superávit orçamentário público.

Tomando todas as variáveis como proporções do PIB, permita-se que o déficit orçamentário nominal (a diferença entre o total dos gastos e das receitas não-financeiros do setor público) seja financiado por aumentos da dívida líquida (externa e interna) e pela base monetária:

$$D/PY = B'/PY + M'/PY \quad (1)$$

onde:

D = déficit nominal

B' = aumento da dívida líquida

M' = aumento da base monetária

PY = PIB nominal (igual ao nível geral de preços, P, vezes o produto real, Y).

O déficit nominal pode ser decomposto entre o déficit operacional, G, e a correção monetária da dívida líquida, pB:

$$D/PY = G/PY + pB/PY \quad (2)$$

Os aumentos da dívida líquida e da base monetária podem, por sua vez, por aproximações lineares, ser decompostos das seguintes formas:

$$B'/PY = (B/PY)' + p(B/PY) + y(B/PY) \quad (3)$$

e:

$$M'/PY = (M/PY)' + p(M/PY) + y(M/PY) \quad (4)$$

onde:

B/PY = dívida líquida como proporção do PIB

M/PY = base monetária como proporção do PIB

p = P'/P = taxa de inflação

y = Y'/Y = taxa de crescimento do produto real.

Substituindo (2), (3) e (4) em (1), obtemos:

$$G/PY + pB/PY = (M/PY)' + (B/PY)' + pM/PY + pB/PY + y(M+B)/PY \quad (5)$$

No estado estacionário, o crescimento da base monetária e da dívida líquida é convergente ao do PIB, o que implica em que $(M/PY)' = 0$ e $(B/PY)' = 0$. Introduzindo estes valores em (5) e cortando pB/PY dos dois lados da equação, podemos resolvê-la para o valor da taxa de inflação, p^* , que deve ser obtida no estado estacionário:

$$p^* = [G/PY - y(M+B)/PY](PY/M) \quad (6)$$

Para obter o resultado primário requerido na estado estacionário para estabilizar a proporção da dívida líquida em relação ao PIB para uma dada taxa de inflação, note-se primeiro que o déficit operacional é a soma do déficit primário com os pagamentos de juros sobre a dívida líquida:

$$G/PY = -S/PY + rB/PY \quad (7)$$

onde:

S = superávit primário (excluindo as receitas dos impostos sobre os juros pagos sobre a dívida líquida)

r = taxa de juros real sobre a dívida líquida

Substituindo em (6) o valor de G/PY dado em (7), e encontrando a solução para o superávit requerido, quando tanto $(M/PY)'$ quanto $(B/PY)'$ são iguais a zero, depois de simplificar obtemos:

$$(S^*/PY) = (r-y)B/PY - (p+y)M/PY \quad (8)$$

onde a taxa de inflação, p , é no texto aquela propiciada pela política de desvalorização cambial.