



FABIO GIAMBIAGI, ANDRÉ VILLELA,
LAVINIA BARROS DE CASTRO
E JENNIFER HERMANN

ECONOMIA BRASILEIRA CONTEMPORÂNEA

[1945-2010]

2ª Edição

ed.

9900

Capítulo



Privatização,
Abertura e Desindexação:
A Primeira Metade dos Anos 90
(1990-1994)

Lavinia Barros de Castro

“O poder despreza aqueles que não sabem ocupá-lo.”

Talleyrand, diplomata francês

“A experiência com o *rentenmark* foi um pulo sobre um barranco cuja extremidade oposta estava obscurecida por nuvens. Mesmo o ministro Luther, o autor do decreto de 15 de outubro de 1923, descreveu seu trabalho como alguém que ‘constrói uma casa, começando pelo teto’.”

Constantino Bresciani-Turroni, economista italiano,
comentando a estabilização da hiperinflação alemã no pós-Primeira Guerra

Introdução

A primeira metade dos anos de 1990 marca a posse do primeiro presidente eleito pelo voto direto, fato que não ocorria no país desde 1961. No início de 1990, a inflação havia ultrapassado 80% ao mês e a economia, que crescera a uma taxa média em torno de 7% entre 1930-80, desde meados de 1980 se encontrava estagnada. Nesse contexto, é eleito, pelo voto direto, Fernando Collor de Mello, numa operação de autêntico *marketing* eleitoral, sem precedentes na história do Brasil.¹

Inicialmente apoiada por um partido novo e inexpressivo (Partido da Reconstrução Nacional — PRN), sua candidatura conseguiu derrotar as aspirações de

políticos tradicionais, como Leonel Brizola, e de Luiz Inácio Lula da Silva, que já possuía forte expressão no cenário político nacional. Collor trazia um discurso centrado na denúncia da corrupção, assistência às camadas mais desfavorecidas da sociedade e promessas de mudanças profundas na economia, tendo assumido o governo em março de 1990.

As reformas propostas por Collor, de fato, introduziram uma ruptura com o modelo brasileiro de crescimento com elevada participação do Estado e proteção tarifária. Embora os primeiros passos tenham sido dados na gestão Collor, o processo só se aprofundou no governo seguinte (1º Governo Fernando Henrique Cardoso — 1995-98). A política industrial também ficou abaixo dos objetivos traçados, sempre subordinada à questão prioritária do combate à inflação. Já os planos econômicos Collor I e II não apenas fracassaram em eliminar a inflação, como resultaram em recessão e perda de credibilidade das instituições de poupança. Na realidade, após uma série de escândalos, revelação de esquemas de corrupção e dois planos econômicos malsucedidos, Fernando Collor de Mello foi destituído do poder, no final de 1992, mostrando mais uma vez que “o poder despreza aqueles que não sabem ocupá-lo”, como citado na primeira epígrafe deste capítulo.

A partir da posse de Itamar Franco (Vice-Presidente de Collor) deu-se continuidade ao processo de reformas. Mais importante: foram lançadas as bases do programa de estabilização que daria fim à alta inflação no país. A consolidação da estabilidade, entretanto, exigiu mais do que a desindexação. Na estratégia de combate à inflação do Plano Real, a taxa de câmbio e os elevados juros tiveram um papel fundamental, embora com consequências negativas para o desempenho da economia nos anos que se seguiram.

Estudar as reformas do período, os Planos Collor e a construção do Plano Real como estratégia bem-sucedida de combate à inflação são os principais objetivos deste capítulo. O texto é dividido em dez seções. Após esta introdução, a segunda seção discute brevemente a mudança do modelo de desenvolvimento pela qual passou a economia no início dos anos de 1990. Em seguida, a terceira seção discute o processo de privatização e a abertura econômica. A quarta seção aborda os dois Planos Collor (1991-92).

Da quinta a oitava seção discute-se o Plano Real, em suas três fases: (I) Ajuste Fiscal; (II) Desindexação; e (III) Âncora Nominal. A terceira fase, a rigor, extrapola os limites deste capítulo, uma vez que se inicia em julho de 1994, mas só termina em janeiro de 1999, com a desvalorização da taxa de câmbio. Acreditamos, porém, que para a boa compreensão do sucesso do Plano Real no combate à inflação é imprescindível comentarmos, ainda que de forma resumida, o papel jogado pelas âncoras de câmbio e de juros, motivo pelo qual incluímos uma breve sessão sobre essa fase no presente capítulo. Por fim, a nona seção discorre sobre os dados do

período 1990-94, ressaltando o comportamento do PIB, a inflação, o balanço de pagamentos e as contas fiscais. As conclusões são apresentadas na décima seção.

A Mudança de Modelo

Foge ao escopo desse capítulo analisar o modelo brasileiro de desenvolvimento e suas transformações históricas. O objetivo dessa seção é tão somente traçar, em linhas gerais, algumas características para que o leitor compreenda as principais mudanças em curso na primeira metade dos anos 1990.

Durante o período de 1950-80, o Brasil cresceu a uma taxa média de 7,4% ao ano, e apenas em quatro ocasiões cresceu abaixo do marco de 4%. Esse crescimento esteve associado a uma política de substituição de importações, mas também a alguns episódios de promoção de exportações, como por exemplo, ao longo do “Milagre” (1968-73). Resumidamente, podemos dizer que as três principais características do modelo de industrialização brasileira do pós-Guerra foram: (1) a participação direta do Estado no suprimento da infraestrutura econômica (energia e transportes) e em alguns setores considerados prioritários (siderurgia, mineração e petroquímica); (2) a elevada proteção à indústria nacional, mediante tarifas e diversos tipos de barreiras não tarifárias; e (3) o fornecimento de crédito em condições favorecidas para a implantação de novos projetos.

O modelo de substituição de importações (MSI), tal como defendido pela Cepal,² foi a forma de os países retardatários promoverem a sua industrialização. Sinteticamente, pode-se dizer que a Cepal questionava a teoria econômica convencional em diversos pontos, sobretudo quanto à capacidade de o livre-comércio promover seja a eficiência na alocação de recursos (no nível interno e externo), seja o desenvolvimento “natural” das economias.

Dessa forma, o MSI defendia três papéis fundamentais para o Estado: o de indutor da industrialização, através da concessão de crédito e do uso intensivo de instrumentos cambiais, restrições quantitativas e tarifárias; o de empreendedor, a fim de eliminar os principais “pontos de estrangulamento” da economia; e o de gerenciador dos escassos recursos cambiais, a fim de evitar a sobreposição de picos de demanda por divisas e crises cambiais recorrentes.

A Cepal e o Modelo de Substituição de Importações

Conforme apresenta Bielschowsky (1988), os principais problemas das economias latino-americanas que justificavam, no diagnóstico da Cepal, um esforço de industrialização através da proteção aduaneira e da ação do Estado eram: (1) a deterioração dos

termos de troca (principalmente em função do repasse, no caso dos países primário-exportadores, dos ganhos de produtividade para os produtos finais e do não repasse dos mesmos nos países do "centro", em função de estruturas oligopolísticas características da produção de manufaturados); (2) o desequilíbrio estrutural no balanço de pagamentos, resultante da exportação de produtos de baixa elasticidade-renda e importação de produtos de alta elasticidade-renda (sendo a única solução definitiva a própria industrialização); (3) os rendimentos crescentes da indústria (argumento da indústria nascente); (4) o desemprego, visto como resultado do alto crescimento demográfico, da importação de técnicas capital intensivas, do baixo crescimento da demanda internacional por produtos primários e da insuficiência no desenvolvimento de setores que poderiam absorver a mão de obra expulsa pelas máquinas; (5) a vulnerabilidade a ciclos econômicos, consequência da especialização em atividades primário-exportadoras; (6) a inadequação de técnicas modernas à disponibilidade de recursos dos países "periféricos"; (7) a existência de economias de escala na indústria; e (8) a indivisibilidade do capital — o que justificava a ação do Estado dando o "passo inicial".

A lógica do MSI pode ser assim sumariada: um choque externo (por exemplo, a crise de 1929, guerras mundiais etc.) põe em xeque a capacidade de importação dos países primário-exportadores. Dada a restrição do balanço de pagamentos, o governo utiliza-se de mecanismos cambiais ou tarifários para induzir um processo de substituição de importações pela produção local. Ocorre, porém, que a própria SI aumenta a demanda interna (renda), o que faz crescer as importações de insumos e bens de capital, acarretando uma nova crise de divisas, que leva a uma nova onda de SI e assim sucessivamente. Na superação contínua dessas contradições reside a essência da dinâmica do processo de SI (Tavares, 1972). O problema é que, à medida que o processo avança através de sucessivas respostas à "barreira externa", vai-se tornando cada vez mais difícil e custoso prosseguir. Ocorre uma mudança na pauta de importações: reduz-se a participação de bens de consumo final e aumenta-se a de produtos intermediários (com maior defasagem temporal entre o investimento e a efetiva produção). Aumenta, também, a relação capital/produto, reduzindo-se a eficiência dos investimentos. Além disso, conforme o processo avança, surgem itens de elevado conteúdo tecnológico, mais difíceis de serem produzidos internamente (*idem*).

Entre 1950-1980, o país cresceu a taxas médias superiores a 7% ao ano. A partir de 1968, algumas ferramentas de apoio às exportações foram acopladas ao MSI. Entretanto, o modelo de industrialização adotado deixou algumas sequelas para a economia, entre elas: uma estrutura de incentivos distorcida em certos setores (por exemplo, em alguns segmentos de bens de capital, em que não se atingiu escala e praticamente não houve transferência de tecnologia); um certo

viés antiexportador (exceto nos segmentos em que as atividades exportadoras foram incentivadas); e endividamento do Estado (sobretudo no período do II PND).³ Todavia, apesar de algumas ineficiências, há um certo consenso de que, no início dos anos de 1980, a estrutura industrial brasileira já estava completa e integrada, sendo isto o resultado, em grande medida, de um modelo de desenvolvimento liderado pelo Estado.⁴

Outro aspecto relevante do "modelo de crescimento" brasileiro até os anos 70 foi uma certa convivência com a inflação, sobretudo após o desenvolvimento de um sofisticado sistema de indexação a partir de 1964. A alta participação do Estado e a convivência com elevadas taxas de inflação foram, porém, questionadas ao final dos anos de 1970 e início dos anos de 1980, com o advento do segundo choque do petróleo e dos juros internacionais. Na realidade, a esses choques se seguiu uma situação de crise de liquidez externa (sobretudo a partir da moratória do México em 1982) e de crise da dívida, com consequências substantivas sobre o processo inflacionário. A bem dizer, nos anos que compreendem o final dos anos 1970 até o final dos anos 1980, o Brasil foi submetido a choques de diversas ordens, que levaram o país a uma situação de severa restrição externa, com implicações diretas sobre o crescimento da economia.

A crise financeira do Estado foi, ainda, decididamente agravada pelos sucessivos fracassos no combate à inflação. De fato, se considerarmos o período de 1986 a 1991, a economia brasileira foi submetida a diversos Planos de Estabilização (Plano Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e Collor II). Enquanto o país se debatia em tentativas de combate à inflação, a indústria deixava de acompanhar os avanços tecnológicos e organizacionais em rápida propagação nas economias desenvolvidas. A retração do investimento prejudicaria particularmente a indústria de bens de capital. Se tomássemos, por exemplo, 1980 como base (100), o setor de bens de capital havia regredido, 10 anos depois, para um índice de produção física da ordem de 70. Enquanto isso, um país como a Coreia continuava reduzindo seu atraso relativo face às economias líderes e começava a fazer pesquisa e desenvolvimento intensamente. Enquanto a renda *per capita* da economia brasileira diminuía mais de 0,5% ao ano em média na década, surgiam no cenário internacional o chamado Consenso de Washington e o Plano Brady, ambos em 1989.

Por ocasião de um encontro do Institute for International Economics em Washington, D.C., o economista John Williamson listou uma série de reformas que os países em desenvolvimento deveriam adotar na área econômica para que entrassem em uma trajetória de crescimento autossustentado. Essa lista foi intitulada pelo próprio Williamson de "Consenso de Washington", pois ele acreditava ser um conjunto de medidas com que a maioria dos economistas ali presentes estaria de acordo. Sumariamente, as propostas de Williamson visavam assegu-

rar a disciplina fiscal e promover ampla liberalização comercial e financeira, além de forte redução do papel do Estado na economia.⁵

Já o Plano Brady, anunciado em março de 1989, teve como elemento essencial a reestruturação da dívida soberana de 32 países, mediante a troca desta por bônus de emissão do governo do país devedor, que contemplavam abatimento do encargo da dívida (seja sob a forma de redução do seu principal, seja por alívio na carga de juros). Essa renegociação alterou fundamentalmente as condições de liquidez para países signatários, mas a oferta abundante de financiamento internacional estava condicionada à realização de reformas e de um profundo ajuste fiscal. Na realidade, o Brasil só completou a renegociação do Plano Brady, iniciada em 1992, no ano de 1994 — e isso foi fundamental para a consolidação da estabilização. Sem uma liquidez externa abundante, seria impossível promover a estabilização durante o primeiro governo Fernando Henrique Cardoso. As chamadas “reformas estruturais”, porém, foram iniciadas anteriormente, como veremos na próxima seção.

Privatização e Abertura

As políticas de intensificação da abertura econômica e de privatização do governo Collor se inseriam no contexto da chamada nova Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE), lançada no início do governo. De acordo com Erber e Vermulm, a PICE foi concebida como uma “pinça”, com uma “perna” para incentivar a competição e outra para incentivar a competitividade.⁶ Em termos da velha metáfora, acreditava-se que seria preciso uma “cenoura” e um “porrete” (*carrot and stick*) para fazer a “carroça da indústria nacional” voltar a andar. É importante notar, entretanto, que a recuperação do atraso industrial era vista pelo governo não apenas como uma prioridade *per se*, mas também como uma condição necessária para se obter a estabilidade duradoura dos preços.

Apesar de os gastos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) no Brasil terem passado de 0,5%, em 1989, para 1,3% do PIB em 1994 como resultado da PICE, a “pinça” acabou por ter, na prática, a “perna” da competição mais forte do que a da competitividade. De fato, apoiado pela legitimidade das urnas; pelo contexto internacional pró-reformas; pela insatisfação do público perante a deterioração dos serviços prestados por algumas estatais; e pela própria crise do Estado, o governo enfatizaria, no âmbito interno, uma estratégia maior de privatização (sob a crença de que haveria aumento da competição e, assim, aumento da eficiência) e, no âmbito externo, a reforma tarifária e de comércio exterior.

Nos anos de 1990, o Plano Nacional de Desestatização (PND) foi considerado prioritário. Através dele, pretendia-se: 1) contribuir para o redesenho do parque industrial; 2) consolidar a estabilidade; e 3) reduzir a dívida pública (via

aceitação de títulos como moeda de privatização). Além disso, foi permitida a utilização dos cruzados novos bloqueados como recursos para a privatização (ver seção “Os Dois Planos Collor”).⁷

A privatização do período, entretanto, provou ter metas muito mais otimistas em termos de receita e cronograma, do que se verificou na prática. Nos governos Fernando Collor e Itamar Franco (1990-94) foram privatizadas 33 empresas federais (as empresas estaduais só entraram no programa posteriormente). Os principais setores foram o de siderurgia, petroquímica e fertilizantes. O total de receitas obtido foi de US\$8,6 bilhões, com transferência para o setor privado de US\$3,3 bilhões em dívidas.

A natureza relativamente modesta das privatizações realizadas em relação aos prognósticos iniciais dos governos Collor e Itamar Franco possui várias explicações: (1) muitas empresas públicas estavam em má situação financeira e precisavam ser saneadas para que existisse interesse na sua aquisição; (2) existia grande dificuldade em avaliar os ativos de diversas estatais, após anos de alta inflação e várias mudanças de moeda; (3) havia resistência do público e um governo que perdia credibilidade; (4) alguns setores, tais como o de jazidas minerais e setor elétrico, não podiam, pela Constituição de 1988, ser vendidos para estrangeiros; (5) operações mais complexas exigiam *per se* ganhos de experiência de privatização, que ainda não existiam. Além de todos esses fatores, a dificuldade em vencer a inflação acabou por ocupar o maior espaço dentre os esforços do governo, deixando as privatizações em segundo plano.

Como dito no início desta seção, a agenda de reformas não se limitou às privatizações. De fato, o governo Collor também foi marcado por profundas mudanças na política de comércio exterior uma vez que, simultaneamente à adoção do câmbio livre, intensificou-se o programa de liberalização de importações, que havia tido início ao final dos anos de 1980. Assim, no governo Collor, foram extintas as listas de produtos com emissão de guias de importação suspensa (o chamado “Anexo C”, que continha cerca de 1.300 produtos) e os regimes especiais de importação (exceto Zona Franca de Manaus, *drawback* e bens de informática). Na prática, acabaram as formas mais importantes de controles quantitativos de importação, para dar lugar a um controle tarifário, com alíquotas cadentes. Foi também anunciada uma reforma tarifária, na qual se anunciou que todos os produtos teriam reduções graduais ao longo de quatro anos, a partir do qual atingiriam uma alíquota modal de 20%, dentro de um intervalo de variação de 0 a 40% (Tabela 6.1). Preanunciando reduções graduais, o governo pretendia preparar os produtores nacionais para a transição para uma economia mais aberta.⁸

Comparando a experiência brasileira com a de outros países latino-americanos ou, mesmo, com algumas experiências asiáticas, o ritmo e a extensão das

Tabela 6.1
Alíquotas de Importação de Setores Selecionados — 1990-1994
 (em %)

	1990	1991	1992	1993	1994
Tarifa média	32,2	25,3	21,2	17,1	14,2
Tarifa modal	40,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Desvio-padrão	19,6	17,4	14,2	7,9	7,9
Setores selecionados					
Insumos industriais básicos	12,6	8,3	6,1	4,8	4,3
Bens de capital	36,0	29,2	25,0	21,0	19,3
Veículos de passageiros	85,0	59,3	49,3	39,3	34,3
Peças e acessórios de bens de capital	34,0	27,8	24,3	20,9	19,1
Peças e acessórios de equip. transport.	39,1	31,5	26,3	21,2	18,6
Outros	51,2	40,7	33,5	25,7	19,3

Fonte: Horta *et al.* (1992), Tabelas 4.4 e 4.5. Exclui setores da tabela original.

reformas introduzidas no período Collor/Itamar podem ser considerados razoavelmente moderados, compreendendo as dificuldades que a indústria nacional teria após anos de baixo nível de investimento e turbulência econômica.

Os Dois Planos Collor

O Plano Collor I foi lançado já no dia 15 de março de 1990, mesmo dia da posse do novo presidente da República, Fernando Collor. Através deste, o cruzeiro foi reintroduzido como padrão monetário e foi promovido um novo congelamento de preços de bens e serviços. Como o plano foi lançado na metade do mês, os trabalhadores tiveram apenas garantida a inflação de fevereiro, perdendo a variação ocorrida nos primeiros dias de março. As medidas de congelamento foram, todavia, desrespeitadas e pouco caracterizam o Plano. De fato, após sucessivos choques semelhantes, tais ações não contavam com a menor credibilidade.

Foi na área financeira que se deu a maior (e bastante traumática) mudança: o sequestro de liquidez. Todas as aplicações financeiras que ultrapassassem o limite de NCr\$50.000 (cerca de US\$1.200, ao câmbio da época) foram bloqueadas por um prazo de 18 meses. O governo se comprometia a devolver os cruzados novos bloqueados, transformados em cruzeiros, em 12 prestações iguais e sucessivas a partir de setembro de 1991. Os recursos bloqueados receberiam correção monetária mais juros de 6% ao ano. Todos os débitos existentes deveriam ser

liquidados na moeda antiga, bem como o pagamento de impostos (por um período de 60 dias). Pretendia-se igualmente que os recursos fossem utilizados em privatizações, o que se verificou apenas parcialmente.

No que tange às medidas fiscais, o Plano Collor I promoveu um aumento da arrecadação, através da criação de novos tributos, aumento do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), Imposto sobre Obrigações Financeiras (IOF) e outros; redução de prazos de recolhimento; suspensão de benefícios e incentivos fiscais não garantidos pela Constituição, além de uma série de medidas de combate à sonegação. Promoveu-se, ainda, uma redução do número de ministérios (de 23 para 12 — incluindo a agregação das pastas da Fazenda e do Planejamento, no Ministério da Economia, que passou a ser comandado pela ministra Zélia Cardoso de Mello), a extinção de uma série de autarquias, fundações e, inclusive, um conjunto significativo de demissões de funcionários públicos. Implementou-se ainda um regime de câmbio flutuante.

O diagnóstico do Plano Collor era de que existia uma “fragilidade financeira do Estado”, tese atribuída, embora não exclusivamente, a economistas da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). O plano propunha resolver o problema da alta inflação através de uma desindexação parcial da economia e desoneração temporária do pagamento de juros sobre a chamada “moeda indexada”.⁹ Esta nada mais era do que depósitos bancários (oferecidos ao público com o nome de “contas remuneradas”) que tinham por contrapartida títulos públicos e privados de *overnight*. Assim como a moeda de curso corrente, a “moeda indexada” tinha liquidez absoluta, mas, ao contrário da primeira, possuía rendimento nominal positivo, em geral superior à inflação. Assim, embora não pudesse servir de meio de troca, cumpria as funções de reserva de valor e de unidade conta na economia.

O Plano Collor I recebeu críticas de todas as partes. O bloqueio dos recursos foi considerado uma inadmissível intervenção estatal, que tirava a confiança dos poupadores no sistema financeiro nacional, com graves consequências para o país. Argumentava-se, ainda, que o limite imposto era tão baixo, que prejudicava até pequenos poupadores e que a remuneração oferecida era inferior ao rendimento de diversas aplicações (queixa que gerou durante muitos anos ações judiciais contra o governo). Outros aspectos do plano também questionados foram: o congelamento de preços, dado o seu desgaste perante o público; o ajuste fiscal, que se baseava no aumento de receitas e não em corte de gastos; e o caráter fortemente recessivo do plano. A maior crítica era, porém, de natureza teórica: o plano teria confundido os conceitos de “fluxo” e “estoque”.

Para Afonso Pastore, o bloqueio dos ativos monetários restringia apenas o *estoque* de moeda indexada existente, mas não acabava com o processo que a cria-

va, ou seja, não eliminava o seu *fluxo*.¹⁰ O autor argumentava que, como evidenciado pela teoria quantitativa da moeda, é o fluxo de moeda que gera inflação — e não o seu estoque — tornando o plano em si inconsistente. Seu argumento partia do princípio de que, em economias monetárias modernas, é comum às instituições financeiras carregarem em suas carteiras títulos públicos e privados financiando-os integralmente com depósitos de *overnight*, sem que se verifiquem, porém, taxas de inflação da ordem de grandeza da que ocorria no Brasil.

Ainda segundo Pastore, a explicação residiria no fato de que o risco envolvido nesse tipo de operação bancária é o risco de caixa (do banco se ver sem recursos líquidos para fazer face aos saques do público). No Brasil, entretanto, o risco de alavancagem para as instituições financeiras era nulo. Ao longo do dia, o Banco Central promovia operações chamadas de *go around*, vendendo ou comprando títulos públicos, a fim de avaliar as condições no mercado interbancário. No fechamento das operações, o Banco Central se comprometia a liquidar as posições dos bancos, recomprando os títulos “em excesso” no mercado (“zeragem automática”) a uma taxa de juros real positiva, porém, não punitiva (não superior à taxa do mercado interbancário). Na prática, os bancos podiam carregar a quantidade de títulos que quisessem durante o dia — o risco de caixa inexistia.

Num esquema como esse, o Banco Central tinha apenas a capacidade de fixar os juros (tornando a oferta de moeda uma linha horizontal), sendo, portanto, a demanda quem determinava a quantidade de moeda no sistema. Em suma, a crítica de Pastore ao Plano Collor é de que, mantendo a zeragem, o Banco Central não conseguia ter controle sobre o fluxo de moeda (fixava apenas o juro do *overnight*) e, portanto, não conseguia ter controle sobre a inflação. A causa da inflação não era a existência de títulos de *overnight*: “Eles adquirem este poder inflacionário quando o Banco Central garante a conversão automática em moeda com poder liberatório, reduzindo a zero o preço de sua liquidez”.¹¹ O autor admitia, porém, que sem o *overnight* rendendo juros reais positivos haveria o risco de desintermediação financeira e hiperinflação. O público sacaria seus recursos dos bancos em busca de ativos reais, ouro ou dólar, gerando uma hiperinflação.

Embora seja unânime a aceitação de que o Plano Collor I errou ao controlar o estoque e não o fluxo, o trabalho de Pastore gerou um amplo debate acerca do poder inflacionário da “zeragem”. Alguns autores criticaram uma leitura excessivamente “quantitativista” do argumento de Pastore, e lembravam que o problema não era o simples fluxo de moeda, mas o fato de a velocidade de circulação da moeda estar em ascensão, num processo velado de fuga da moeda (e criação de quase moedas). Nesse contexto, o BC não teria mesmo como controlar o fluxo, porque a moeda se torna predominantemente endógena — e a única forma de parar o processo inflacionário seria através de uma reforma monetária crível. Ou

seja, ainda que o Plano Collor tivesse se preocupado com o fluxo — como se propõe nos modelos de âncora monetária — o Plano não teria dado certo. Essa argumentação de que o problema não era a “zeragem” *per se* ganhou força pela observação de que o Banco Central continuou a praticar a zeragem até 1995 (e em determinadas circunstâncias posteriormente), e a alta inflação não voltou.¹²

O fato é que, na prática, o Plano Collor I conseguiu fazer com que a inflação baixasse dos 80% ao mês para níveis próximos de 10% nos meses seguintes, ao mesmo tempo em que a economia sofria uma forte retração. Entretanto, a inflação voltou a se acelerar ao longo do ano. Diante do recrudescimento desta, houve a substituição da ministra Zélia Cardoso de Mello por Marcílio Marques Moreira e, em 1^a de fevereiro de 1991, foi lançado o Plano Collor II, cujo objetivo era conter as taxas de inflação, na época em torno de 20% ao mês.

A forma de alcançar o controle da inflação, na concepção do Plano Collor II, era através da racionalização dos gastos nas administrações públicas, do corte das despesas e da aceleração do processo de modernização do parque industrial. Quanto a este ponto, a ideia é que a modernização ampliaria a oferta, a custos menores. O Plano também propunha dar fim a todo e qualquer tipo de indexação da economia, considerada a principal causa de retomada da inflação. Dessa forma, foi extinto o BTN (Bônus do Tesouro Nacional), que servia de base para a indexação dos impostos, e também todos os fundos de investimento de curto prazo (inclusive os que eram cobertos por operações de *overnight*). Em seu lugar, foi criado o Fundo de Aplicações Financeiras (FAF), que teria por rendimento a Taxa Referencial (TR), baseada numa média das taxas do mercado interbancário. A TR, porém, ao contrário dos antigos indexadores, introduzia um elemento *forward looking* para a indexação no Brasil. Em vez de a indexação se basear em movimentos da inflação passada, como no mecanismo de correção monetária, a TR embutia expectativas de inflação futura. Nas palavras de Gustavo Franco, criava-se, assim, o “neogradualismo”. Neste, a dinâmica de formação dos preços seria “predominantemente *forward looking*”. Dessa forma o componente autorregressivo (memória inflacionária) teria apenas uma pequena influência sobre a inflação.¹³

O neogradualismo partiria do princípio de que as pessoas observam o comportamento fiscal corrente do governo e dele inferem suas expectativas de inflação. Tudo se passaria como na atuação de um “círculo virtuoso”, em que os cortes fiscais baixam a inflação, e (desde que não haja choques de nenhuma espécie) isso gera mais credibilidade e novos espaços políticos para melhorar os “fundamentos” (maiores cortes fiscais), o que, por sua vez, dá mais credibilidade e gera novas pequenas vitórias contra a inflação e assim sucessivamente — permitindo a inflação cair lentamente. O problema é que, embora fosse defensável como estratégia de estabilização, o neogradualismo não funcionou. A ri-

gor, durante alguns meses, ele possibilitou a queda da taxa de inflação. Porém, a sucessão de escândalos políticos inviabilizou toda e qualquer ação de política econômica que dependesse da credibilidade do governo. As denúncias de corrupção culminaram em um processo de *impeachment*, que levou, por sua vez, à renúncia de Collor.¹⁴

A renúncia do Presidente da República, todavia, não configurou ameaça à estabilidade das instituições, tendo o vice-presidente Itamar Franco assumido o poder em seguida, em outubro de 1992. A pasta do Ministério da Economia — então ocupada por Marcílio Marques Moreira — foi novamente dividida entre o Ministério da Fazenda, assumido inicialmente por Gustavo Krause, e o Ministério do Planejamento, sob o comando de Paulo Haddad. O primeiro, porém, permaneceu apenas dois meses no poder, tendo o segundo assumido a pasta da Fazenda, em dezembro de 1992 e nela permanecendo até março de 1993. Seguiu-se um período de alta rotatividade nos cargos, com destaque para a passagem do futuro Presidente do país como Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso.¹⁵ A equipe então formada permaneceu basicamente a mesma durante todo o período 1994-98. Foi nesse contexto que nasceu o plano que viria marcar a estabilização da economia.

O Plano Real: Concepção e Prática

O Plano Real foi originalmente concebido como um programa em três fases: a primeira tinha como função promover um ajuste fiscal que levasse ao “estabelecimento do equilíbrio das contas do governo, com o objetivo de eliminar a principal causa da inflação brasileira”; a segunda fase visava “a criação de um padrão estável de valor denominado Unidade Real de Valor — URV”; finalmente, a terceira concedia poder liberatório à unidade de conta e estabelecia “as regras de emissão e lastreamento da nova moeda (real) de forma a garantir a sua estabilidade”.¹⁶

O diagnóstico do desajuste das contas públicas como (principal) causa da inflação brasileira torna o Plano Real, já na sua concepção, diferente de alguns de seus precursores nas décadas de 1980 e 1990. Ademais, embora todos os planos desde o Cruzado (1986) atribuíssem grande importância à necessidade de desindexação para a estabilidade dos preços, a proposta da URV era bastante original e bem mais complexa do que os congelamentos de preços propostos anteriormente.

Enquanto as duas fases iniciais do Real envolveram longo debate acadêmico e possuíam diversas inovações, a terceira fase se caracterizou por um conjunto de medidas superpostas, onde o governo agiu pragmaticamente, diante das condi-

ções que se impunham. Nesse sentido, assim como no caso alemão 70 anos antes, a experiência de desindexação brasileira: “(...) foi um pulo sobre um barranco cuja extremidade oposta estava obscurecida por nuvens”, como lembrado por Bresciani-Turroni, citado na segunda epígrafe deste capítulo.

Por fim, como muitas vezes ocorre, a realidade se provou distinta do pressuposto. A importância da Fase I para a estabilidade dos preços foi, como discutiremos, muito inferior ao papel desempenhado pela desindexação e pela âncora cambial.

Fase I: O Ajuste Fiscal

A chamada “primeira fase” do Plano Real foi composta, conforme explicitava a própria Exposição de Motivos, por dois esforços de ajuste fiscal: o Programa de Ação Imediata (PAI) e o Fundo Social de Emergência (FSE). O PAI, a rigor, já havia sido lançado em maio de 1993, tendo por foco a redefinição da relação da União com os Estados e do Banco Central com Bancos Estaduais e Municipais, além de um programa de combate à sonegação. Dando continuidade a esses esforços, propunha-se, em fevereiro de 1994, a aprovação do FSE. Este seria constituído através da desvinculação de algumas receitas do governo federal, visando atenuar a excessiva rigidez dos gastos da União ditada pela Constituição de 1988.¹⁷ No discurso do governo, pretendia-se, com o FSE, resolver a questão do financiamento dos programas sociais brasileiros, identificados como prioritários. Seu caráter “emergencial” se devia ao fato de que, originalmente, era previsto vigorar por um período de apenas dois anos (1994-95), embora tenha sido sistematicamente prorrogado, com outros nomes.¹⁸

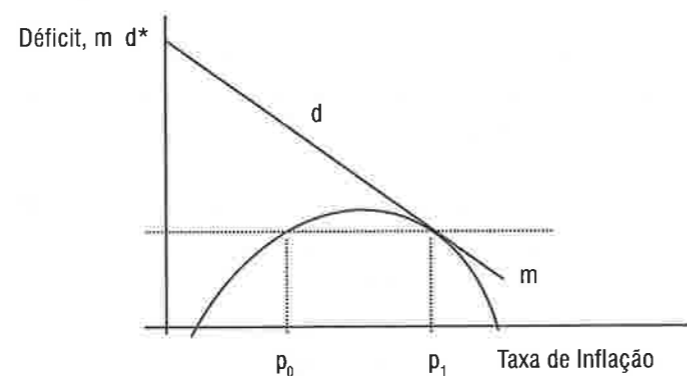
O diagnóstico do problema fiscal como causa da inflação no Plano Real pode ser bem compreendido através da interpretação de Edmar Bacha.¹⁹ De acordo com este, a coexistência entre déficit operacional baixo (menos de 1,0% na média 1991-1993) e alta inflação no país não deveria ser interpretada (como fora por ocasião do Plano Cruzado) como prova da pouca relevância do desajuste fiscal para a inflação. Existiria no Brasil um “déficit potencial”, um desequilíbrio não revelado. Isso porque a demanda por recursos, expressa por ocasião da votação orçamentária, vinha sendo muito superior ao efetivamente verificado ao final do ano fiscal.

A relativa adequação entre o hiato de recursos orçados e o resultado fiscal era realizada através de dois procedimentos. Em primeiro lugar, o orçamento embutiria, em regra, uma previsão inflacionária bem inferior à efetivamente observada. Como as receitas públicas no Brasil se encontravam indexadas (pela inflação verificada) e as despesas eram fixas em termos nominais, a subestimativa da inflação favorecia a redução do déficit. Em segundo lugar, o Ministério da Fazen-

da adiava frequentemente a liberação das verbas orçamentárias, corroendo o valor real dos gastos. Dessa forma, existiria um desajuste fiscal *ex ante* (isto é, entre os gastos e as receitas orçadas) muito elevado, mas conforme a inflação corroía os gastos do governo em termos reais (e suas receitas mantinham-se relativamente protegidas), surgia, *ex post*, um déficit apenas moderado. Os dois efeitos somados levavam à realização, no Brasil, de um “Efeito Tanzi às avessas”.²⁰

O Efeito Olivera-Tanzi e o “Efeito Tanzi às Avessas”

A ideia do “Efeito Tanzi às Avessas” pode ser compreendida através de uma adaptação do modelo da Curva de Laffer da inflação, em que a alíquota do imposto é a taxa de inflação (p) e a receita do governo é o Imposto Inflacionário (m). Conceitualmente, o imposto inflacionário é definido como a demanda real por moeda multiplicada pela taxa de inflação $[(M/P)(P'/P)]$, onde M é o estoque de moeda, P , o nível dos preços e a apóstrofe representa a derivada da variável em relação ao tempo]. O comportamento da curva m se dá na medida em que a elevação da taxa de inflação (eixo horizontal na figura) provoca uma retração na demanda por moeda (já que esta está perdendo valor real), o que explica o crescimento a taxas decrescentes do lado esquerdo do gráfico. A partir de certo ponto, a elevação da inflação, ao invés de aumentar o valor do imposto, passa a reduzi-lo, porque a demanda por moeda cai mais do que proporcionalmente ao aumento da inflação (Cagan, 1956). A reta d representa o efeito da inflação sobre o déficit público (“Efeito Tanzi às Avessas”) e é negativamente inclinada. Sua forma é tal que, com a inflação igual a zero, o déficit assume seu valor potencial, d^* e decresce linearmente com o aumento da inflação. Essa relação valeria para os países que, como o Brasil, possuem receitas fiscais melhor indexadas do que seus gastos (ao contrário do Efeito Tanzi tradicional).



Em princípio, tendo em consideração apenas a curva m , bastaria uma reforma monetária, que atrelasse a moeda doméstica a alguma outra moeda internacional, para reduzir a inflação do ponto p_1 para p_0 , sem que nenhuma medida fiscal fosse necessária. Ocorre, porém, que, no caso do modelo que inclui a reta d , no ponto p_0 o déficit (medido pela projeção da curva d sobre o eixo vertical) seria superior ao imposto inflacionário arrecadado com essa taxa de inflação. A inflação, então, se aceleraria para fazer com que o valor do imposto inflacionário se adaptasse à necessidade de financiamento do setor público. Ou seja, a inflação voltaria de p_0 para p_1 se a tentativa de controlá-la não mudasse a estrutura fiscal do país, mas apenas a monetária. Assim, a desindexação (a ser promovida pela segunda fase do Real) só seria eficiente se precedida por uma fase de ajuste fiscal.

Várias críticas foram, porém, feitas ao modelo de Bacha:

- Por melhor que fosse a indexação das receitas brasileiras, inflações elevadas sempre geram prejuízos para a carga tributária, de maneira que é impossível evitar alguma perda de valor real entre o fator gerador de um tributo e o momento de sua efetiva arrecadação — Efeito Tanzi clássico (Giambiagi e Além, 1999);
- Os agentes de maior poder de barganha (como, por exemplo, os empreiteiros) deveriam, sabendo que o governo costumava atrasar seus pagamentos, exigir compensações — o que anularia, ao menos em parte, os efeitos benéficos para o orçamento do “controle na boca de caixa” (idem); e
- a não existência de substitutos perfeitos para a moeda no Brasil fazia com que a curva de Laffer da inflação só tivesse o lado esquerdo, já que não haveria como fugir da moeda necessária para fazer pagamentos mínimos do dia a dia. Entretanto, no modelo de Cagan, o lado esquerdo da curva é, em geral, considerado a parte “estável” da inflação, não explicando, portanto, o porquê da inflação no Brasil estar se acelerando (Barbosa, 1999).

O fato é que as mudanças introduzidas pelo PAI e pelo FSE não se mostraram suficientes para assegurar o equilíbrio fiscal sequer em 1995. Além disso, o governo foi extremamente otimista nas suas perspectivas em aprovar, nos anos que se seguiram, reformas estruturais no Congresso. Estas eram consideradas, na concepção do Plano, fundamentais para a estabilidade duradoura — e não foram feitas. Como será visto no próximo capítulo, houve forte deterioração no superávit primário no primeiro ano após a introdução da nova moeda, Real (1995). Nos demais anos (1996-98) a maior contribuição para o aumento do déficit operacional, que reúne além das contas primárias as despesas de juros, vieram destas últimas.

Foge ao escopo deste capítulo uma análise da evolução das contas fiscais no período pós-lançamento da moeda. Cabe, todavia, a pergunta: a piora das contas fiscais, verificada depois do lançamento do Real, corrobora a tese da “existência de um Efeito Tanzi às avessas” no Brasil e, portanto, o diagnóstico fiscalista do Plano? A resposta imediata parece ser “sim”, pois se observou, ao longo dos anos, exatamente um cenário onde a inflação se reduziu e as contas fiscais pioraram. Uma análise mais profunda revela, porém, que essa conclusão é prematura, sobretudo no que se refere ao período onde se supunha inicialmente que o FSE bastaria, ou seja, nos anos de 1994 e 1995.

O FSE foi aprovado em 28 de fevereiro de 1994. Nesse ano tivemos um primeiro semestre de elevada inflação (em média, 43% a.m.) e um segundo semestre de inflação relativamente baixa, 3% a.m., em média (INPC/IBGE). No segundo ano (1995) a inflação é moderada ao longo de todo ano, com média de 1,7% ao mês.

Em princípio, se a inflação cai e há uma melhora no quadro fiscal, estamos diante do fenômeno Tanzi tradicional. Se, ao contrário, a inflação cai e há uma piora no quadro fiscal, estamos diante de um Tanzi às Avessas. O FSE, como vimos, era para compensar a suposta piora (esperada) do quadro fiscal. Dessa forma, se o Fundo fosse efetivo, as contas fiscais deveriam permanecer relativamente inalteradas pelo fim da inflação. O que ocorreu? Os dados mostram que, ao longo do ano de 1994 (com a aprovação do Fundo), houve uma melhora nas contas fiscais de 1,08% do PIB e, em 1995, uma piora significativa. O resultado de 1994, porém, não é bem compreendido pelos analistas. Giambiagi ressalta que, comparando os dados abaixo da linha (apurados pelo Banco Central — Necessidades de Financiamento do Setor Público) com os dados acima da linha (apurados pelo IBGE, nas Contas Nacionais), grande parte do resultado deve-se a “fatores não explicados” (a apuração de Erros e Omissões foi elevada).²¹ Velloso, na mesma direção afirma que a convivência de duas moedas e de taxas de inflação em extremos opostos pode ter introduzido distorções nas estatísticas.²²

Assim, nos parece razoável concluir que a existência de algum “Efeito Tanzi às Avessas” no Brasil é provável, porém, parece ser um componente dentre outros. Mais importante — e ao contrário do que previa toda a teoria —, a falta de um ajuste fiscal não implicou o retorno da inflação, como pressupunha o modelo de Bacha. A inflação, na realidade, foi reduzida continuamente no período que sucedeu à introdução da moeda, até 1999, quando ocorreu a desvalorização cambial. O ajuste fiscal proposto pelo Plano Real, em suma, não foi eficaz e sua ausência não impediu a queda da inflação no período.

Isso, porém, não significa afirmar que o quadro fiscal brasileiro não fosse problemático, nem que não tenha sido em parte responsável pela deterioração

das expectativas dos investidores externos, que culminou com a referida desvalorização. O que se está aqui ressaltando é, sobretudo, que o ajuste fiscal não se comprovou, na prática, condição para a estabilidade. Em contrapartida, a desindexação promovida pela URV (Unidade Real de Valor) teve papel fundamental para o combate à inflação (segunda fase do Plano Real).

Fase II: Desindexação

A segunda fase do Plano buscava eliminar o componente inercial da inflação.²³ Partiu-se do princípio de que para acabar com a inflação era preciso “zerar a memória inflacionária”. Mas, em vez da utilização de congelamentos de preços, a desindexação seria feita de forma voluntária, através de uma quase moeda, que reduziria o período de reajustes de preços.

A estratégia de redução do reajuste dos preços (superindexação) para posterior desindexação partia da observação de que, paradoxalmente, é mais fácil combater uma hiperinflação do que eliminar inflações altas e institucionalmente enraizadas (alta inflação). Historicamente, as hiperinflações terminam de forma abrupta, enquanto inflações mais moderadas podem se revelar persistentes ao longo de anos, como ocorreu, em alguns países latino-americanos. Por que isso ocorre?

Para a corrente que defendia a necessidade da desindexação para o sucesso do Plano Real, o problema decorre, basicamente, do fato de que, na alta inflação, os preços ainda acompanham movimentos da inflação passada; enquanto na hiperinflação os preços passam a seguir diariamente os movimentos de outra moeda, em geral o dólar. Retiram-se, portanto, os vínculos dos preços com o passado e criam-se as pré-condições para acabar com a inflação, através de uma “nova moeda”, sem memória. Em suma, através da URV, ao invés de esperar que o encurtamento do período de reajustes dos contratos viesse em consequência de uma aceleração da taxa de inflação (como ocorrera nos países que viveram episódios dramáticos de hiperinflação), propunha-se uma reforma monetária que anulasse a memória inflacionária do sistema, de forma a simular uma hiperinflação, sem viver suas consequências.

Tão logo foi lançada a proposta da URV, os economistas familiarizados com a proposta “Larida” (lançada pelos economistas Pêrsio Arida e André Lara Resende, ao final de 1984) reconheceram os vínculos entre uma e outra. De fato, os autores haviam sugerido encolher a memória inflacionária através da introdução de uma unidade monetária indexada, originalmente a ORTN (e, portanto, sem inflação). Esta conviveria, durante alguns meses, com a velha moeda (não indexada), deixando que os agentes optassem livremente entre as duas moedas. As seme-

lhanças entre a proposta “Larida” e as medidas implementadas na segunda fase do Plano Real são realmente evidentes: livre-arbítrio para a adesão dos preços e contratos ao novo indexador; depósitos e ativos financeiros compulsoriamente denominados no indexador; conversão das rendas contratuais pelo seu valor real médio; dólar atrelado à variação do indexador etc. Todavia, importantes mudanças foram introduzidas na proposta original.

Por ocasião do lançamento da Proposta “Larida”, o principal argumento para descartar sua adoção foi empírico: o único país que havia introduzido um esquema semelhante havia sido a Hungria, em 1945-46 — e o resultado havia sido a maior hiperinflação da história.²⁴ Mário Henrique Simonsen foi um dos autores que argumentou nessa direção e acabou, em sua crítica, contribuindo de forma substancial para o aprimoramento da proposta.

Simonsen observou que o valor da “moeda nova” (indexada) não seria estável como pretendiam os dois autores.²⁵ Na realidade, o valor oscilava quando a inflação se acelerava (ou desacelerava), em função da impossibilidade de evitar alguma defasagem entre a apuração do índice de preços e a fixação do valor de ORTN. Em outras palavras, dadas as dificuldades de se construir um indexador perfeito, que se movesse de forma simultânea aos preços correntes, haveria sempre alguma defasagem entre a inflação atual e aquela apurada estatisticamente. Por outro lado, a circulação de uma “moeda velha” com uma “moeda nova” (indexada) permitiria que o público manifestasse rapidamente repúdio à “velha moeda”, em favor da “nova”, fazendo explodir a velocidade de circulação e gerando uma hiperinflação na “velha moeda”. O problema é que, com a explosão inflacionária, o índice representado pela “moeda nova” ficaria necessariamente defasado em relação à inflação corrente (em virtude da necessidade de pelo menos alguns dias para computar o próprio índice). Ou seja, ocorreria alguma perda de poder aquisitivo na “nova moeda”; em outras palavras, ocorreria alguma inflação na “nova moeda”. A hiperinflação na “velha moeda”, em resumo, acabaria por contaminar a “nova”.

Para evitar que ocorresse a fuga da “velha moeda” para a “nova” (e as consequências da experiência húngara), estipulou-se no Plano Real que, simplesmente, não existiria uma “nova moeda”, mas apenas uma nova unidade de conta. A URV foi então racionalizada como um processo de recuperação das funções de uma mesma moeda. Através dela se recuperaria, primeiramente, a função de unidade de conta (já que URV era apenas um indexador para contratos, permanecendo o cruzeiro real com a função de meio de pagamento), para depois transformar a URV em Real, resgatando sua função de reserva de valor, pelo fim da inflação.

A URV começou a vigorar a partir do dia 1º de março de 1994. Entre 1º de março e 30 de junho, o Banco Central fixou diariamente a paridade entre o cru-

zeiro real e a URV, tendo por base a perda do poder aquisitivo do cruzeiro real. Em 1º de julho de 1994 foi lançado o Real — e extinta a URV.

A segunda inovação em relação à proposta Larida se refere à criação de um indexador superior. O cálculo diário da URV foi estabelecido através da variação *pro rata* de três índices de preços: IGP-M, IPCA-E e IPC-Fipe. Como a URV era um mecanismo de curta duração, era conveniente utilizar um conjunto de índices para amenizar os benefícios que a utilização de um único índice traria a certos setores da economia (aqueles cujos principais insumos recebem maior peso na construção do índice). Além disso (terceira inovação), estabeleceu-se que os preços finais teriam de ser expressos em cruzeiros, obrigatoriamente (exceto nas últimas semanas de junho), sendo a cotação em URVs facultativa. Essa medida visava evitar um excessivo encurtamento do período de reajustes, o que aceleraria demasiadamente a inflação — o que pode ser considerado uma terceira inovação em relação à proposta original. De acordo com Gustavo Franco, introduziam-se, assim, custos de cardápio (ou custos de menu).²⁶

Uma quarta e importante contribuição ao aperfeiçoamento da proposta Larida foi feita por um de seus próprios criadores. Ao invés da política monetária passiva, implícita na proposta original, Persio Arida defendeu que, ainda que a inflação fosse puramente inercial, uma estratégia de desindexação provavelmente só seria bem-sucedida se elevasse juros no imediato pós-Plano.²⁷ Basicamente, porque o fim da inflação leva a uma explosão natural do consumo que, se não contida, pode inviabilizar a estabilidade, rapidamente. Assim, ao contrário do ocorrido no Plano Cruzado, no início do Plano Real, a equipe do governo optou por aumentar as taxas reais de juros e elevar as taxas de depósitos compulsórios da economia, após a introdução da nova moeda, como veremos.

Tal como no Plano Cruzado, os salários foram convertidos pela média dos valores reais obtidos nos quatro meses anteriores (período dos dissídios salariais da época). Entretanto, foi introduzida uma importante mudança (quinta inovação): o pagamento pelo conceito de caixa. A partir de 1º de março, os salários ficavam fixos em URV, e eram pagos pela URV do dia do pagamento. Isso equivalia à correção mensal dos salários — uma reivindicação antiga dos sindicatos.²⁸ No caso das demais obrigações contratuais, ficou estabelecido que, no dia 1º de julho, todas elas deveriam estar expressas na nova unidade de conta. O voluntarismo na adesão à *urverização* dos contratos reforçava a ideia de que o Plano Real respeitava, ao máximo, os mecanismos de mercado, evitando o uso de *Tablitas* e outras formas de intervenção do passado. Ao mesmo tempo, a livre adesão dava tempo aos agentes para renegociarem os valores de correção pela inflação que, em grande medida, já estava embutida no valor dos contratos em vigor à época.²⁹

Por fim, resta mencionar a contribuição posteriormente exposta por Gustavo Franco.³⁰ Segundo ele, a URV não deveria ser examinada à luz da experiência húngara de 1945-46, mas sim do *rentenmark* alemão.³¹ De acordo com Franco, o fim da hiperinflação alemã se deu através da introdução de uma moeda indexada (o *rentenmark*), mas somente pelo fato de o governo alemão, no momento em que começou a emitir os *rentenmarks*, passar a atuar simultaneamente em duas pontas. Trocava marcos por *rentenmarks* a uma paridade fixa e, ao mesmo tempo, empenhava suas reservas internacionais para intervir no mercado de câmbio e sustentar a taxa entre o marco e o dólar. Como os preços da economia eram cotados em marcos, mas atrelados ao dólar, a estabilidade do câmbio marco/dólar trouxe a estabilidade dos preços. Se da experiência húngara e das observações de Simonsen parece ter saído a lição histórica do equívoco do convívio de duas moedas, de seus estudos sobre a experiência alemã, Gustavo Franco parece ter levado para o Plano Real a noção da importância da fixação da taxa de câmbio para a estabilização, que caracterizaria a chamada terceira fase do Plano.

A URV durou apenas quatro meses. Na prática, houve aceleração inflacionária no mês em que a URV foi introduzida e no mês que antecedeu à emissão do Real. Entretanto, a inflação entre abril e maio não se acelerou.

A aceleração inflacionária do primeiro mês após a introdução da URV era perfeitamente esperada pela teoria. O pagamento pela URV do dia, na prática, implicava em uma redução do período de reajustes de quatro meses para um. Todavia, a inflação medida pela URV não seguiu se acelerando, como ocorreu, por exemplo, na experiência húngara após a introdução do Pengő Fiscal. Nesse sentido, a solução brasileira teria sido superior, já que a desagregação das funções da moeda teria evitado a fuga da moeda velha para a nova e, com isto, a possível contaminação inflacionária.

Um argumento utilizado, para explicar a não aceleração da inflação no caso brasileiro, como vimos, foi o da manutenção dos chamados “custos de menu”. Seguindo este mesmo raciocínio, a permissão do uso da URV nas últimas semanas teria reduzido tais custos a zero, o que explicaria a aceleração da inflação no mês de junho. Entretanto, a aceleração verificada nas últimas semanas do referido mês foi tão grande que mesmo seus defensores refutaram a hipótese de que a redução dos custos de cardápio explicasse a aceleração — atribuindo o fenômeno ao “temor de novos congelamentos”, particularmente às vésperas do lançamento da nova moeda, no mês de junho.³²

Quanto aos salários reais, houve ganhos no mês de introdução da URV (março) de 7,7% (PME/IBGE). Esse ganho inicial resultaria, de acordo com a teoria econômica, da redução do período de reajuste dos salários de 4 para 1 mês. Nos meses que se seguiram, porém, esses ganhos foram sendo corroídos até a emissão

da nova moeda, quando há novo ganho real, porém, dessa vez em função do aumento concedido ao salário-mínimo (de R\$ 70 para R\$ 100), pela drástica redução do imposto inflacionário e, posteriormente, pela mudança de preços relativos em curso na economia em favor dos não comercializáveis — já durante a terceira fase do Plano Real.

Fase III: Âncora Nominal

A Medida Provisória (MP) 542, que deu início à terceira fase do Plano Real, apresentava um conjunto de medidas sobrepostas.³³ Eram elas, entre outras: (1) o lastreamento da oferta monetária doméstica (no conceito de base monetária) em reservas cambiais, na equivalência de R\$1 por US\$1 (Art. 3 da MP) ainda que essa paridade pudesse ser alterada pelo Conselho Monetário Nacional (§ 4, alínea c); (2) a fixação de limites máximos para o estoque de base monetária por trimestre (até março de 1995), podendo as metas serem revistas em até 20%; e (3) a introdução de mudanças institucionais no funcionamento do Conselho Monetário Nacional, buscando dar passos em direção a uma maior autonomia do Banco Central.

Não foi por outro motivo que logo após a divulgação de seu conteúdo, diversos economistas criticaram a MP pela indefinição, na prática, de certos mecanismos referidos no documento. Em primeiro lugar, o governo estabeleceu o lastro sem garantir a conversibilidade entre o dólar e o real — o que retirava parte de sua credibilidade. Em segundo lugar, sabia-se que a redução da inflação pela URV levaria a uma natural remonetização da economia, mas a magnitude em que se daria o fenômeno era ainda desconhecida. Nesse sentido, o risco de as metas monetárias estabelecidas pela MP serem ultrapassadas era bastante alto.³⁴ Por fim, e mais importante, a MP foi acusada de conter uma grave inconsistência econômica ao lançar, simultaneamente, âncoras monetária e cambial em uma economia com mobilidade de capitais. Quanto a esse aspecto, poucos dias depois, foi esclarecido que o real adotaria âncora monetária (metas) e o câmbio seria livre para oscilar para baixo, mas teria o teto fixo em 1 real = 1 dólar (banda assimétrica).

Além dessas medidas, o Banco Central anunciou um enorme aperto de liquidez. Os recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista (novos) foram, em junho, aumentados de 40 para 100%, enquanto os de depósitos compulsórios a prazo e de poupança foram fixados em 20%. Os compulsórios foram sendo gradualmente reduzidos. Esse significativo aperto de liquidez logo após o lançamento da nova moeda é uma das maiores características do Plano Real em contraposição a planos de estabilização da segunda metade dos anos 1980. O objetivo desse aperto era conter o impulso de demanda que se verificara após a estabilização no Brasil.³⁵

No que se refere à MP citada, a rigor, nenhuma das medidas previstas foi integralmente mantida na terceira fase do Plano: nem as metas monetárias, nem o lastro, nem a tentativa de fazer mudanças no Conselho Monetário na direção de uma maior autonomia ao Banco Central, ou mesmo a manutenção de uma paridade fixa do dólar em relação ao limite superior da banda. A política de câmbio livre para baixo (ou seja, apenas com um teto para a cotação do dólar), adotada após a emissão do real, durou apenas três meses. Nestes, o Banco Central se absteve de intervir no mercado de câmbio, ao mesmo tempo em que procurava, em vão, cumprir metas monetárias rígidas. Em outubro de 1994, porém, devido, entre outras razões, ao insucesso das metas monetárias, o governo resolveu mudar de âncora, abandonando a monetária em prol da cambial, sem compromisso formal com o lastro.

As duas grandes virtudes da adoção de uma âncora cambial, geralmente ressaltadas pelos economistas, são: a) permitir o estabelecimento (uma vez que a âncora seja crível) de contratos de longo prazo (inviáveis em regimes de elevada inflação); e b) exercer forte pressão sobre os preços no setor de bens comercializáveis (*tradables*) — sendo o impacto sobre o nível geral dos preços dependente do grau de abertura da economia em questão e do grau de desequilíbrio entre oferta e demanda no setor de bens não comercializáveis (*nontradables*).³⁶

O resultado geralmente esperado é de que ocorra, num momento inicial, uma distorção dos preços relativos. Após um certo período, no entanto, espera-se que esta distorção seja extinta, já que a existência de um acréscimo significativo de lucratividade no setor de não comercializáveis atrairá mais e mais ofertantes — até que se reduza o excesso de demanda e, conseqüentemente, os preços no setor. O comportamento gráfico da inflação pode, portanto, ser dividido em duas fases: a primeira delas corresponde ao período imediatamente após a introdução da âncora, quando há uma redução abrupta e imediata na inflação (mantendo-se, porém, acima dos patamares internacionais). A segunda fase corresponde ao movimento de convergência da inflação doméstica aos padrões internacionais, representado pela queda suave e contínua das taxas. O grande mérito da âncora cambial consiste justamente em acelerar o processo de convergência para os padrões internacionais de inflação, tendo poucos efeitos recessivos sobre a economia (muitas vezes gerando, inclusive, um *boom* de atividades) quando comparado com medidas desinflacionárias como cortes de demanda.

Apesar das vantagens da âncora cambial no tocante à rápida convergência dos preços e ao aumento dos prazos de contratação, sua adoção tem conseqüências negativas para determinadas variáveis econômicas. São cinco as mazelas ressaltadas pelos críticos da proposta da âncora cambial: (i) reforça a absorção interna, podendo ocasionar pressões inflacionárias e até o abandono do programa;³⁷ (ii) faz

com que a economia perca competitividade no comércio exterior, em função do aumento dos salários medidos em dólares (redistribuição de renda em favor dos *nontradables*); (iii) deteriora as contas externas, devido à apreciação real do câmbio uma vez que a inflação interna cai, porém, permanece acima da internacional por algum tempo; (iv) até que o programa se torne crível ou devido à existência de rigidez em alguns preços, as taxas de juros devem permanecer inicialmente superiores às internacionais, para depois convergirem; v) provoca ciclos na atividade real da economia.

De acordo com Kiguel e Leviatan, baseados em mais de 20 casos de estabilização de alta inflação com o uso de âncora cambial, observa-se um maior crescimento do produto, na fase inicial do plano.³⁸ Esse crescimento é puxado pelo consumo dos duráveis (beneficiado pela queda da inflação e pelo retorno do crédito). Entretanto, com o passar do tempo, o produto se desacelera, continuamente, podendo inclusive o país vivenciar um período de recessão, até que ocorra, uma fuga de capitais (ataque especulativo). As contas fiscais e o desemprego acompanham o ciclo, melhorando inicialmente, para, posteriormente, se deteriorarem. Os preços relativos mudam, com o preço dos comercializáveis caindo mais rapidamente do que os não comercializáveis, para depois convergirem. Apenas o déficit em transações correntes não apresenta um comportamento cíclico, se deteriorando continuamente.

Como é perceptível pela evolução da conjuntura entre 1994-98, a ser discutida no próximo capítulo, o Plano Real apresentou diversas características comuns aos planos baseados em âncora cambial adotados em países de longa história inflacionária. Assim como nas demais experiências:

- houve apreciação cambial, decorrente de um câmbio pouco flexível e resistência na queda da inflação;
- a atividade real da economia sofreu um *boom* inicial com queda do desemprego (1995) e posterior aumento deste;
- a expansão do produto (também) se baseou principalmente no consumo (duráveis em particular, mais sensíveis ao crédito), apesar de que, como na experiência internacional, tenha ocorrido modesto aumento do investimento produtivo e ganhos mais significativos de produtividade;
- os salários reais, nos primeiros períodos do Plano, também se elevaram;
- os índices de preços ao consumidor tenderam a ficar, numa primeira fase, acima dos índices de preços por atacado (onde os *tradables* têm maior peso);
- houve rápida deterioração da balança de conta-corrente;
- o Brasil teve os déficits em transações correntes financiados por fluxos de capital, abundantes durante certo tempo, que (também) se reverteram em mo-

mentos de crise de confiança (Crise do México, Crise Asiática e Crise Russa); e, por fim, o país sofreu uma crise cambial seguida de desvalorização, em 1999.

Na realidade, apenas duas variáveis não se comportaram, no Brasil, conforme previsto pela teoria econômica desenvolvida para explicá-la: os juros e o déficit público.

Em geral, nos países de alta inflação que adotam âncora cambial, as taxas de juros, se bem que inicialmente mais elevadas que as internacionais, tendem a convergir para o patamar externo com o passar do tempo. No Brasil, não só as taxas de juros foram mantidas elevadas ao longo de todo o período 1994-98 (em torno de 21%, em média, em termos reais, considerando o INPC como deflator), como se mostraram bastante voláteis. Quanto ao déficit público, o que normalmente ocorre é uma redução do déficit na fase expansiva do ciclo e posterior deterioração na fase depressiva. No caso brasileiro, houve de fato uma melhora inicial (em 1994) seguida de grande deterioração.

Diante desse comportamento, pode-se dizer que os elevados juros durante todo o período do Real funcionaram como uma segunda âncora para os preços.³⁹ A partir de certo ponto, inclusive, a âncora dos juros se tornou mais relevante do que o papel desempenhado pelo câmbio. Este, a rigor, perdeu, nos últimos anos, seu caráter de âncora dos preços: "(...) dado que (o câmbio) evolui em um ritmo mais rápido do que as variáveis supostamente ancoradas".⁴⁰

A mudança de importância das âncoras explica o comportamento divergente dos juros no Brasil em relação à experiência internacional, em países que adotam estabilizações com âncora cambial. Embora seja indiscutível que os momentos de elevação dos juros correspondem a momentos onde vivemos choques externos (Crise do México, Crise da Ásia e Crise da Rússia), os juros no Brasil permaneceram, por todo o período, em patamares elevados. Assim, ao contrário da experiência internacional, os juros aqui não convergiram, em grande medida, porque sempre foram usados como uma arma contra a inflação e, a partir de determinado ponto, mudou-se, por opção de política econômica, a principal âncora, do câmbio para os juros.

O comportamento dos juros também ajuda a explicar, embora não exclusivamente, a diferença entre o comportamento das contas fiscais no Brasil em relação à experiência internacional. Nesta, o comportamento das contas do governo acompanham o ciclo do crescimento discutido. Aqui, nos anos em que os juros são maiores, as contas fiscais pioram — e vice-versa, a exceção do ano de 1995, onde a maior deterioração deriva do comportamento das contas primárias.

A combinação de câmbio apreciado com elevados juros colocou a economia em uma trajetória de crescimento cada vez menor, déficits crescentes no balanço de

pagamentos, ao mesmo tempo em que a dívida pública se expandia. O êxito sobre a inflação dessa estratégia combinada de câmbio apreciado com elevados juros (e não de uma estratégia de combate à inflação baseada em política fiscal) é indiscutível — mas o custo para o lado real da economia foi também bastante elevado.

A Evolução da Economia no Período de 1990-94

O crescimento médio do PIB no período que se estende entre os governos Collor e Itamar (1990-94) foi de 1,3% ao ano. Contudo, quando avaliado ano a ano, seu comportamento foi bastante variado. Embora o setor de serviços tenha permanecido relativamente estagnado, tanto a agricultura quanto a indústria tiveram comportamento bastante volátil.

De fato, o sequestro de liquidez realizado no Plano Collor I (1990) gerou uma forte retração na economia (-4,3%), particularmente na indústria (queda de 8,2%). Após um modesto crescimento em 1991, o PIB voltou a cair (-0,5%) em 1992, em função da crise instalada no país com o processo de *impeachment* do presidente. Se não fosse o bom desempenho da agropecuária em 1992 (4,9%) o resultado teria sido pior. Vale ressaltar que a retração da indústria no Plano Collor I (1990) se deu em todas as categorias, mas foi especialmente forte no setor de bens de capital, que só veio a se recuperar em 1993. O crescimento dos juros reais provocou, por sua vez, uma forte contração nas vendas de bens de consumo duráveis. Em 1992, essa categoria apresentou uma queda de nada menos que 13% em relação ao período anterior.

Em 1993-94, a economia apresentou, ao contrário, taxas expressivas de crescimento: 4,9%, em 1993, e 5,9% em 1994. Esse crescimento esteve associado à recuperação da indústria, mas também ao bom resultado da agropecuária em 1994 (5,5%) — o que chegou a ser chamado de “âncora verde do real”, uma vez que o aumento da oferta no setor contribuiu para a queda da inflação. Outros fatores que contribuíram certamente para o crescimento do PIB no biênio foram a existência de uma demanda reprimida, um certo afrouxamento da política monetária em 1993 e a oportunidade de renovar o parque industrial (bens de capital), devido às novas oportunidades de financiamento provocadas pela própria estabilização. Não obstante os juros terem permanecido bem acima dos níveis internacionais, as vendas de duráveis apresentaram alta correlação com a renda no biênio 1993-94, mais do que compensando a queda do período anterior.

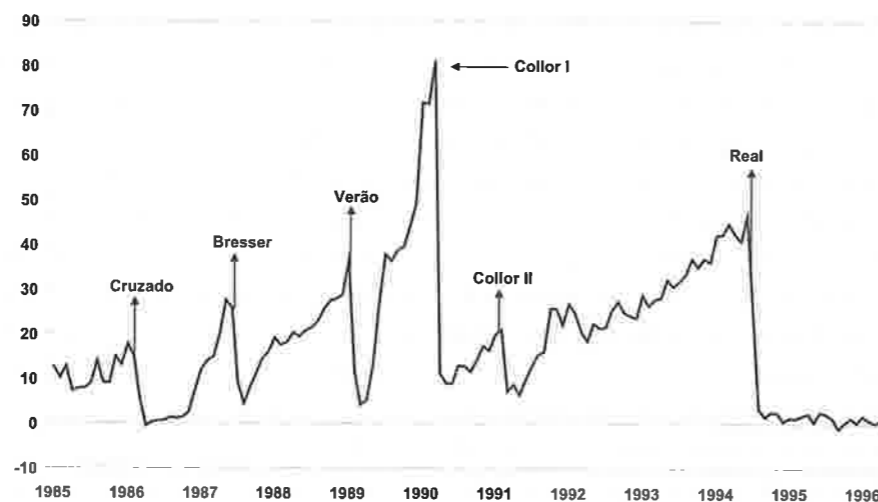
O impacto do lançamento do real sobre a indústria (crescimento de 6,7%, em 1994) encontra-se, todavia, subestimado pelo fato de a estabilização só ter ocorrido a partir de 1º de julho. Se fosse considerado o crescimento anualizado da produção industrial no segundo semestre de 1994, ele atingiria quase 15%. Esse

dado nos mostra que as medidas adotadas para comprimir a demanda (elevação de compulsórios e outras) foram, na realidade, insuficientes para conter a “festa da estabilização” que se seguiu à introdução da nova moeda. O crescimento só veio a ser contido pela Crise Mexicana, deflagrada em dezembro de 1994, e pela elevação de juros que a ela se sucedeu.

No que tange ao comportamento da inflação, no período de 1990-93, as taxas seguiram o padrão que já vinham apresentando nas tentativas de estabilização da Nova República. Imediatamente após a introdução de um plano, a taxa de inflação caía vertiginosamente para depois voltar a se acelerar. A rigor, antes da introdução do Plano Collor I (nos dois primeiros meses de 1990), o Brasil estava tecnicamente vivendo uma hiperinflação: a taxa de inflação mensal havia ultrapassado 80% ao mês. O Plano Collor I conseguiu baixar a inflação de forma significativa nos primeiros meses, convergindo para patamares próximos a 10% ao mês, posteriormente. Já em 1991, as taxas haviam dobrado. Com o Plano Collor II, em janeiro de 1991, a inflação caiu para voltar a se acelerar continuamente nos meses subsequentes — padrão que só foi modificado com a introdução do real, como mostra o Gráfico 6.1.

Em relação ao comportamento da balança comercial no período de 1990-94, deve-se ter em conta a recessão sofrida pela economia no início do período e sua posterior expansão e a intensificação da abertura comercial. Nos dois primeiros

Gráfico 6.1
Comportamento da Inflação Mensal — IGP-DI — 1985-1996 (%)



Obs.: gráfico elaborado com base no IGP-DI mensal, de janeiro de 1985 a abril de 1996.
Fonte: FGV.

anos do período (1990-91), houve uma forte retração nas exportações, em relação aos patamares anteriores. Entretanto, nos três anos que se seguiram, as exportações — especialmente as de manufaturados — tiveram um comportamento significativamente expansivo. Assim, considerando 1990 como ano-base, as exportações de básicos (em US\$) encontravam-se em 1994 num patamar 26,3% superior, enquanto as de manufaturados cresceram 46,8%.

As importações aumentaram continuamente (12,6% em média) ao longo de todo o período. No início do período, porém, é razoável crer que a própria abertura fosse um incentivo, sobretudo para a reposição de bens de capital, após anos sem investimentos significativos. A importância desse fator se tornou maior com o passar do tempo. Como visto anteriormente, a tarifa média de importação caiu de 32,2% para 14,2%. Somado a isso o efeito provocado sobre as compras externas pelo crescimento do produto (a partir de 1993), as importações cresceram, em 1994, para um patamar 60% superior ao vigente em 1990. As importações de bens de capital, cuja alíquota média sofreu um corte de 16,7 pontos percentuais, aumentaram em 91,4% no mesmo período, enquanto os gastos com a aquisição de automóveis importados passaram de US\$31 milhões, em 1990, para US\$1,6 bilhão, em 1994.⁴¹

O comportamento dos fluxos de capital para o Brasil sofreu uma significativa mudança ao longo do período. Os investimentos diretos, após atingirem um piso de apenas US\$87 milhões ao final de 1991, cresceram para fechar 1994 em US\$1,5 bilhão. Já os investimentos líquidos em carteira foram extremamente beneficiados pela assinatura do Plano Brady, pela estabilização e os elevados juros domésticos, vistos como necessários para assegurar a estabilização.⁴²

Quanto às contas públicas, cabem algumas considerações. O Plano Collor I, ao introduzir novos tributos e aumentar alíquotas, provocou uma melhora significativa nas contas primárias, que passaram de um déficit de 1,0% do PIB, em 1989, para um superávit de 2,3% em 1990. O resultado primário continuou a melhorar, de forma gradual, porém, essa trajetória foi interrompida pela crise política que se instalou no país em 1992. Os esforços realizados pelo PAI — sobretudo no que se refere ao combate à sonegação, aliado à desvinculação de receitas do FSE — permitiram uma melhora do resultado primário, que ultrapassou os 5,0% do PIB, em 1994 — embora essa melhora tenha sido praticamente revertida em 1995. Pode-se, assim, dizer que antes da entrada em vigor do Real houve uma clara melhora das contas públicas — como mostra a Tabela 6.2 — embora o ano de 1994 seja de difícil análise.

Por fim, a Tabela 6.3 traz um quadro sintético da evolução de alguns dos principais indicadores macroeconômicos no período de 1990-94. Como se pode perceber, o crescimento médio do PIB foi baixo, a inflação anual (média) foi da

Tabela 6.2

Necessidades de Financiamento do Setor Público — 1990-1994
(% do PIB)

	1990	1991	1992	1993	1994
Déficit operacional ^a	-1,4	0,2	1,9	0,8	-1,3
Resultado primário	2,3	2,7	1,6	2,2	5,2
Juros reais líquidos	0,9	2,9	3,5	3,0	3,9

Fonte: Giambiagi e Além (1999).

^a (-) = superávit.

Tabela 6.3

Economia Brasileira: Síntese de Indicadores Macroeconômicos — 1990-1994
(médias anuais por período)

	1990-94
Crescimento do PIB (% a.a.)	1,3
Inflação (IGP dez./dez., % a.a.)	1.210
FBCF (% PIB a preços correntes)	19,5
Tx. de cresc. das exportações de bens (US\$ correntes, % a.a.)	4,8
Tx. de cresc. das importações de bens (US\$ correntes, % a.a.)	12,6
Balança comercial (US\$ bilhões)	12,1
Saldo em conta-corrente (US\$ bilhões)	-0,3
Dívida externa líquida/Exportação de bens	3,2

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Apêndice Estatístico ao final do livro.

ordem de quatro dígitos e as exportações cresceram a uma taxa de 4,8%, enquanto as importações cresceram a uma taxa bem superior.

Conclusões

O período de 1990-94 foi marcado pelo início do processo de privatização e de abertura econômica. De forma estilizada, ao final dos anos de 1990, após uma década sem investimentos e em luta (sem sucesso) pela estabilização, o modelo de crescimento brasileiro, com grande ênfase na substituição de importações, havia se esgotado. No caso brasileiro, as mudanças ocorreram de forma lenta, quando comparadas com diversos outros países da América Latina.

Do ponto de vista político, o período foi bastante conturbado, culminando com a renúncia do presidente eleito Fernando Collor, após 30 anos sem votações

diretas. Ainda que incipiente, a nossa democracia revelou relativa maturidade ao impor a queda do presidente, sem interrupção dos rituais de democracia, com a posse do vice-presidente da República.

Os dois planos realizados no governo Collor, tal como os da década anterior, fracassaram no sentido de alcançar uma estabilidade duradoura de preços. Como vimos, o Plano Collor I possuía um grave erro de concepção, enquanto o Collor II foi pouco representativo, tendo sido atropelado pelos próprios acontecimentos políticos. A estabilização veio somente através do Plano Real, uma estratégia de estabilização dividida em três fases: ajuste fiscal, desindexação e âncora nominal.

Em relação aos seus predecessores, o Plano Real possuía, na sua concepção, várias originalidades. Ao contrário das outras experiências — em que se atribuía principal importância ao componente inercial — o Plano Real defendia que o excessivo gasto público era o principal responsável pela inflação. Todavia, no caso brasileiro, considerava-se que a inflação beneficiava o fisco de forma espúria, tornando necessário um ajuste prévio (Fase I). Na prática, o diagnóstico do ajuste fiscal como pré-condição para a estabilização não foi validado, uma vez que a estabilização veio a despeito da piora das contas públicas.

A segunda originalidade do Plano Real refere-se à própria estratégia adotada para tratar o componente inercial da inflação, através da URV, na Fase II. A matriz dessa ideia estava presente já na proposta de André Lara Resende e Pêrsio Arida.⁴³ Procuramos mostrar, porém, que essa proposta sofreu importantes aprimoramentos até o seu efetivo lançamento, em 1994, sendo o maior deles o fato de a URV não ser uma moeda plena.

Na terceira fase do Plano Real, porém, não houve originalidades. Na realidade, percorreu-se o caminho de quase todos os países que adotam âncora cambial. Enquanto as duas fases iniciais do Plano foram extremamente bem elaboradas e envolveram longo debate acadêmico, a terceira fase, após os tropeços iniciais, acabaria por se caracterizar por uma estabilização através do uso do câmbio e dos juros como âncoras para os preços, num contexto de liquidez abundante. O que caracteriza esta fase, portanto, é o pragmatismo e a agilidade nas respostas aos desafios que se impunham, sobretudo considerando os sucessivos choques externos vividos.

A esta altura cabe tentar responder: “Por que o Plano Real deu certo?”. A resposta envolve um conjunto de fatores que, reunidos, fizeram a diferença.

Em primeiro lugar, as condições externas para a estabilização eram muito melhores em 1994 do que nos anos de 1980. Havia abundância de liquidez internacional e um elevado patamar de reservas (US\$40 bilhões). Além disso, na década de 1990 a economia brasileira se tornou muito mais aberta. Por último, mas não menos importante, o Brasil concluiu um acordo nos moldes do Plano

Brady somente em abril de 1994 (tendo sido um dos últimos países latino-americanos a fazê-lo), o que o possibilitou um reescalonamento da dívida externa. Todas essas características foram fundamentais para assegurar a eficácia da âncora cambial, introduzida após o lançamento do real. Nesse sentido, o Plano Real, se aplicado no contexto dos anos 1980, provavelmente fracassaria.

Em segundo lugar, a estratégia da URV provou ser muito superior à de desindexação via congelamento de preços. Enquanto o último provocava uma série de desajustes nos preços relativos, a URV previa um período para o alinhamento destes preços. Em terceiro lugar, o governo contava com o apoio político do Congresso e uma perspectiva de continuidade com o presidente Fernando Henrique Cardoso. Por fim, os elevados juros e o câmbio apreciado foram armas fundamentais na consolidação da estabilidade durante todo o período 1995-98, embora com profundas consequências sobre a dinâmica da dívida pública e para o crescimento.

Diante da observação de que diversas economias latino-americanas se estabilizaram nos anos 1990, é impossível evitar uma pergunta final: "Se todos se estabilizaram nessa década, o que o Plano Real possui de especial?"

A resposta, a nosso ver, passa pela compreensão de que essas economias têm em comum com o Brasil o uso do câmbio como estratégia de estabilização, em um contexto de elevada liquidez internacional. Todavia, o Brasil, ao contrário das demais, que eram, em grande medida, economias dolarizadas, desenvolvera um sofisticado sistema de indexação, extremamente difícil de ser desarmado, como mostrou a penosa década de 1980. Por um lado, o Brasil estava em desvantagem. De fato, estabilizar economias já formal ou informalmente dolarizadas é tarefa muito mais simples, na medida em que a memória inflacionária já desapareceu e basta fixar o câmbio. Por outro lado, o Brasil, com seu sofisticado sistema de indexação, manteve, em grande medida, as funções de sua moeda, se não intactas, muito mais ativas do que nos outros países. Mais importante — em contraposição, por exemplo, à Argentina, que adotou o caso extremo de âncora cambial, o Conselho da Moeda — o câmbio fixo sem lastro do Real permitia, uma vez domada a inflação, retomar graus de liberdade no uso da política monetária e fiscal no combate à inflação.

A vitória da inflação obtida no Plano Real foi sem dúvida uma grande e importante conquista. O passar dos anos, porém, revelaria que esta se limitou a estabilidade dos preços, mantendo-se a instabilidade no lado real da economia, com persistência da volatilidade do crescimento, baixos investimentos, sobretudo os de longo prazo de maturação, baixo desenvolvimento do mercado de crédito e permanência do viés curto-prazista dos ativos financeiros. A crença, compartilhada desde a década de 1980, de que o fim da inflação *per se* colocaria o país em rota de crescimento, infelizmente, não se materializou.

Defendemos aqui que algumas das ideias contidas no Plano Real foram, na realidade, levantadas 10 anos antes. Esse período caracterizou-se por um longo (e bastante doloroso) aprendizado tanto por parte do público quanto dos *policy makers*. Na prática, esse aprendizado foi fundamental. O Plano Real fica na história como uma estratégia complexa e bem-sucedida de desmonte de um sofisticado sistema de indexação, construído ao longo de 30 anos, desde 1964. Todavia, o problema da indexação, infelizmente, não desapareceu por completo, permanecendo um desafio para os próximos governos.

RECOMENDAÇÕES DE LEITURA

Arida e Resende⁴³ são a referência maior para uma compreensão da URV. Pastore⁴⁴ discute o Plano Collor e as dificuldades engendradas pela "zeragem automática". Já Franco⁴⁵ é uma referência fundamental para aqueles que desejam se aprofundar nos estudos sobre as origens do Plano Real.

LEITURAS ADICIONAIS

Pinheiro⁴⁶ discute o processo de privatização em profundidade. Horta *et al.*⁴⁷ é recomendado para as reformas relativas ao comércio exterior.

NOTAS

1. Collor explorava o perfil de um possível presidente para o Brasil cheio de vigor e ousadia, amante dos esportes e da velocidade. Entre os *slogans* de Collor estavam as promessas de acabar: "com o tigre da inflação em um só tiro"; "com os marajás" (funcionários públicos com elevados salários); com os "elefantes brancos" (alusão às estatais); além de revolucionar a nossa indústria automobilística, que, segundo suas palavras, produzia "carroças e não carros".
2. Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe, órgão da ONU sediado em Santiago do Chile.
3. Existe uma ampla literatura crítica ao chamado MSI associada, sobretudo, a trabalhos desenvolvidos pelo Banco Mundial nos anos 70-80. As principais críticas são: a proteção gerou uma utilização inadequada de recursos abundantes, como trabalho e recursos naturais; criou-se um forte viés contra as exportações, bloqueando os ganhos de escala e eficiência; a proteção contra as importações e o desestímulo às exportações minaram os incentivos para a redução de custos e a introdução de novos produtos. Mais recentemente, os trabalhos inspirados pela crítica ao MSI têm sido submetidos a uma revisão empírica e teórica por Rodrik (1997), entre outros.
4. Para uma interpretação diferente que defende a existência no Brasil de um modelo de desenvolvimento liderado/orquestrado pelo Estado (*State Led*) e o papel jogado pelas convenções do crescimento e da estabilidade ver Castro (1994).
5. O Consenso de Washington sofreu inúmeras críticas no período. Um de seus mais renomados questionadores, no cenário internacional é J. Stiglitz (2003). Para uma discussão das consequências da adoção do Consenso de Washington num contexto de câmbio fixo/administrado no caso brasileiro, ver Bresser-Pereira (2003).
6. Ver Erber e Vermulm (1993).
7. O fato de a primeira privatização ocorrer em 1991, data em que os recursos bloqueados pelo Plano Collor I (analisado a seguir) começavam a ser devolvidos, limitou em muito sua utilização como moeda de privatização. Tendo recuperado seu poder liberatório (função de meio de pagamento), os recursos devolvidos foram usados em pequeno montante nas privatizações.
8. Ver Horta *et al.* (1992).

9. Ver Pastore (1990).
10. Para uma discussão sobre a moeda indexada recomenda-se a leitura de Barros (1992).
11. Pastore (1990), *idem*, p. 163.
12. Ver Ramalho (1995) e De Paula (1996).
13. Ver Franco (1993).
14. Ao longo de 1991 começaram a aparecer na imprensa denúncias de corrupção envolvendo o tesoureiro da campanha de Collor, Paulo César (PC) Farias. Em maio de 1992, a revista *Veja* publicou uma entrevista com o irmão do presidente da República, Pedro Collor de Mello, fazendo graves acusações contra este. No dia 2 de maio de 1992, a Câmara dos Deputados abriu contra Collor uma investigação que confirmou diversas ilegalidades. Os episódios mais marcantes do processo de *impeachment* foram as manifestações populares, muitas delas com elevada participação de estudantes exigindo a renúncia do presidente, movimento que ficou caracterizado como "caras pintadas", em alusão à prática de pintar o rosto com as cores verde-amarelo, durante as passeatas.
15. O ministro Paulo Haddad acumulou as pastas do Planejamento e da Fazenda até janeiro de 1993, quando tomou posse a nova ministra do Planejamento, Yeda Crusius. Esta permaneceu no cargo até maio do mesmo ano, sendo substituída por Alexis Stepanenko, que por sua vez cedeu o lugar a Benedito Veras em março de 1994. O ministro Veras acompanhou o presidente Itamar Franco até o final do governo, em dezembro de 1994. No que se refere ao Ministério da Fazenda, após a saída do ministro Haddad sucederam-se ainda quatro ministros antes da posse do ministro Malan em 1995: Elizeu Resende, que também permaneceu apenas dois meses no cargo; o futuro presidente da República, Fernando Henrique Cardoso, que ocupou a pasta entre maio de 1993 e março de 1994 e liderou a equipe econômica que concebeu o Plano Real; Rubens Ricupero, que o sucedeu e ficou no posto até setembro de 1994, sendo o titular da Fazenda quando o Plano Real foi decretado em 30/06/1994; e Ciro Gomes, que foi ministro no lugar de Ricupero, desde setembro de 1994 até o final do governo Itamar Franco. Fernando Henrique Cardoso renunciou ao cargo de Ministro em 1994 para se candidatar à Presidência da República. Vitorioso nas urnas, iniciou seu mandato em janeiro de 1995.
16. Exposição de Motivos nº 205, de 30 de junho de 1994.
17. O PAI foi lançado pelo então Ministro Fernando Henrique Cardoso, enquanto o FSE foi lançado com o Ministro Rubens Ricupero.
18. Em 1995, foi aprovada sua prorrogação até junho de 1997. Nessa data, o Fundo foi novamente renovado para o segundo semestre de 1997, e para os anos de 1998 e 1999, quando teve sua validade novamente estendida. Nesse processo seu nome mudou duas vezes, primeiro para Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) e, depois, para Desvinculação de Receitas da União (DRU), porém, nesse caso, com uma abrangência mais restrita. Os formuladores do Plano Real consideravam a primeira fase como suficiente para garantir o equilíbrio fiscal de curto prazo (1994 e 1995), mas admitiam a necessidade de outras providências para a criação de um equilíbrio fiscal duradouro, o que envolveria, inclusive, alterações na própria Constituição Federal.
19. Ver Bacha (1994). Vale ressaltar que esse fenômeno já estava relativamente descrito em escritos anteriores. Ver Bacha (1986).
20. Bacha (1994). Como vimos no Capítulo 5, o chamado Efeito Tanzi ocorre quando se verifica um aumento do déficit público em função de uma perda real das receitas. Em outras palavras, os gastos se tornam mais bem indexados do que as receitas, gerando uma perda para o governo (expressa na forma de um déficit ou redução do superávit). Se não houver um adequado sistema de multas, o adiamento do pagamento dos impostos pode se tornar uma prática racional do ponto de vista do agente econômico, porém, lesiva ao governo. A hipótese de Bacha é que, no Brasil, ocorreria o fenômeno oposto, já que as receitas estariam mais protegidas da inflação do que as despesas — haveria, assim, um "Efeito Tanzi às Avessas".
21. Giambiagi (1997), pp. 203-204.
22. Ver Velloso (1998), p. 121. De acordo com este autor, a deterioração das contas públicas entre 1994 e 1995 seria resultado: 1) do aumento das despesas previdenciárias, como reflexo do aumento do salário-mínimo de R\$70,00 para R\$100,00 em maio de 1995 (um aumento bem acima da média dos índices de inflação); 2) dos reajustes concedidos ao final do Governo Itamar Franco (principalmente pela busca

- de isonomia entre os três poderes da República); e 3) do aumento do funcionalismo de 23% em janeiro de 1995 pela reposição do IPC-r acumulado entre julho e dezembro de 1994, sendo o IPCR o índice de inflação oficial decretado após a introdução da URV (a seguir discutido). Ou seja, haveria causas concretas para a deterioração das contas independente da existência de algum Efeito Tanzi ou Tanzi às Avessas.
23. Fazendo analogia com o modelo de Simonsen apresentado no primeiro Box do Capítulo 5, se, no diagnóstico das causas da inflação antes da introdução do Plano Cruzado, tanto o componente de demanda (gt) como o autônomo ou inflação de custos (at) eram iguais a zero, sendo a inflação explicada exclusivamente pela inércia (brt-1); no diagnóstico que gerou o Plano Real a suposição era de que gt seria diferente de zero, daí a necessidade de se fazer a Primeira Fase (Ajuste Fiscal), antes de combater o componente auto-regressivo da inflação (Segunda Fase). Além disso, se no Cruzado o componente inercial foi combatido através do congelamento, no Real teria sido usada a estratégia da URV. Vale, porém, observar que, como procuramos defender na seção anterior, o diagnóstico fiscal do Plano Real, ainda que possa ser representado tomando $gt = 0$, é bastante peculiar (Efeito Tanzi às Avessas).
24. De julho de 1945 até agosto de 1946 os preços aumentaram por um fator de 3×10^{25} . Para um estudo da hiperinflação húngara de 1946, recomenda-se Bomberger e Makinen (1988).
25. Ver Simonsen (1985).
26. Ver Franco (1995).
27. Ver Arida (1992).
28. Essa inovação pode ser entendida como uma resposta à crítica feita por Lopes (1986), por ocasião do lançamento da Proposta Larida. A proposta de que os preços poderiam ser convertidos livremente ao passo que as rendas contratuais (salários, aluguéis e preços públicos basicamente) deveriam ser convertidas pela média poderia: "(...) gerar resistências políticas. Afinal, fica difícil justificar por que os salários devem ser convertidos à nova moeda em termos de médias, enquanto os preços dos bens que compõem a cesta de consumo do trabalhador podem ser convertidos em termos de picos" [Lopes (1986), p. 138]. Dadas essas dificuldades, o autor propunha o congelamento. Nossa interpretação é que, no Plano Real, ao invés do congelamento (que se tinha provado de difícil administração), o que "se deu em troca" aos trabalhadores foi a redução do prazo de indexação salarial.
29. No caso dos contratos pós-fixados, a transição das moedas trazia um problema: a mensuração das taxas de inflação de julho e agosto de 1994. Ver Franco (1995).
30. Franco (1995).
31. A hiperinflação alemã é a fonte de diversas teorias distintas sobre causas e soluções para o final de hiperinflações. Sobre o tema os trabalhos clássicos são: Bresciani-Turroni (1989), Franco (1986), Sargent (1986) e Merkin (1988).
32. Franco (1995). Outra possível hipótese para o comportamento da inflação na fase URV seria que a adesão a ela teria ocorrido em duas etapas. No primeiro mês, um grande conjunto de preços e contratos teria sido atrelado à URV, o que levaria a uma redução dos períodos de reajuste na economia, provocando aceleração da inflação. Um segundo grupo de preços, no entanto, só teria aderido ao novo indexador às vésperas do Plano Real, seja por conta das dificuldades de repartir o *float* inflacionário (ganhos reais advindos de uma inflação inferior à projetada nos contratos) ou até mesmo pela própria dificuldade de compreensão do funcionamento da URV. Como, impreterivelmente, todos deveriam ter seus preços e rendas denominados em URV no momento de transição para a nova moeda, os que ainda não tinham seus preços atrelados ao "feto de moeda" teriam corrido para a URV no último mês. O resultado macroeconômico desse processo seriam dois momentos de aceleração: o primeiro e o último mês. Ver Castro (1999).
33. A referida Medida Provisória, com algumas modificações, foi posteriormente transformada na Lei nº 9.069, em 26 de junho de 1995.
34. Ver Hermann (1994).
35. Cabe aqui comentar que, no início dos anos 1990, diversos artigos de jornal (muitos deles escritos por André Lara Resende) discutiram a adoção no Brasil de uma estratégia de combate à inflação semelhante à adotada na Argentina (*Plan de Conversibilidad*, 1991). Isto é, a adoção de um Conselho da Moeda (*Currency Board*) para o Brasil, onde o Conselho deve manter 100%, ou mais, da base monetária como

reservas. A adoção do *Currency Board* foi refutada. Os principais argumentos eram de que o elevado percentual da dívida pública brasileira e as baixas reservas do nosso país tornavam essa uma estratégia extremamente perigosa. De fato, havia uma dívida de curto prazo a ser rolada que, se dolarizada, dificilmente poderia ser honrada. Ademais, a estratégia do Conselho da Moeda tinha também o inconveniente de eliminar de forma radical os graus de liberdade na condução da política monetária e fiscal, além de atrelar o crescimento da economia ao crescimento da economia americana.

36. Quanto menor o grau de abertura, maiores são os custos de transação na importação de *tradables*, logo menores serão as reduções dos preços desse setor e, evidentemente, menor será o impacto da âncora sobre o nível geral dos preços. Por outro lado, visto que o setor *nontradable* não sofre pressões competitivas, quanto maior a diferença entre a demanda e a oferta de *nontradables* (e é esperado que a demanda cresça dado o *boom* de consumo que se segue, *ceteris paribus*, à estabilização), maiores tendem a ser os preços no setor dos bens não comercializáveis, e, em consequência, menor a redução no nível geral dos preços.
37. A explicação teórica geralmente dada para esse reforço da absorção é que a elevação relativa dos preços dos *nontradables* implica numa redistribuição da renda para setores que geralmente possuem maior propensão a consumir. De fato, encontram-se, entre os *nontradables*, diversos serviços cujos ofertantes pertencem em geral às classes menos abastadas, por suposto, mais propensas a aumentar o volume do consumo dada uma elevação da renda. Esse fenômeno é ainda reforçado pelo fim do imposto inflacionário, que sabidamente onera mais os de menor renda, e pelo retorno do crédito ao consumidor.
38. Kiguel e Leviatan (1992). As tentativas de estabilização em países de inflação crônica através do uso de âncora estudadas por esses autores foram (ano.trimestre): Argentina (1959.3-1962.2; 1967.2-1970.3; 1973.3-1975.2; 1978.4-1981.1; 1985.1-1986.3), Brasil (1964.2-1968.3; 1986.1-1986.4), Chile (1976.3-1982.3), Uruguai (1968.2-1972.1; 1978.4-1982.4), México (1988-1992, data em que foi escrito o artigo) e Israel (1985.1-1992, data em que foi escrito o artigo).
39. Alguns autores se referem à âncora de juros como “âncora wickselliana”.
40. Souza, 1999, p. 49. De acordo com o autor, há quatro fases bem distintas na condução da política cambial no Plano Real: Fase I, de livre flutuação (entre julho e setembro de 1994); Fase II de câmbio rígido (R\$0,84/US\$ por 5 meses); Fase III, há uma minidesvalorização de 6% (março de 1995, em resposta ao “Efeito Tequila”), seguida de “pequenas correções aleatórias da cotação do dólar”; e Fase IV, onde pequenas desvalorizações cambiais foram convergindo para um percentual estável, em torno de 0,6% ao mês, que durou até o final de 1998. Nessa última fase não se poderia mais usar o termo “âncora” para o comportamento do câmbio frente à inflação, embora seu patamar apreciado ainda fosse importante para manter preços sobre controle.
41. No caso da indústria automobilística, a redução das tarifas foi bem mais expressiva, passando de um patamar médio muito alto (85%) para 34,3%.
42. Aqui cabe mencionar uma interpretação distinta de porque o Plano Real deu certo e o Cruzado fracassou. Para Bastos (2001), havia um diagnóstico equivocado por parte dos formuladores do Plano Cruzado: a de que a taxa de câmbio estivesse num patamar adequado (podendo ser ali congelado) e de que a situação externa estivesse confortável (superávit externo). Dessa forma, o congelamento do câmbio realizado no início do Plano Cruzado, sem o alívio da restrição externa, não teria sido capaz de eliminar a inflação brasileira. O retorno da inflação se deu na medida em que o congelamento do câmbio foi abandonado, em meados de 1986. Em contraposição, no Plano Real a fixação da taxa de câmbio teria vindo acompanhada da redução da restrição externa, o que explicaria o sucesso em estabilizar a inflação.
43. Ver Arida e Resende (1984).
44. Ver Pastore (1990).
45. Ver Franco (1995).
46. Ver Pinheiro (2000).
47. Ver Horta *et al.* (1992).