

**UNIVERSIDADE FEDERAL  
DO  
RIO DE JANEIRO**

**Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade  
Departamento de Economia**

**HISTÓRIA PRECOCE DAS IDÉIAS DO PLANO REAL**

**Lavinia Barros de Castro**

**Orientador: Prof. Fernando José Cardim Carvalho**

**Rio de Janeiro  
1999**

**UNIVERSIDADE FEDERAL  
DO  
RIO DE JANEIRO**

**Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade  
Departamento de Economia**

**HISTÓRIA PRECOCE DAS IDÉIAS DO PLANO REAL**

**Lavinia Barros de Castro**

**Orientador: Prof. Fernando José Cardim Carvalho**



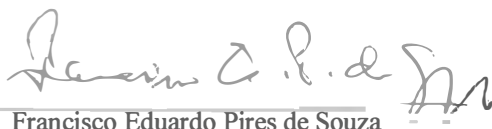
Fernando José Cardim de Carvalho

**Dissertação apresentada junto ao  
Departamento de Economia da  
Faculdade de Administração,  
Economia e Contabilidade da  
Universidade Federal do Rio de  
Janeiro como parte dos requisitos  
para obtenção do título de Mestre  
em Economia**



João Sayad

**Rio de Janeiro  
Junho de 1999**



Francisco Eduardo Pires de Souza

**As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor**

*“Ao apresentar este escrito como uma história, ou se preferirem, como uma fábula, na qual, entre alguns exemplos que imitar se podem, também se encontrarão, talvez, vários outros que será razoável não seguir, espero que seja útil a alguns, sem ser nocivo à ninguém...”*

*Decartes, René: Discurso do Método*



**Dedico esta dissertação aos três economistas da  
minha vida: Marcelo, minha mãe e meu pai.**

## Agradecimentos

Aos professores Francisco Eduardo Pires de Souza e Rogério Studart. Francisco Eduardo, além de amigo de longa data e meu professor no mestrado, é o coorientador desta dissertação. Seu rigor teórico bem como sua intuição para análise aplicada (e sua disposição em esclarecer-me diversas dúvidas) foram fundamentais para este trabalho – sendo as possíveis falhas aqui existentes de responsabilidade exclusiva da autora. Ao professor Rogério Studart devo agradecer, além das ajudas específicas a este texto, suas inúmeras contribuições para minha formação em teoria macro e pela totalidade dos meus conhecimentos na área financeira. Sua generosidade intelectual e humana contribuíram para estabelecer uma relação de amizade e aprendizagem que vem desde a graduação.

A Jennifer Hermann, um exemplo de didática, objetividade e clareza sempre disposta a esclarecer minhas infundáveis questões, sobretudo, em relação as contas públicas, meus sinceros agradecimentos.

Aos Drs.: Fernando Holanda Barbosa, Pêrsio Arida e a Fábio Giambiagi pela generosidade no envio de textos ainda não publicados e pelos esclarecimentos concedidos, muito obrigada.

A Nelson Saintive meu querido e estimado professor de literatura e português pela leitura criteriosa de todos os capítulos.

A toda a equipe do Boletim de Conjuntura da UFRJ, não apenas pelo fornecimento de diversos dados, mas também pelo estabelecimento de uma relação de cooperação entre seus membros, entre os quais orgulho-me em fazer parte.

A Fábio Erber, Mário Possas, Getúlio Borges e demais professores da Pós Graduação pelos conhecimentos adquiridos durante o mestrado.

Ao professor Ronaldo Fiani, pelos grupos de estudo organizados e pela amizade.

Aos meus companheiros de estudo e de chope: Guga & Mirela, Rômulo, Luiz Daniel, Arthur & Giane, Gabi & Chambinho, Natália, Dodo, Marina, Paulo e demais colegas.

A Ciça, Pedro-Oriente e Luiz Augusto meus amigos de infância pelo carinho nestes mais de 16 anos de convivência e a Duda & Ricardo, amigos mais recentes, porém igualmente amados.

Aos meus pais-economistas pelo incentivo e confiança que em mim sempre depositaram. Minha mãe, Ana Célia Castro, foi a primeira leitora de cada uma das milhares de versões dessa dissertação, ajudando-me a dar clareza e estrutura ao trabalho. Meu pai, Antonio Barros de Castro, foi quem despertou meu interesse pelo Plano Real e pelas idéias nele envolvidas ainda na graduação da UFRJ, quando fui sua aluna na turma “Efeito Tequila”.

Meu gosto por economia brasileira, é verdade, veio de berço, mas certamente cresceu muito pelas suas cativantes aulas no mestrado.

A Neli que vem sendo como uma segunda mãe, por todo o apoio nesses três anos de mestrado.

Aos meus irmãos: Nando, Bebel e Clarinha.

A Fernando Cardim de Carvalho, a quem devo atribuir grande parte de meus conhecimentos em teoria monetária e macroeconômica, fundamentais para a realização desse trabalho. Cardim, que vem me orientando desde o terceiro período da graduação, é para mim um ideal de didática e erudição.

A UFRJ de quem me considero filha, quase que literalmente.

A Capes pela bolsa concedida

Por fim, agradeço a quem mais contribui para a elaboração dessa dissertação: Marcelo Barbosa Saintive. Suas contribuições para este trabalho são inúmeras. Vão desde a ajuda física nestas últimas semanas desesperadas a mudanças introduzidas em meu método de estudo, no início do mestrado. Marcelo foi sempre o principal interlocutor dessa dissertação, ajudando-me a entender minhas próprias idéias, esclarecendo-me inúmeras dúvidas nas mais diversas áreas em economia, exigindo-me rigor e determinação. Conhecê-lo foi de longe, entre tantas boas coisas, o melhor que me ocorreu nesse mestrado.

## ABSTRACT

The Plano Real was conceived to be implemented in three stages: 1) fiscal adjustment; 2) the introduction of a new unity of account (URV); 3) the transformation of the URV in a new currency, the “real”, and the establishment of a nominal anchor. Each chapter discusses the theoretical conception of each phase of the plan.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>I – AJUSTE FISCAL: A FASE 1 DO PLANO REAL .....</b>	<b>2</b>
<b>I.1 – Medidas adotadas na Fase 1 do Plano Real .....</b>	<b>6</b>
<b>I.1.1 – O Programa de Ação Imediata .....</b>	<b>6</b>
<b>I.1.2 – O Fundo Social de Emergência .....</b>	<b>10</b>
<b>I.2 – Bases conceituais da Fase 1 do Plano Real .....</b>	<b>11</b>
<b>I.2.1 – Thomas Sargent e o “O Final das Quatro Hiperinflações” .....</b>	<b>11</b>
<b>I.2.2 – Expectativas Adaptativas, Racionais e Bayesianas .....</b>	<b>18</b>
<b>I.2.2.1 – Expectativas Adaptativas.....</b>	<b>19</b>
<b>I.2.2.2 – Expectativas Racionais.....</b>	<b>22</b>
<b>I.2.2.3 – Inferência bayesiana e a possibilidade de revisão gradual das Expectativas.....</b>	<b>26</b>
<b>I.3 – O Efeito Tanzi e a estabilização .....</b>	<b>33</b>
<b>I.3.1 – As críticas de Gustavo Franco a Thomas Sargent.....</b>	<b>33</b>
<b>I.3.2 – Edmar Bacha: o fisco e a inflação .....</b>	<b>39</b>

I.3.3 – Críticas ao “Efeito Tanzi às avessas” .....	44
II – UNIDADE REAL DE VALOR (URV): A FASE 2 DO PLANO REAL.....	54
II.1 – A indexação no Brasil e a proposta de congelamento.....	55
II.2 – Medidas adotadas na Fase 2 do Plano Real.....	61
II.3 – Bases conceituais da Fase 2 do Plano Real: A proposta Larida .....	68
II.4 – Diferenças entre a proposta Larida e URV.....	81
II.4.1 – A experiência húngara de 1946 e o rentemark alemão: lições da História.....	81
II.4.2 – Críticas internas ao Larida.....	90
II.4.3 – Indexador contemporâneo e o custo de menu.....	96
III – ESTABILIZAÇÃO COM ÂNCORAS NOMINAIS: A FASE 3 DO PLANO DO PLANO REAL.....	103
III.1 – Medidas adotadas na Fase 3 do Plano Real.....	104
III.2 – Bases conceituais de âncoras nominais.....	105
III.2.1 – Lastro.....	105
III.2.2 – Âncora monetária.....	107
III.2.3 – Críticas referentes as mudanças no Conselho Monetário Nacional.....	109
III.2.4 – Incompatibilidade entre a âncora monetária e a âncora cambial: o modelo Mundell-Fleming.....	113
III.2.5 – Âncora Cambial.....	123
CONCLUSÃO.....	155
ANEXO A.....	158
ANEXO B.....	161
ANEXO C.....	162

<b>ANEXO D.....</b>	<b>166</b>
<b>ANEXO E.....</b>	<b>167</b>
<b>ANEXO F.....</b>	<b>168</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>171</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS, TABELAS E FIGURAS

<b>Gráfico 1: Planos de Estabilização no Brasil – 1985/1996 .....</b>	<b>3</b>
<b>Gráfico 2: Necessidade de Financiamento do Setor Público (em % do PIB) 1991/93 .....</b>	<b>38</b>
<b>Gráfico 3: Variação da Inflação no período 1994-1998/ IPC e INPC .....</b>	<b>52</b>
<b>Gráfico 4: Fases da Política Cambial (Evolução do Câmbio Nominal) .....</b>	<b>122</b>
<b>Gráfico 5: Convergência da Inflação IPC e IPA .....</b>	<b>125</b>
<b>Gráfico 6: Taxa de Crescimento Percentual da Indústria (Doze meses encerrados no mês indicado em relação aos doze meses anteriores) .....</b>	<b>127</b>
<b>Gráfico 7: Investimentos Estrangeiros Diretos .....</b>	<b>137</b>
<b>Gráfico 8: Comportamento anualizado dos Juros Reais Over/Selic (1994/98) ...</b>	<b>141</b>
<b>Tabela 1: Dados Fiscais – 1991/98 .....</b>	<b>49</b>
<b>Tabela 2: Principais Índices de Inflação – Jan94/Jun94 .....</b>	<b>100</b>
<b>Tabela 3: Salário Real Médio – 1994 .....</b>	<b>102</b>
<b>Tabela 4: Dívida Líquida do Setor Público .....</b>	<b>112</b>
<b>Tabela 5: Inflação Jul-Set/94 (Variação Mensal %) .....</b>	<b>121</b>
<b>Tabela 6: Balanço de Pagamentos (1) .....</b>	<b>131</b>
<b>Tabela 7: Balanço de Pagamentos (2) .....</b>	<b>135</b>

**Tabela 8: Reservas no Banco Central do Brasil ..... 138**

**Tabela 9: Variação Real do PIB (%) ..... 150**

**Tabela 10: Taxa de Desemprego Aberta Média Anual (%) ..... 150**

**Tabela 11: Salário Real Médio ..... 151**

**Tabela 12: Produção Física Industrial ..... 152**

**Figura 1: Efeito Tanzi às Aversas ..... 41**

**Figura 2: Efeito Tanzi com Moeda Indexada ..... 47**

**Figura 3: Efeito da Política Fiscal no Regime de Câmbio Flutuante ..... 115**

**Figura 4: Efeito da Política Fiscal em Regime de Câmbio Fixo ..... 116**

**Figura 5: Efeito da Política Monetária em Regime de Câmbio Fixo ..... 117**

**Figura 6: Efeito da Política Monetária em Regime de Câmbio Flutuante ..... 118**



## Introdução

O Plano Real foi concebido 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.” – etapas definidas pelo próprio governo de acordo com a Exposição de Motivos (E.M.) nº 205 de 30 de junho de 1994.

Cada capítulo dessa dissertação tem por objetivo discutir a concepção teórica de cada fase, respectivamente. Assim, o capítulo I analisa a questão do ajuste fiscal buscando resgatar o debate acadêmico em torno da relação entre inflação e déficit público. O segundo capítulo, por sua vez, reproduz a construção do sistema de indexação brasileiro buscando compreender o desenvolvimento teórico da proposta de desindexação da URV. Por fim, o terceiro capítulo analisa a questão do estabelecimento de uma âncora nominal para a nova moeda.

Todos os capítulos possuem a mesma estrutura: introdução; descrição das medidas adotadas na respectiva fase; análise das bases conceituais envolvidas; comparação entre a teoria original e o que foi efetivamente assimilado no Plano Real; e descrição dos dados do período. Os dados são apresentados de forma sucinta visando ilustrar a evolução conjuntural, entre 1994-1998, das variáveis econômicas envolvidas na discussão teórica.<sup>1</sup>

É preciso de imediato tornar claro que nosso esforço aqui não se dirige a demonstrar a validade empírica da teoria apresentada, mas sim explicitar as idéias que acreditamos permear a concepção do Plano Real. Comparando as Exposições de Motivos referentes às Fases do Plano, buscaremos demonstrar que as bases conceituais do Real se encontram, de fato, em determinados textos clássicos.

---

<sup>1</sup> Consideramos que a desvalorização da taxa de câmbio em janeiro do presente ano, 1999, inicia uma nova fase no Plano Real. Nossa período de análise termina em dezembro de 1998.

*“Uns com os olhos postos no passado  
Vêem o que não vêem, outros, fíto  
Os mesmos olhos no futuro, vêem  
O que não pode ver-se ...”  
(Pessoa, Fernando, Odes de Ricardo Reis)*

## **I – Ajuste Fiscal: A Fase 1 do Plano Real**

A chamada “Primeira Fase do Plano Real” é composta por dois esforços de ajuste fiscal: o Programa de Ação Imediata (PAI), lançado em 14 de junho de 1993, e a aprovação do Fundo Social de Emergência (FSE), em 23.02.1994. A função desta etapa era, segundo documento oficial, estabelecer: “o equilíbrio das contas do Governo, com o objetivo de eliminar a principal causa da inflação brasileira” (E.M. nº.205 de 30.06.1994, parágrafo 3).

Este diagnóstico do desajuste das contas públicas como (principal) causa da inflação brasileira torna o Plano Real, já na sua concepção, diferente de alguns dos seus recentes precursores, em particular dos Planos Cruzado (1986) e Collor II (1991).

Como se sabe, a resistência da inflação brasileira às terapias ortodoxas, aplicadas no início dos anos 1980, levou numerosos economistas a formularem hipóteses comportamentais e institucionais sobre o fenômeno<sup>2</sup>. Cunhou-se à época a tese de que a inflação brasileira era, basicamente, inercial, ou seja, perpetuava-se por conta do movimento dos preços no período anterior. Com base neste diagnóstico, foi criada uma série de Planos de Estabilização, denominados, em geral, de “choques heterodoxos”<sup>3</sup>.

De 1986 a 1991, o Brasil sofreu cinco choques (Plano Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e Collor II), além da “Política do Feijão com Arroz”, implementada pelo Ministro

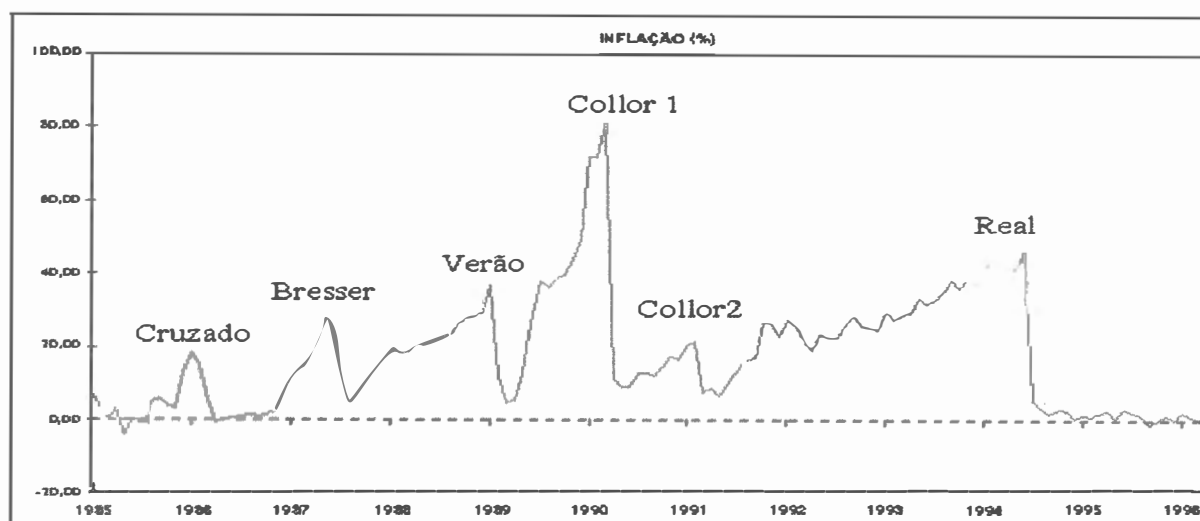
---

<sup>2</sup> Consideramos “ortodoxas” as propostas de estabilização que envolvem políticas de contenção de demanda via políticas fiscal e monetária contracionistas. Em contraposição, “heterodoxas” são aquelas que se baseiam em algum tipo de política de rendas (controle administrativo de preços e/ou juros, salários e outras rendas). Cabe notar que nem sempre a caracterização por ortodoxa ou heterodoxa é suficiente para definir um programa de política econômica. Por exemplo, o PAEG (1964) não é passível de classificação dentro desta dicotomia. Conforme Resende (1990) em “Ordem do Progresso”.

<sup>3</sup> Veja o Anexo A para melhor qualificar cada um dos planos de estabilização implementados no Brasil no período 1986-1992. Cabe observar que o termo “choque”, seja ele ortodoxo seja heterodoxo, significa, na prática, uma estratégia radical que se opõe aos chamados “programas gradualistas”, onde se reconhece a dificuldade da pronta eliminação da inflação. No referido anexo, o “Programa Feijão com Arroz” (1988) e o Plano Collor II (1991) são estratégias gradualistas, sendo o primeiro uma estratégia ortodoxa. Segundo Simonsen e Campos: “Teoricamente, o gradualismo pode ser concebido como a tentativa de contenção da inflação, sem apelar para o efeito deflacionário da regulação da demanda. Trata-se do combate à inflação por etapas planejadas com o produto crescendo à taxa normal” (1974, p.100).

Mailson da Nobrega em 1988. Todas essas tentativas foram, porém, mal sucedidas em relação à obtenção de uma estabilidade duradoura dos preços. A inflação, após alguns meses de implementação do programa, voltava, sempre, a acelerar-se. Esta situação foi finalmente revertida no Plano Real, após a introdução da nova moeda em julho de 1994 - como demonstra o gráfico abaixo.

**Gráfico 1: Comportamento da Inflação (fonte: Internet: fazenda.gov.br)**



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

Apesar das divergências entre os programas (ver resumo no Anexo A), os Planos que antecederam o Real (acima indicados) possuíam algumas características comuns. À exceção da “Política do Feijão com Arroz”, os programas baseavam-se, genericamente, na ampla reformulação dos contratos e na adoção de controles administrativos (ao invés da disciplina de mercado) sobre preços, salários e câmbio e até dos agregados monetários, como no caso do Plano Collor I em 1990<sup>4</sup>.

Ao invés de rápidos e drásticos cortes de gastos públicos aliados à política monetária apertada e à elevação das taxas e dos impostos (proposta ortodoxa), os

<sup>4</sup> O Plano Collor 1 reteve 80% do M4 num novo agregado monetário denominado M5, que foi extinto após a devolução dos recursos financeiros seqüestrados. Em 1991 os agregados monetários brasileiros foram redefinidos da seguinte maneira: M0: reservas bancárias + papel-moeda em poder do público. M1: M0 + depósitos à vista. M2: M1 + carteiras dos fundos de investimento a curto prazo (excluindo depósitos à vista, já incluídos nos meios de pagamentos) + títulos municipais, estaduais e federais do público não financeiro (à exceção dos títulos em carteira dos fundos de investimento e das instituições financeiras). M4: M3 + títulos de dívida privados (exceto os pertencentes aos fundos e às instituições financeiras). (Sandroni, 1996).

programas heterodoxos aconselhavam administrações nominais, que, se supunha, permitiriam reduzir a inflação sem os custos recessivos da proposta ortodoxa.

O Plano Cruzado e o Plano Collor II foram, entre os planos implementados no Brasil de 1986-1991, aqueles que, nos diagnósticos oficiais das causas inflacionárias, deram uma importância menor ao papel do ajuste fiscal. Para ambos, a inflação é fruto (apenas) da ampla indexação brasileira, enquanto nos demais Planos citados há sempre alguma menção ao problema do desajuste das contas públicas.

Tanto no Plano Cruzado (1986) como no Collor II (1991), o mal inflacionário, na justificativa de seus criadores, não poderia ter origem fiscal, simplesmente, porque as contas operacionais se encontravam, por ocasião de seus lançamentos, relativamente equilibradas<sup>5</sup>.

Em 1993, entretanto, embora o déficit operacional do ano anterior fosse relativamente modesto em relação a outros países (2.21% do PIB – ver Tabela I na pág. 49), os formuladores do Plano Real concluíram que a principal causa da inflação era, sim, o desequilíbrio fiscal. Este diagnóstico fiscalista não significa, todavia, que o Plano Real (como aliás todos os seus antecessores acima citados) não tenha dado grande importância à necessidade de desindexação para a estabilidade dos preços – sendo este o objetivo da Segunda Fase URV. O que se está aqui ressaltando é que, diferente dos outros planos, o ajuste fiscal foi visto como pré-condição, ou melhor, **a principal condição** (de acordo com o trecho citado na pág.1) para o fim da alta inflação.

Segundo o documento oficial de lançamento do PAI<sup>6</sup>, existiria, na formulação da proposta orçamentária, um desajuste estrutural entre receitas e gastos que não era revelado pela mera observação do déficit operacional. A cobertura do hiato de recursos (entre os

---

<sup>5</sup> As primeiras estimativas do déficit operacional surgiram no decorrer das negociações do Brasil com o FMI ao longo de 1983. Nesta ocasião, os técnicos do Brasil e do Fundo concordaram que a correção monetária da dívida pública interna em circulação não deveria fazer parte do déficit e criaram o conceito de déficit público operacional ou “real”. Por ocasião do Plano Cruzado supunha-se que esses déficits “ajustados” (isto é sem o peso da inflação) representavam em 1984 e 1985, respectivamente, 1.6% e 3.3% do PIB. Tais números, inferiores aos montantes verificados em outros países como Itália, Canadá, etc., inspiraram, por ocasião do Plano Cruzado em 1986, a tese de que o componente fiscal da inflação brasileira era pequeno. Dados posteriores publicados pelo próprio Banco Central mostraram, porém, que o déficit operacional de 1985 teria sido superior ao inicialmente estimado: estaria em torno de 4.4% do PIB. Por ocasião do Plano Collor II, por sua vez, o déficit operacional em 1991 havia sido de (-)1.36 (superavitário) – o que novamente deu força à tese de que o desequilíbrio das contas públicas teria pouca relevância na inflação brasileira.

<sup>6</sup> Documento extraído do site “História do Plano Real”, Ministério da Fazenda, Gabinete do Ministro, Assessoria de Comunicação, exibido em [www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br).

gastos orçados e as receitas tributárias efetivamente recolhidas) era realizada através dos seguintes artifícios: 1) do crescimento da relação Dívida Pública/PIB (pressionando os juros da economia); 2) da imposição de contingenciamentos, calotes e repressão fiscal<sup>7</sup> e 3) pela corrosão do valor real dos gastos previstos devido à subestimação da inflação na elaboração da Lei Orçamentária<sup>8</sup>.

Diante deste quadro, concluía a equipe econômica do Ministro Fernando Henrique Cardoso, tornava-se imprescindível a elaboração de uma proposta orçamentária “realista”, adequada à capacidade de arrecadação do fisco e independente da inflação (e de outros mecanismos espúrios de financiamento). Somente um equilíbrio fiscal prévio, ou seja, uma previsão realista de gastos em relação à capacidade real de arrecadação, viabilizaria o fim do regime inflacionário.

É importante frisar, ainda nesta introdução, que, apesar dos formuladores do Plano Real considerarem a primeira fase como suficiente para garantir o equilíbrio fiscal de curto prazo (1994, 1995), admitia-se a necessidade de outras providências a fim de criar um “equilíbrio fiscal duradouro” (E.M. nº 205, 30 de julho de 1994, parágrafo 8). Neste mesmo documento, encontra-se a idéia de que a consolidação da estabilidade só virá através da introdução de mudanças adicionais no arcabouço administrativo e financeiro do Estado, o que envolveria, inclusive, alterações na própria Constituição Federal.

A necessidade de uma revisão constitucional também se encontra presente, desta vez de forma mais elaborada, na Exposição de Motivos do Fundo Social de Emergência (E.M., nº 305, 07 de dezembro de 1993). Nesta última apresenta-se, além do FSE e da URV, uma proposta de “Revisão Constitucional”, que inclui 6 frentes de atuação: 1) “Federalismo Fiscal” (onde se propõe a redefinição das responsabilidades entre a União e os Estados e Municípios dos serviços públicos); 2) “Realismo Orçamentário” (onde se apresenta a necessidade da revisão constitucional no que se refere ao engessamento do gasto público promovido pela Carta de 1988); 3) “Reforma Tributária” (propondo a simplificação do sistema tributário, a ampliação da base de arrecadação e das formas de

<sup>7</sup> O contingenciamento consiste na imposição de limites quantitativos à realização de despesas autorizadas no orçamento. A repressão fiscal é o adiamento de despesas e sua conseqüente corrosão pela inflação.

<sup>8</sup> Este diagnóstico parece não ter em conta o fato político de que os gastos autorizados no momento da votação do Orçamento são, na prática, de pouca relevância. Uma vez aprovados, serão objeto de acirradas disputas e, freqüentemente, serão alterados ao longo do ano fiscal. É difícil acreditar que, sendo possível a renegociação, a inflação implícita (subestimada) não fosse, ao menos em parte, contestada e corrigida.

recolhimento, o aumento da progressividade e a redução de tarifas); 4) “Reforma Administrativa” (reformulação das normas relativas à Administração Pública referentes à gestão de pessoal); “Modernização da Economia” (onde se ressalta a importância da privatização para o ajuste fiscal e para a modernização do Estado brasileiro); 6) e “Previdência” (revisão do sistema previdenciário da Carta de 1988).

Foge ao escopo desta dissertação analisar as propostas de revisão constitucional mencionadas acima<sup>9</sup>. O que nos importa nesta introdução é somente salientar que a Primeira Fase do Plano Real aparece como uma condição necessária, mas não suficiente, para promover o ajuste fiscal requerido para o combate **definitivo** à inflação.

O objetivo deste capítulo é analisar o discurso oficial referente à Primeira Fase do Plano Real. Nossa hipótese é de que a formulação desta etapa inicial reflete um longo debate acadêmico. Desta forma, após apresentar o Programa de Ação Imediata e o Fundo Social de Emergência, faremos resenhas de certos textos teóricos e os compararemos com as Exposições de Motivos referentes à Primeira Fase do Plano Real. Por fim, observaremos os resultados fiscais efetivamente obtidos entre 1994-1998.

## **I.1 – Medidas adotadas na Fase I do Plano Real**

### **I.1.1 – O Programa de Ação Imediata<sup>10</sup>**

O Programa de Ação Imediata foi elaborado pelo então Ministro Fernando Henrique Cardoso (e sua equipe), logo após assumir o Ministério da Fazenda, em maio de 1993. O Plano culpava a desordem financeira e administrativa do setor público pela perpetuação da inflação e visava promover uma ampla reorganização do setor público e de suas relações com a economia privada. Tal ato requereria não apenas novos tributos<sup>11</sup>, mas uma redefinição da relação do Governo Central com os Estados e Municípios; do Banco Central com os bancos estaduais e federais; amplo combate à sonegação; e o aprofundamento do processo de privatização.

---

<sup>9</sup> Todavia, como o processo de privatização se acha em estado bastante avançado foi incluída, em anexo, uma tabela que mostra os resultados (em US\$milhões) do programa de desestatização 1991/1998 (Ver Anexo B).

<sup>10</sup> As informações aqui contidas encontram-se no site “História do Plano Real”, Ministério da Fazenda, Gabinete do Ministro, Assessoria de Comunicação, exibido em [www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br).

Segundo o mesmo documento, a necessidade de redefinir as condições de repasses de verbas para Estados e Municípios decorria, em grande medida, da mudança na estrutura das contas públicas introduzida pela última Carta.

Com a Constituição de 1988, a capacidade de o Governo Central controlar as contas públicas fora severamente afetada, principalmente, por três fatores (Giambiagi e Alem, 1997): a) crescimento das receitas vinculadas<sup>12</sup>, b) redução da participação dos gastos federais no total do gasto público, diminuindo com isso a sua capacidade de controlar os dispêndios<sup>13</sup> e c) crescimento das despesas com a Previdência<sup>14</sup>. Como por ocasião do PAI, a gravidade da situação previdenciária ainda não estava em evidência, o Programa adotou medidas referentes apenas aos dois primeiros itens (a e b).

Em relação aos bancos estaduais, o PAI identificava-os, salvo raras exceções, como agências paralelas de financiamento aos Tesouros dos Estados. Este financiamento era feito, basicamente, pelo abuso da emissão de títulos mobiliários. Os bancos vinham operando, de acordo com o referido parecer, de forma excessivamente alavancada (em relação aos depósitos captados) necessitando recorrer freqüentemente ao socorro de liquidez fornecido pelo Banco Central. A consequência para a União era o não-cumprimento, pelos Estados, das metas monetárias e fiscais fixadas. Ou seja, para viabilizar um efetivo ajuste fiscal, tornava-se necessário rever diversas normas no setor bancário estadual.

Os problemas do sistema bancário não se limitavam, porém, às instituições estaduais.

Os bancos federais, por exemplo, apresentavam o problema da superposição de agências: freqüentemente numa mesma praça agências diferentes concorriam entre si, com desperdício de recursos do governo federal. Somava-se a isto, a utilização de critérios

---

<sup>11</sup> As tentativas de aumentar as receitas, através de pacotes tributários, vinham demonstrando resultados medíocres em face da exaustão dos contribuintes – conforme o mesmo documento exibido em [www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br).

<sup>12</sup> Entre 1988, antes da aprovação da nova Carta, e 1993, ano em que se completou o aumento das vinculações, a parcela da receita do IPI e IR transferida aos Estados e Municípios cresceu, em termos relativos, 40% (Giambiagi e Alem, *idem*).

<sup>13</sup> A participação do governo federal nos gastos de pessoal, outros gastos correntes e formação bruta de capital caiu de 43% para 34%, e sua participação nas despesas de Outras Despesas de Custeio e Capital (OCC) foi de 19%, em 1991, para 16% em 1995 (*ibidem*).

<sup>14</sup> Entre outras razões pela implementação do regime jurídico único (RJU) que permite aos servidores públicos o direito à aposentadoria integral (ou até com salário superior à ativa). Voltaremos à questão previdenciária no final deste capítulo.

políticos para a abertura de agências, bem como para a concessão de empréstimos e financiamentos. Além disso, por pertencerem ao governo federal, esses bancos tendiam a fugir à fiscalização do Banco Central e das normas do Tesouro Nacional. Neste sentido, reestruturar também os bancos federais aparecia como uma tarefa indispensável ao acerto das contas públicas.

Quanto às empresas estatais, o discurso oficial era de que elas já teriam cumprido o seu papel (tido como fundamental) para a industrialização do país de maneira que não fazia mais sentido mantê-las sob controle público. Fora isto, afirmava o documento, a privatização ajudaria a viabilizar as contas do governo, já que este poderia, além de obter receitas com a venda das empresas, redirecionar os recursos gastos nas estatais para outros fins. O governo reconhecia-se em débito com a sociedade em relação a serviços públicos tais como saúde, educação, habitação, infra-estrutura, ciência e tecnologia, etc. A privatização aparecia, portanto, como “um passo necessário” para saldar o débito social, mas também como “um imperativo do equilíbrio financeiro” (ibidem, p.10).

Em termos práticos, o PAI dividia-se em 6 linhas de atuação: corte dos gastos públicos e maior eficiência na utilização da verba restante; recuperação da receita; reestruturação do relacionamento entre estados e municípios; mudanças institucionais nos bancos estaduais, nos bancos federais e privatização. Segue, no Anexo C, um resumo das principais medidas referentes a cada uma destas categorias.

Em todas as medidas apresentadas no referido anexo, o PAI foi mais eficiente naquelas referentes ao combate à sonegação, embora avanços importantes tenham sido feitos em outras áreas. A média mensal de arrecadação dos impostos da União aumentou em 500 milhões de dólares<sup>15</sup>. Este incremento da receita somado ao corte de 6 bilhões de dólares das despesas públicas permitiram fechar a execução orçamentária de 1993 em situação de equilíbrio (superávit operacional de 0.24% do PIB<sup>16</sup>). A reestruturação das instituições financeiras federais foi intensificada, e cresceram os fluxos de pagamento dos Estados e Municípios para as instituições financeiras federais com a assinatura de compromisso de rolagem de dívida.

<sup>15</sup> A média mensal passou de 3,3 bilhões para uma média de 3,8 bilhões, conforme E.M. nº 395 de 07 de setembro de 1993. Este ganho pode também ser atribuído ao crescimento da economia (taxa de variação real do PIB) que passou de - 0,8%, em 1992, para 4,2% em 1993.

<sup>16</sup> Fonte: Banco Central, Nota à Imprensa.



Em termos do combate à inflação, contudo, como se observa no gráfico 1, o PAI não obteve nenhum êxito, tendo a inflação se acelerado claramente após a sua implementação (em julho de 1993). Apesar do fracasso relativo ao comportamento inflacionário, a implementação do PAI foi, segundo os formuladores do Plano Real, fundamental para ajudar a criar as precondições para o seu posterior sucesso<sup>17</sup>.

### **1.1.2 – O Fundo Social de Emergência**

O FSE foi aprovado no dia 23 de fevereiro de 1994, mas sua exposição de motivos (E.M. nº 395) data do dia 7 de dezembro de 1993<sup>18</sup>. De acordo com este documento, o principal objetivo do Fundo era resolver a questão do financiamento dos programas sociais brasileiros identificados como prioritários, embora parte de seus recursos pudessem vir a ser relacionados com outros programas de “relevante interesse econômico e social” (p.120).

Os gastos sociais, apesar dos inúmeros cortes já realizados na proposta orçamentária original para o ano de 1994, continuavam sem recursos tributários disponíveis para a sua execução e, sem a criação do Fundo, acabariam por ser financiados por fontes inflacionárias. Neste sentido, sua aprovação ganhava contornos emergenciais.

Originalmente, o FSE foi previsto para vigorar por um período de dois anos (1994,1995). Em 1995, entretanto, foi aprovada sua prorrogação, com o nome de Fundo de Estabilização Fiscal (FEF), por mais dezoito meses até junho de 1997. Nesta data o Fundo foi novamente renovado para o segundo semestre de 1997, e para os anos de 1998 e 1999.

O Fundo é constituído pela desvinculação de algumas receitas do governo federal. Seu objetivo (oficialmente declarado) é atenuar a excessiva rigidez dos gastos da União ditada pela Constituição de 1988, permitindo ao governo reestruturá-los e, inclusive, diminuí-los.

Os recursos do Fundo são originados pela retenção das seguintes receitas federais (Sandroni, 1996):

- 20% da arrecadação do IPMF destinado a programas de habitação popular;
- 20% dos gastos constitucionais com educação;

<sup>17</sup> De acordo com Bacha (1995) e Sandroni (1996) o PAI incluiu também a assinatura de um acordo da dívida externa com o FMI e os bancos credores. Esta medida, porém, não se encontra discutida no documento oficial utilizado.

<sup>18</sup> Na realidade neste dia não foi anunciado apenas a criação do FSE, mas também a reforma monetária a ser realizada pela criação da URV e as referidas sugestões à revisão constitucional.

- adicional de 3% sobre o lucro dos bancos;
- 0.75% sobre a receita operacional bruta dos bancos (PIS dos bancos);
- Imposto de renda do funcionalismo público (agora exclusivamente destinado ao ao Fundo)<sup>19</sup>.

De acordo com o referido documento:

**“O valor do Fundo Social de Emergência é de aproximadamente 15,8 bilhões de dólares, dos quais cerca 6,5 bilhões não contribuem para a redução do déficit, pois destinam-se a cobertura de despesas com a Previdência e outras despesas de capital não vinculadas, incompressíveis após o profundo corte nelas efetuado. Dessa forma, a contribuição líquida do Fundo para o financiamento do déficit soma 9,3 bilhões de dólares...”**  
**(E. M. nº 395)**

Os US\$ 9,3 bilhões poderiam ser decompostos nos seguintes itens:

**Fundo Social de Emergência**

Contribuição líquida do Fundo ao Financiamento do Déficit	US\$ 9,3 bilhões
Transferências Obrigatórias para Estados e Municípios	US\$2,7 bilhões
Despesas Vinculadas em Outros Custeios e Capital	US\$ 2,9 bilhões
Adicional de 5% sobre Impostos e Contribuições	US\$3,7 bilhões
Déficit final	0,0

Fonte: E. M. nº 395

De acordo com Giambiagi e Alem (1998): “O impacto líquido inicial do FSE foi um fluxo anual da ordem de 0,5% do PIB, na forma de transferências não realizadas e que certamente teriam sido gastas – pelos estados, municípios ou seguro-desemprego – se tivessem sido feitas. Entretanto, na última renovação do FEF, a parcela retida de recursos dos municípios, especificamente, caiu substancialmente em função de um cronograma gradual de ‘re-vinculação’ dos recursos referidos, de modo que em 1999 o seu impacto fiscal ficou limitado a 0,3% do PIB”.

<sup>19</sup> Antes da implementação do FSE, esses recursos eram transferidos a estados e municípios. Esta perda de arrecadação foi compensada pela receita adicional dos Fundos de Participação, em consequência do esforço ao combate à sonegação implementado anteriormente, e pela arrecadação do IPMF e do Confins. Ficavam asseguradas (em lei) para os Estados e Municípios transferências em 1994, no mínimo, iguais às de 1993.

Segundo a E.M. nº 395, o FSE, juntamente com um corte de Despesas de Custeio e Investimento (exceto despesas de pessoal) e da queda das despesas previstas de juros sobre a dívida interna (em função da desaceleração inflacionária), possibilitaria o equilíbrio das contas públicas em 1994. Como veremos adiante verificou-se, em 1994, um superávit operacional de 1.06% do PIB, embora o resultado fiscal tenha se deteriorado fortemente nos anos seguintes. O exame do acompanhamento das contas públicas após 1994 será feito ao final deste capítulo. Cabe antes examinarmos a teoria por trás dessa primeira fase do Plano Real.

## **I.2 – Bases conceituais da Fase I do Plano Real**

### **I.2.1 – Thomas Sargent e o “O Final das Quatro Hiperinflações”**

**“O estabelecimento em bases permanentes do equilíbrio fiscal e da estabilidade monetária requer mudanças profundas na forma de gestão do Estado Brasileiro” (Exposição de Motivos da Primeira Fase do Plano Real n.395 de 07 de setembro de 1993, parágrafo 5’).**

**“Seria necessária uma mudança no regime de políticas; deve haver uma mudança abrupta da política em curso pelo governo, ou estratégia para estabelecer déficits agora e no futuro que sejam suficientemente restritos a fim de merecerem ampla credibilidade” (Sargent, 1986, p.237).**

A inclusão do artigo de Sargent “O final das Hiperinflações Europeias” nas bases conceituais do Plano Real justifica-se por dois argumentos.

Em primeiro lugar porque se encontra presente, nas Exposições de Motivos da Primeira Fase do Plano Real, a idéia de que é preciso, para estabelecer uma estabilidade duradoura dos preços, uma mudança no regime fiscal e monetário brasileiro. Neste sentido, convém incluir Thomas Sargent, já que o autor é uma referência internacional nas interpretações de que o fim de processos inflacionários só ocorrem quando há uma “mudança de regime” (fiscal e monetário) de ampla credibilidade.

Em segundo lugar, a inclusão do artigo de Sargent para a discussão do Plano Real justifica-se porque esse artigo foi contestado por um dos formuladores do Plano Real: Gustavo Franco - apresentada na seção I.3.1 deste capítulo<sup>20</sup>.

É preciso ainda argumentar, em relação ao uso desse artigo no contexto do Plano Real, que Sargent longe está de atribuir caráter meramente histórico ao seu estudo. Seu texto foi publicado originalmente em 1982, quando a inflação americana vinha se acelerando. Embora o texto examine quatro economias saídas da Primeira Guerra Mundial (Áustria, Alemanha, Hungria e Polônia na década de 1920<sup>21</sup>), o autor propõe que a erradicação do mal inflacionário americano pudesse se dar de maneira análoga à das quatro economias: através de uma mudança de regime fiscal e monetário, com baixos custos em termos de emprego e PIB. A aplicação da tese ao contexto americano da década de 1980 demonstra ser a proposta de “mudança de regime” defendida por Sargent a-histórica, utilizável, em princípio, por qualquer país em qualquer tempo.

Uma vez introduzidas estas justificativas, passemos ao texto de Sargent (1986).

O autor começa o seu artigo dizendo que há um consenso entre os economistas de que a inflação possui um "impulso rebelde, auto-sustentado ... não suscetível de cura por medidas convencionais de restrição monetária e fiscal ou, em termos de desemprego disseminado e contínuo, o custo de erradicação da inflação com medidas monetárias e fiscais seria proibitivo" (p.235). É este consenso, caracterizado pelo autor como tese “inercialista”, que Sargent buscará negar ao longo de seu artigo.

De acordo com seu estudo e apesar das especificidades de cada uma das quatro experiências de hiperinflação, alguns pontos em comum entre os casos poderiam ser ressaltados: 1) a manutenção de elevados e persistentes déficits orçamentários durante o processo de aceleração inflacionária; 2) a adoção de cortes drásticos de natureza fiscal e monetária realizadas em 1924; 3) "a rapidez com que o nível de preços e a taxa de câmbio

<sup>20</sup> Gustavo Franco começou a trabalhar no governo em maio de 1993, quando o Presidente Fernando Henrique Cardoso era ainda Ministro da Fazenda. Inicialmente ocupou-se da função de Secretário Adjunto de Política Econômica. Em seguida, a partir de outubro de 1994, começou a exercer funções no Banco Central do Brasil, primeiro como Diretor de Assuntos Internacionais, e depois, a partir de agosto de 1997, como Presidente do Banco Central, cargo que ocupou até meados de janeiro de 1999. Franco foi, portanto, um membro da equipe econômica que estava presente no momento da concepção das três fases do Plano Real estudadas nesta dissertação. Acreditamos que seu pensamento foi muito influente na elaboração do programa de estabilização, como buscaremos mostrar ao longo dos capítulos.

<sup>21</sup> O autor também estuda o caso da Checoslováquia, país vizinho aos que sofreram hiperinflações, que, tendo adotado uma austera política fiscal, não sofreu uma aceleração inflacionária.

se estabilizaram"; 4) o surpreendente aumento da base monetária, sem provocar pressões altistas nos preços, após o fim da inflação (pp.240-241).

Convém lembrar que a rápida estabilização (ponto 3) ia de encontro aos argumentos da escola inercialista, a qual o autor deseja se opor.

Sinteticamente poderíamos dizer que são dois os objetivos de Sargent no artigo "O final de quatro Hiperinflações" : 1) criticar a concepção inercialista, segundo a qual a inflação possui um componente auto-sustentado, bastante insensível às medidas convencionais de restrição monetária; 2) propor uma teoria que explicasse o fim abrupto das hiperinflações da década de 1920.

Nesse mesmo artigo, o autor se concentrará na crítica **empírica** à tese inercialista (inconsistente com o rápido e pouco custoso fim das hiperinflações). As críticas teóricas encontram-se melhor desenvolvidas em outros textos do autor e serão por nós debatida quando introduzirmos as questões teóricas expectacionais presentes na literatura e na concepção do Plano Real. Por hora, concentremo-nos nos argumentos de Sargent fornecidos no referido artigo.

O autor observa que as experiências hiperinflacionárias da década de 20 (Polônia, Hungria, Áustria e Alemanha), se iniciam quando os quatro países estudados abandonam o padrão-ouro, após o término da Primeira Guerra Mundial<sup>22</sup>. Este abandono se deu numa situação em que a estrutura financeira de cada um dos quatro governos se encontrava extremamente debilitada.

A existência de elevados gastos em função das reparações de guerra, dos elevados custos de reconstrução das economias (fisicamente) destruídas e das concomitantes dificuldades de arrecadação levaram os governos a se financiarem através da impressão de dinheiro novo. Neste regime, a emissão de moeda era lastreada, não pelo recolhimento de receitas tributárias, mas sim por letras do tesouro que, por sua vez, "não podiam esperar ser pagas com a cobrança de impostos, mas somente pela emissão de novas notas ou letras do tesouro" (Sargent, 1986, p. 241). Tal desordem financeira foi vista pelo autor como a causa última das hiperinflações da década de 20.

---

<sup>22</sup> Para Sargent, o que caracteriza um governo no padrão-ouro é que, embora ninguém mantenha 100% das reservas de ouro, há um compromisso pelo governo de recolher impostos em quantidade suficiente, dadas as suas despesas, para honrar a sua dívida.

Em cada uma destas quatro economias, a estabilização irá ocorrer, de acordo com o autor, não através de um longo e doloroso processo de ajuste fiscal como suporiam os inercialistas, mas abruptamente. No momento em que o governo pára de se financiar via emissão sem lastro e assume o compromisso de não contrair dívidas maiores do que a sua capacidade de arrecadação, a inflação termina. Os compromissos fiscais assumidos, porém, não se referem apenas as necessidades financeiras do governo de curto prazo, como também à capacidade das autoridades de sustentar o valor atual dos déficits governamentais presentes e em perspectiva em níveis sustentáveis<sup>23</sup>.

Em 1924, os governos da Áustria, Alemanha, Hungria e Polônia acabariam (na visão de Sargent) com a inflação no momento em que os respectivos governos alteraram seus regimes de política fiscal e monetária. A mudança do regime fiscal foi estabelecida por cortes de gastos públicos, criação de novos impostos e, sobretudo, pela firmação do compromisso de não mais incorrer em gastos superiores à capacidade de arrecadação (presente e futura). A mudança no regime monetário, por sua vez, foi introduzida através da criação de um Banco Central Independente<sup>24</sup>. O compromisso institucional da independência havia sido importante para dar ao público a garantia de que os respectivos governos não seriam financiados pelos seus Banco Central, mas somente pela suas (respectivas) capacidades de arrecadação.

Além da introdução do BCI, em cada um dos casos foram também introduzidas moedas lastreadas em alguma outra moeda estável (geralmente o dólar ou alguma mercadoria equivalente ao ouro).

O lastreamento, segundo Sargent, teria ajudado a autoridade monetária a recuperar a credibilidade das moedas domésticas, perdida pelo longo processo inflacionário. Para dar solidez ao novo padrão monetário, após anos de emissão desenfreada, era preciso o estabelecimento de uma paridade fixa com moedas reconhecidamente estáveis e, portanto,

---

<sup>23</sup> Nesse sentido, a dívida do governo é valorizada pelos agentes de acordo com as mesmas considerações econômicas que dão valor à dívida privada.

<sup>24</sup> De maneira geral, o objetivo da Independência é apenas o de isentar o Banco Central de emitir moeda para sancionar gastos do governo (federal, estadual e municipal) – vistos como causas últimas da inflação. Voltaremos a questão do Banco Central Independente no terceiro capítulo desta dissertação.

aptas para exercer típicas funções da moeda (unidade de conta, reserva de valor e meio de troca).<sup>25</sup>

Após a introdução dessas mudanças no regime fiscal e monetário, Polônia, Hungria, Alemanha e Áustria se estabilizariam rapidamente a baixos custos em termos de recessão e desemprego. Além disto, verificou-se, nos quatro casos hiperinflacionários estudados, uma grande remonetização nas economias.<sup>26</sup> De fato, foi verificado empiricamente a expansão dos meios de pagamento sem que isto implicasse em novas pressões inflacionárias.

O grande crescimento dos agregados monetários sem contrapartida em evolução dos preços contraria, como observa Sargent, a teoria monetarista tradicional. A teoria prevê, dada a impossibilidade de um aumento do produto no curto prazo e a suposta estabilidade da velocidade de circulação da moeda, um aumento dos preços em consequência de uma maior oferta de moeda.

A coexistência de expansão monetária pós-estabilização com equilíbrio dos preços é vista pelo autor como uma prova de que o importante, em termos de inflação, não é a quantidade de moeda em circulação, mas sim a sua “qualidade” – alterada pelas mudanças de regimes implementadas nas quatro economias. Estas mudanças consistiriam na passagem de uma estrutura orçamentária, que necessitava da emissão de moeda de “decreto”, sem lastro e sem nenhuma perspectiva de ser resgatada por taxaço, para uma estrutura onde se emite apenas moeda “sadia”, lastreada pelo dólar ou por algum equivalente do ouro.

---

<sup>25</sup> Inflações moderadas não costumam afetar as funções da moeda. Quando, porém, o processo inflacionário começa agrava-se a moeda doméstica deixa de ser uma boa reserva de valor, isto é, não mais representa uma forma garantida de manter poder de compra ao longo do tempo. Processos inflacionários crônicos, por sua vez, levam ao aparecimento de novas unidades de conta na economia. Os contratos de médio e longo prazo tornam-se viáveis apenas mediante a mensuração por uma unidade de conta estável ao longo do tempo. Em hiperinflações, relatos históricos demonstram que a própria função de meio de troca é perdida e algumas economias voltaram a praticar, inclusive, o escambo. Para um excelente relato histórico sobre as funções da moeda que vão sendo perdidas gradativamente, ver Bresciani-Turroni (1968).

<sup>26</sup> Este é aliás um fenômeno ressaltado não apenas por Sargent, mas por quase todos os estudiosos do fim de processos hiperinflacionários ou de ruptura num processo de alta inflação. De fato, em diversas experiências de término de processos de inflação crônicos ou hiperinflacionários, é muito comum observar-se um rápido e vigoroso crescimento da demanda por moeda por parte do público, que se encontra em regra bastante reduzido em períodos de inflação elevada. Ver por exemplo: Franco (1995), Bresciani (1968), Merkin (1988), Bomberger & Makinen (1988), etc.

Embora o lastreamento tenha sido ressaltado por Sargent como importante para sinalizar esta nova qualidade da moeda, nas suas conclusões a ênfase é dada à mudança do regime fiscal e à adoção de um Banco Central Independente:

**“As medidas essenciais que terminaram com a inflação na Alemanha, na Áustria, na Hungria e na Polônia foram, primeiro, a criação de um Banco Central Independente que estava legalmente comprometido a recusar a demanda do governo de crédito adicional sem garantias e, segundo, uma alteração simultânea no regime de política fiscal” (Sargent, ibidem, p. 295).**

Concluída a resenha do artigo de Sargent e ressaltado o trecho acima é chegado o momento de retornarmos à Exposição de Motivos do Plano Real nº. 395, dada a sua semelhança com a discussão acima referida:

**“Após anos de deterioração da gestão de um padrão monetário, é necessária um a reorganização institucional que favoreça a disciplina fiscal e monetária. Apenas as instituições monetárias protegidas de pressões serão capazes de permitir a recuperação da confiança perdida na moeda. Mais ainda, só um Banco Central isolado de influências é capaz de assegurar o compromisso do Governo da União com a disciplina fiscal, reforçando definitivamente a credibilidade necessária para o sucesso do programa de estabilização (E. M nº. 395, parágrafo 134)**

**“Com o processo de reorganização fiscal avançado, ter-se-á a garantia de que o Governo não precisa recorrer a emissão de moeda ou quase moeda de qualquer espécie para se financiar.”(ibidem, parágrafo 129).**

Na referida E. M. é bastante clara a visão de que é preciso sinalizar para os agentes, que estaria ocorrendo, com a introdução do Plano Real, uma mudança nos regimes fiscal e monetário. As mudanças fiscais ter-se-iam iniciado, como vimos, no Plano PAI e estar-se-iam aprofundando com a aprovação do FSE.

A mudança no regime monetário no Plano Real, porém, foi introduzida não por um BCI, mas através de novas regras de emissão do real. Este ponto será discutido no capítulo III.

Apesar de um Banco Central Independente jamais ter sido implementado no Brasil, até o presente momento, a equipe econômica que administrou o Plano Real entre 1993/4-



1998 deu diversos pareceres públicos favoráveis à sua introdução. Foi inclusive incluída na Exposição de Motivos nº. 205 de 30 de junho de 1994 essa intenção<sup>27</sup>:

**“Somam-se a estas regras sobre a emissão do Real outros dispositivos sobre aspectos operacionais do sistema monetário, que permitirão reforçar a capacidade do Banco Central de controlar a expansão de moeda fiduciária**

**\*\*\* Define-se a forma pela qual o Tesouro Nacional deverá utilizar o resultado positivo do Banco Central, criando condições para que, em horizonte curto, possa se consolidar a independência financeira entre o Banco Central e o Tesouro Nacional” ( E.M. nº-205, parágrafo 41).**

**“A ampliação da representação governamental, por outro lado, tem distorcido o trabalho do CMN, tornando-o sensível a pressões advindas de outros integrantes do processo de decisão pública, nem sempre sintonizados com a função precípua da Autoridade Monetária, de defender a estabilidade da moeda.” (parágrafo 46).**

**“Por isso, define-se uma nova composição do CMN, integrado pelos Ministros da Fazenda, do Planejamento e coordenação Geral da Presidência da República, e presidente do Banco Central. Com isso assegura-se a compatibilidade das ações do Conselho com o objetivo de priorizar a gestão monetária e proteger o REAL das pressões políticas e econômicas que possam pôr em risco a estabilidade do padrão monetário do país” (parágrafo 47).**

A efetiva introdução de um BCI foi preterida pelos criadores do Plano Real em parte pela sua inviabilidade política, mas também pelo perfil de endividamento público brasileiro (de curto prazo) e do problema da rolagem das dívidas estaduais, de difícil solução no curto prazo<sup>28</sup>. A reestruturação das contas públicas a ser realizada pelo Plano Real, no entanto, deveria trazer, no futuro, as condições para o estabelecimento de um Banco Central Independente no Brasil, como demonstram as intenções colocadas na E.M. 205. Sem condições políticas e econômicas para introduzi-lo no curto prazo, os formuladores do Plano Real optaram por introduzir metas monetária, condições de

<sup>27</sup> Essa intenção foi reafirmada anos depois da introdução do Real no discurso de substituição do cargo de Presidência do Banco Central de Gustavo Franco por Armínio Fraga. O discurso de entrega de cargo foi intitulado: “Seis anos de trabalho: um balanço” (Franco 1999). A intenção de criar no Brasil um Banco Central Independente foi também mencionada diversas vezes, em pronunciamentos, pelo Ministro Pedro Malan.

<sup>28</sup> O arranjo institucional do BCI exige uma reestruturação da dívida do setor público. Como o BCI, em princípio, não emite moeda ou títulos para sancionar gastos do governo (federal, estadual ou municipal), se qualquer instância de governo gastar além de seus próprios meios, deverá arrecadar os recursos necessários para o seu financiamento através da emissão de títulos dos respectivos Tesouros. O Banco Central deixará a taxa de juros se elevar até o nível exigido pelo mercado para financiar o déficit. Ou seja, cada instância de governo é obrigada a manter-se numa trajetória de endividamento percebida pelo público como sustentável. Se isto não ocorrer os agentes exigirão juros elevadíssimos ou simplesmente se recusarão a rolar a dívida pública tornando, em qualquer uma das hipóteses, o governo insolvente. Os juros poderão ser elevados a níveis insuportáveis ameaçando a viabilidade, inclusive política, do novo regime.

lastreamento para o real e mudanças na composição do CMN, na terceira fase do Plano – a serem examinadas no terceiro capítulo desta dissertação.

Em suma, o que há em comum entre o texto de Sargent e a concepção do Plano Real é a necessidade de “mudanças profundas na forma de gestão” da política monetária e fiscal brasileiras. Em Sargent, esta mudança de regimes, dada a existência de expectativas racionais, é **suficiente** para promover a estabilidade. Mas esta não é a concepção presente no Plano Real. Esta idéia, como vimos, é fundamental na Primeira Fase, porém a estabilização, de acordo com seus formuladores, requeria também desindexar a economia brasileira.

Faz-se necessária aqui a prometida discussão sobre expectativas, base teórica para as críticas de Sargent aos “inercialistas”, e, como veremos, também refletida na E.M. do Plano Real.

## **I.2.2 – Expectativas Adaptativas, Racionais e Bayesianas**

**“A restauração da racionalidade e do equilíbrio fiscal levará à redução das expectativas de inflação futura decorrentes da percepção, por parte dos agentes econômicos, da desorganização das finanças públicas.**

**Sabemos, contudo, que em algum momento ao longo desse processo devem ser tomadas medidas para reduzir a influência da inflação passada sobre a inflação corrente...” (E.M. nº. 395, parágrafos 113 e 114)**

Este pequeno trecho retirado da Exposição de Motivos da Primeira Fase do Plano Real envolve longo debate acadêmico em relação às expectativas. Discutiremos aqui três escolas de pensamento que ressaltam a importância das expectativas nas tomadas de decisões dos agentes econômicos: expectativas adaptativas, racionais e bayesianas. Após apresentarmos breves explanações do que consiste cada escola buscaremos explicitar a citação acima ressaltada.

### **I.2.2.1 – Expectativas adaptativas<sup>29</sup>**

---

<sup>29</sup> A referência maior dessa próxima seção (I.2.2.1) encontra-se em Domingues (1997), trabalho premiado, onde se apresenta um bom resumo das operações matemáticas envolvidas e da intuição econômica dos trabalhos de Cagan. Foge ao escopo deste trabalho reproduzir o desenvolvimento matemático do autor, já

A concepção de que inflações elevadas possuem um componente de realimentação pela inflação passada (expectativas adaptativas ou “concepção inercialista” segundo Sargent) descende do trabalho seminal de Cagan (1956).

Nos seus estudos sobre a hiperinflação da Alemanha (1923-4), Hungria (1923-24 e 1945-46), Rússia (1921-24), Polônia (1923-24), Áustria (1921-22) e Grécia (1943-44), Cagan havia observado que, malgrado as peculiaridades de cada caso, essas economias tinham em comum apresentarem uma elevada flutuação da demanda real por moeda, apresentando uma tendência de queda à medida que o fenômeno inflacionário se agravava.

Dentre as possíveis causas para a flutuação da demanda por moeda (variações da riqueza real, da renda real ou ainda variações do retorno esperado dos ativos demandados em relação ao seu custo de retenção), aquela que apresentava maior flutuação era a expectativa de retorno líquido (retorno esperado menos o custo de retenção) das diversas formas de reter riqueza. Em particular, o custo de retorno da moeda, devido à variação nas taxas de inflação, parecia ser o principal fator explicador (Domingues, 1997, p.16).

Evidentemente, o custo de reter ativos monetários domésticos sobe cada vez que a inflação se acelera, dada a deterioração do poder de compra da moeda. Seria de se esperar, portanto, que, cada vez que a inflação se acelerasse, a demanda por moeda diminuísse e vice-versa. Curiosamente, entretanto, o estudo empírico demonstrava que, ao contrário do suposto: quando a inflação era baixa ou negativa, a demanda por moeda continuava baixa ou até mais baixa do que nos períodos de elevada inflação. Tal comportamento sugeria a Cagan que a demanda por moeda dependia não da inflação corrente, mas sim da inflação passada.

O autor constrói então um modelo onde parte da hipótese de que o agente, ao formular a sua expectativa de preços para o período seguinte, olha a diferença entre a inflação corrente e sua expectativa de inflação, formada no período anterior<sup>30</sup>.

---

exaustivamente relatado na literatura. Recomenda-se aos interessados, além obviamente do próprio artigo de Cagan (1956), uma interessante análise dos mecanismos de expectativas adaptativas feito por Holden, Peel, e Thompson (1985), onde algumas equações aparecem sobre forma mais geral do que convencionalmente. Para uma melhor compreensão modelística de expectativas adaptativas (das equações de diferenças e diferenciais bem como os operadores envolvidas nestes modelos) recomenda-se Simonsen (1983).

<sup>30</sup> Este modelo pode ser também conhecido como *error-learnig model* na seguinte forma:  $E_t(\Pi_{t+1}) - E_{t-1}(\Pi_t) = \Delta E_t(\Pi_{t+1}) = (1 - \lambda) (\Pi_t - E_{t-1}(\Pi_t))$ , onde  $\Pi_i$  é a taxa de inflação observada no período,  $E_i(\Pi_{t+1})$  é a

A diferença entre a taxa efetiva e a esperada constitui o erro do agente que deverá ser multiplicado por um parâmetro  $\beta$  entre zero e um ( $0 \leq \beta < 1$ ). Esta multiplicação pelo parâmetro significa que apenas parte do erro é incorporado. Assim, quanto maior for este parâmetro (mais próximo de um) maior será o ajuste realizado pelo agente em relação ao erro. Em outras palavras, quanto maior o parâmetro, maior a velocidade de ajustamento da taxa esperada à taxa de fato observada e vice-versa<sup>31</sup>.

O autor define a sua equação na forma de uma equação diferencial linear de primeira ordem. Resolvendo-a chega-se a uma expressão em que o comportamento da taxa esperada de inflação para o período seguinte ( $t + 1$ ) é igual ao somatório de todos os movimentos anteriores da inflação, cada um ponderado por um parâmetro que varia conforme o tempo. Mais precisamente, este parâmetro diminui exponencialmente conforme aumente a distância no tempo da observação<sup>32</sup>. Isto é: quanto mais antiga a observação, menos ela influencia na expectativa futura dos preços.

Diante de uma equação que mostra a formação da expectativa dos preços futuros (dependente do comportamento passado da inflação) e de uma equação que descreva a relação entre demanda por moeda e a expectativa dos preços futuros (uma relação linearizada pelo uso de operações logarítmicas), Cagan constrói um modelo econométrico para verificar a aderência da teoria aos dados.

A sua conclusão é que existem resultados bastante significativos que mostram que, em períodos de hiperinflação, a inflação é que determina a oferta real de moeda (o raciocínio segue a seguinte linha: a inflação passada determina a expectativa de inflação

---

expectativa de inflação no instante  $i$  para o período  $i+1$  e  $\lambda$  é uma constante positiva (Domingues, 1997, p.12). Ou seja, a diferença entre o que se espera hoje da inflação do período que vem e o que se esperava no mês passado da inflação de hoje é uma proporção fixa da diferença entre a verdadeira inflação de hoje com o que se esperava que ela fosse no período passado. No caso de Cagan, temos a utilização do operador derivada (ao invés do diferença) na seguinte forma:  $(d\Pi^e_{t+1}/dt)_t = \beta (\Pi_t - \Pi^e_t)$ , onde  $(\Pi^e_t)$  é o valor esperado no período  $t-1$  da taxa de inflação do período  $t$ ,  $\beta$  é uma constante não negativa menor do que um e  $\pi_t = (d\ln P/dt)_t$ ,  $P$  sendo o nível geral dos preços na economia (ibidem, p.18).

<sup>31</sup> Turnovsky (1972), citado em Holden, Peel & Thompson (1985) desenvolve um modelo mais geral em que a hipótese de expectativas adaptativas torna-se compatível com um parâmetro que possa assumir quaisquer valores. A expectativa de inflação futura ( $E_t P_{t+1}$ ) depende então do valor da inflação corrente ( $P_t$ ) mais o ajuste do erro ( $P_t - P_{t-1}$ ) ponderado pelo parâmetro  $\beta$ :  $E_t P_{t+1} = P_t + \beta (P_t - P_{t-1})$ . Se  $\beta$  assume valores maiores do que um, significa que as variações da inflação passada estarão sendo extrapoladas e espera-se que continuem com este comportamento. Se  $\beta$  assume valores negativos, significa que os agentes esperam que o comportamento passado da inflação seja revertido.

futura, que determina, junto com alguns parâmetros, a demanda real por moeda que, por sua vez, é igual à oferta real de moeda). Todavia parece existir também um efeito no sentido contrário, ou seja: "que variações na oferta de moeda em períodos de hiperinflação são responsáveis por variações de preços com alguma defasagem" (Domingues, 1997, p.21).

A consequência em termos de política econômica (decorrente da hipótese de expectativas adaptativas) é que o esforço de fazer política monetária restritiva é esvaziado pelo fato de as expectativas dos preços dependerem da inflação passada e não da política monetária vigente. Assim, para combater uma inflação atual seria necessário um longo período de políticas contracionistas até que estas comessem a surtir efeito - o que evidentemente implicaria elevados custos sociais. Com expectativas adaptativas, políticas fiscais e monetárias restritivas teriam, no curto prazo, efeitos apenas no nível de emprego e da renda (recessão) e poucos efeitos sobre a inflação.

Analogamente, acelerações da taxa de expansão monetária custariam a influenciar significativamente a expectativa de preços e, portanto, a inflação. Os efeitos de curto prazo seriam uma expansão do nível de produto e emprego. No longo prazo, porém, o efeito se daria sobre o nível dos preços. Ou, de acordo com Milton Friedman (1968), uma expansão da oferta de moeda teria como primeiro impacto a redução da taxa de juros o que estimularia gastos e investimentos. A renda (e com ela o nível de emprego) então cresceria, num processo multiplicador, fazendo crescer também a demanda por liquidez e a demanda por empréstimos. Este aquecimento da economia, por sua vez, elevaria os preços, reduzindo a oferta real de moeda e terminando por aumentar também os juros. O aumento destes anularia o anterior efeito expansivo no emprego e no produto, deixando como herança apenas o aumento no nível geral dos preços. Este processo, no entanto, se daria de forma lenta, demorando, segundo as estimativas de Friedman, cerca de dois anos até completar-se.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Matematicamente:  $\Pi^e_{t+1} = \Sigma (1 - e^{-\beta}) e^{-\beta i} \Pi_{t-i}$ . Para as transformações matemáticas ver Domingues

### I.2.2.2 – Expectativas racionais

Thomas Sargent é um dos grandes economistas adeptos da escola de expectativas racionais. Aproveitaremos este item para comentar as críticas teóricas de Sargent aos inercialistas, referidas anteriormente.

Basicamente, a crítica de Sargent (e da escola de expectativas racionais) às expectativas adaptativas refere-se ao fato de que nem sempre é racional (aqui entendido como um comportamento individualista maximizador de utilidade) projetar o comportamento passado de certas variáveis para o futuro - principalmente, quando há mudanças nas regras da economia, como no caso analisado das economias europeias na década de 1920.

Havendo descontinuidades nos regimes econômicos, não há razão para se esperar que os agentes continuem tomando decisões de acordo com as antigas regras não mais imperantes. Se assim agissem, os agentes estariam ou desperdiçando informações ou sendo sistematicamente incapazes de perceber as mudanças ocorridas - ambos os comportamentos violariam o pressuposto da racionalidade econômica.

Neste sentido, a crítica se estende não apenas àqueles que utilizam mecanismos adaptativos em seus modelos, mas também a todo e qualquer modelo econométrico que, diante de mudanças estruturais da economia, pressuponha inalterados no tempo os parâmetros utilizados para as equações representativas das "regras de decisão" dos agentes (sejam estas funções referentes ao comportamento dos consumidores, das firmas ou do governo).

Enquanto não há mudanças no meio é natural supor que os agentes não alterem seus parâmetros e que os modelos consigam prever, aproximadamente, o comportamento das variáveis. Se, porém, ocorrem mudanças nos parâmetros da economia, seja por variações na política econômica seja por choques externos (duradouros) que ocorram, não há porque supor que os agentes continuarão a comportar-se de acordo com os antigos parâmetros - não mais condizentes com a realidade. O agente pode até não perceber imediatamente a mudança ocorrida devido a um problema **informacional** da economia, mas não pode

---

(1997).

<sup>33</sup> Friedman (1967).

sistematicamente enganar-se. Num certo ponto os agentes recebem a informação complementar, percebem o seu engano e corrigem as suas atitudes. Não corrigi-las e seguir comportando-se de acordo com as antigas regras da economia, seria, portanto, ferir o pressuposto da maximização de utilidade do agente.

Se as pessoas possuem expectativas de elevação das taxas futuras de inflação tal não ocorre por causa do comportamento expansivo do governo no passado, mas sim porque: "... as políticas monetária e fiscal do governo, atual e em perspectivas, convalidam essas expectativas" (Sargent, 1986, p.237).

Caso o público perceba que houve uma mudança na regra de conduta dos governantes, no regime de políticas, e que foram criadas as condições para estabelecer déficits atuais e futuros suficientemente restritos, cessarão as expectativas futuras de aceleração inflacionária e estarão criadas as precondições para a estabilização. Não se consegue prever corretamente o quão rapidamente e a que custos em termos de produção e emprego tal mudança de regime incorreria, calculando-os em termos dos **antigos** parâmetros da economia – já abandonados pelos agentes.

Respostas lentas a mudanças do comportamento do governo, resultado típico da utilização de expectativas adaptativas, podem ocorrer se o público perceber que elas (mudanças recentes) referem-se apenas a ações isoladas e não a uma efetiva mudança no regime fiscal e monetário da economia<sup>34</sup>. Se a regra de longo prazo não for alterada (permanecer expansionista), os agentes tenderão a esvaziar os esforços correntes do governo, esperando inflação mais alta do que a conseqüente pela atual conduta do governo. O resultado então será um movimento da inflação que "apenas *parece* ter uma inércia própria" ( grifo do autor, p. 237), mas que, na realidade, reflete a percepção apurada dos agentes de que o governo persiste com uma política de longo prazo incompatível com a estabilidade duradoura dos preços.

---

<sup>34</sup> Neste ponto o raciocínio de Sargent é circular uma vez que a diferença entre ações isoladas e uma mudança de regime (ou mudança de estratégia) é que: " sempre que há uma variação na estratégia ou no regime do governo, espera-se que os agentes econômicos modifiquem suas estratégias ou regras para decidir quanto às taxas de consumo, taxas de investimento, aplicações, e assim por diante" (p. 244). Ora, isto significa que os agentes conseguem discernir ações isoladas de mudanças de regime e a **prova** disto é que eles mudam suas estratégias quando identificam que se trata de uma mudança de regime, e não de uma ação isolada. Por este raciocínio, os critérios que levam os agentes a ter a percepção de que se trata de uma efetiva mudança de regime não são explicados - são apenas identificáveis pelo próprio comportamento dos agentes.

déficits agora e no futuro suficientemente restritos a fim de merecerem ampla credibilidade por parte do público. A credibilidade, portanto, só virá se o governo empreender uma efetiva mudança de regime. Modificações insuficientes serão reconhecidas como tal porque os agentes, de acordo com o autor, não possuem expectativas adaptativas, mas sim racionais.

Para os adeptos de expectativas racionais, os agentes econômicos, na hora de formar suas expectativas de preços futuros, não desperdiçam informação. Olham não apenas a inflação passada, mas toda a informação disponível até o momento – hipótese fraca de expectativas racionais<sup>35</sup>.

Na hipótese forte de expectativas racionais, predominante nos modelos novos clássicos, a suposição é de que os tomadores de decisão (além de utilizarem todas as informações disponíveis) compreendem as leis de movimento da economia; o ambiente dinâmico em que vivem; e também percebem, entendem e mudam seu comportamento de acordo com mudanças de regime que se façam na economia.

Os indivíduos, em suma, formam as suas hipóteses de maneira consistente com o modelo da economia (é suposto, portanto, existir um modelo), buscando sempre maximizar suas funções objetivo, dadas as restrições existentes (hipótese de racionalidade). Além disto, pressupõe-se (também na versão forte) que as percepções dos agentes sejam mutuamente consistentes (*consistency of perceptions postulate*). Esta última hipótese é tida como extremamente restritiva por muitos autores (no sentido em que exige muito do agente): *“In an economic system, the decisions of one person form parts of the constraints upon others, so that consistency, at least implicitly, requires people to be forming beliefs about others’ decisions, about their decision processes, and even about their beliefs”* (Sargent, 1994, p.6).<sup>36</sup>

<sup>35</sup> A chamada hipótese fraca de expectativas racionais é aquela em que um indivíduo “forma suas expectativas usando as informações de que dispõe da ‘melhor’ maneira possível onde ‘melhor’ é definido com respeito à sua maneira particular de entender a economia” Arida e Resende (1978): *“A Note on Rational Expectations”*, mimeo. Citado em Amadeo (1982, p.106).

<sup>36</sup> Estes dois pressupostos aproximam o conceito de expectativas racionais do conceito de equilíbrio de Nash em que se exige que os agentes sejam racionais e possuam *common knowledge instrumental rationality* (CKR). Para uma discussão crítica do conceito ver Heap & Varoukakis (1995), para discussão da proximidade entre o conceito de expectativas racionais e equilíbrio de Nash ver as diversas referências em Werlang (1998).



Embora restritiva, a hipótese é fundamental para que o valor da variável endógena (no caso a inflação) dependa apenas das expectativas do público (mutuamente consistentes) em relação ao comportamento das variáveis exógenas de hoje até o infinito (para o caso da expectativa futura de inflação as variáveis exógenas relevantes seriam a oferta de moeda e os erros aleatórios, estes últimos ruídos brancos por suposição)<sup>37</sup>.

Econometricamente imputa-se aos agentes da economia um conhecimento maior do que aqueles possuídos pelo próprio econometrista. Enquanto o agente do modelo é suposto conhecer as distribuições de probabilidade de equilíbrio (na hora de avaliar suas equações de Euler), o econometrista precisa estimá-las e enfrenta problemas de inferência, que se supõe que os agentes, de alguma forma não explicada, já resolveram<sup>38</sup>. Assim, por exemplo, enquanto os agentes não têm nenhum problema em discernir entre ações isoladas e mudança de regime (ver nota 12), é complicado para os analistas econômicos “interpretar se episódios históricos particulares refletem ações isoladas dentro das mesmas velhas regras do jogo, ou se eles refletem um novo conjunto de regras ou estratégias do governo” (Sargent, 1986, p.245).<sup>39</sup> Este, no entanto, é um problema a ser enfrentado pelo econometrista. Para o agente não há este tipo de questão uma vez que, por suposto, ele é perfeitamente capaz de discernir entre ações isoladas e mudanças de regime.

Esta idéia de maior conhecimento das leis de movimento da economia pelos agentes do que pelos econometristas descende do artigo de Muth, o qual observara que os empresários costumavam acertar, mais do que os modelos econométricos, os valores

<sup>37</sup> Expectativas racionais fazem com que a oferta de moeda seja sempre igual à demanda por moeda (*market clearing continuous*). Além disso, supõem: a) que a renda cresce a uma taxa constante (*steady-state*); b) que as equações de comportamento das variáveis relevantes da economia devem sempre ser completadas por uma variável aleatória ruído branco. Os ruídos brancos possuem três características. Em primeiro lugar, possuem média (esperança matemática) igual a zero. Ou seja, as estimativas dos agentes não são viesadas. Em segundo lugar, não possuem correlação serial entre os erros. Existir correlação entre eles sugeriria que alguma variável estaria sendo omitida do modelo de forma que estaria sendo capturada no erro. Como se supõe que os agentes conhecem todas as informações, de hoje ao infinito, e não aproveitá-las não seria racional de acordo com os princípios de expectativas racionais, não é possível haver correlação serial entre os erros. Por último, os ruídos brancos se caracterizam por possuir variância constante ao longo do tempo (a não correlação serial permite a utilização de estimadores de mínimos quadrados que possuem as propriedades de eficiência, isto é, possuem variância mínima e constante).

<sup>38</sup> Para uma análise crítica de expectativas racionais ver Persaram (1987).

<sup>39</sup> E isso altera as previsões econométricas uma vez que: "quando ocorre uma importante mudança no regime, a macroeconomia dinâmica faria a previsão de que o inteiro padrão de correlações entre as variáveis se modificará de modo quantitativamente importante" (Sargent, 1982, p.245).

futuros das variáveis econômicas<sup>40</sup>. Tudo se passa *como se* os agentes conhecessem as verdadeiras distribuições de probabilidade da economia na hora de formarem suas expectativas futuras de preços. Na prática, faz-se com que a distribuição subjetiva de probabilidade dos agentes coincida com a distribuição objetiva de probabilidade da economia.

Em termos teóricos temos que a) os agentes esperam inflação futura enquanto as regras, atuais e em perspectiva, de política monetária e fiscal levam a existência de déficits permanentes, não financiáveis pela estrutura de arrecadação da economia; b) os agentes percebem imediatamente uma mudança das regras de conduta do governo e corrigem suas expectativas de maneira que estão criadas as precondições para uma estabilização dos preços. A consequência destes dois fatores é que, assumindo expectativas racionais : "A erradicação do processo inflacionário pode ser obtida de forma indolor por uma combinação de credibilidade e boa (isto é, austera) gestão da política econômico-financeira do Governo" (Lopes, 1986, p.124).

### **I.2.2.3 -- Inferência Bayesiana e a possibilidade de revisão gradual das Expectativas**

Neste item utilizaremos um artigo de Gustavo Franco publicado pela primeira vez na Revista de Economia Política e reeditado na coletânea de artigos "O Plano Real e outros ensaios" de 1995 intitulado: "Alternativas de estabilização: gradualismo, dolarização e populismo". Nesse artigo, Franco (1995) analisa a hipótese de que a transição de um regime inflacionário para uma economia de baixa inflação (nos termos de Sargent uma mudança de regime) pudesse se dar de forma gradual.

No item anterior vimos que o texto de Thomas Sargent (1986) defende a possibilidade, dada a presença de expectativas racionais, de uma transição abrupta de um regime de hiperinflação para um de baixa inflação. Como todos sabem, Gustavo Franco fez uma crítica ao artigo de Sargent "Os finais de Quatro Hiperinflações" escrevendo "Reformas fiscais e os fins de quatro hiperinflações" (Franco, 1995, a ser discutido na próxima seção). As críticas a Sargent presentes nesse artigo de Franco são feitas

<sup>40</sup> "... major conclusions from studies of expectations data are the following. Averages of expectations in an industry are more accurate than naive models and as accurate as elaborate equations systems, although there are considerable cross-sectional differences of opinion." Muth (1961, p.4).

explicitamente, sendo o texto de Sargent mencionado diversas vezes. No texto utilizado nesta seção (Franco, 1995) o nome de Sargent também é citado quando se utiliza o termo “mudança de regime”. Além disso, o artigo utiliza um *approach* bayesiano e não de expectativas racionais (as diferenças entre as abordagens serão discutidas a seguir) levando-nos a supor que o artigo “Alternativas de estabilização ....” possa ser também interpretado como uma crítica indireta a Sargent.

O modelo descrito por Franco (1995) é utilizado para explicar a concepção do programa “neogradualista” implementado pelo Ministro Marcílio Marques Moreira, em 1992. Nele discutem-se os pressupostos do funcionamento desta estratégia e os motivos para seu fracasso. Vejamos seus argumentos para depois fazermos a discussão de expectativas no Plano Real.

De acordo com Franco (1995), a defesa do programa de Marcílio estaria fundamentada na crença de que: “... seria possível atacar os fundamentos de forma gradual, ou seja, efetuar ‘aos bocadinhos’ a *mudança de regime* de políticas e instituições que regulam a execução orçamentária e o processo de criação de moeda” (Franco, p.29. Grifo do autor).<sup>41</sup>

No neogradualismo, a dinâmica de formação dos preços é “predominantemente *forward looking*”, o que não é exatamente o mesmo que dizer que as expectativas são racionais.

Segundo Franco, um modelo de duas equações poderia exemplificar a estratégia neogradualista. A dinâmica dos preços na economia estaria sendo principalmente determinada por um componente *forward looking*, “de tal sorte que a memória inflacionária, ou o componente autoregressivo da inflação teria uma influência pequena sobre a inflação corrente.”<sup>42</sup>:

$$\pi(t) = \alpha\pi(t-1) + (1 - \alpha) \pi^*(\theta^*)$$

$$VF(t) = VF(t-1) (\theta + v) \quad \text{para } v (0, \varphi)$$

<sup>41</sup> Como foi ressaltado, essa *mudança de regime* se referiria, de acordo como o próprio autor, à terminologia de Thomas Sargent no artigo “Os finais de quatro hiperinflações”. (Franco, 1995, nota de rodapé nº 81)

<sup>42</sup> Em Franco (1993) esse modelo aparece de forma um pouco diferente não apenas em notação. No modelo original, a segunda equação refere-se aos valores da variável “fiscal-monetária” ao passo que no modelo de 1995 aparece apenas como variável fiscal.

Neste modelo,  $\pi(t)$  é a inflação corrente determinada por uma média ponderada entre a inflação passada,  $\pi(t-1)$ , e a inflação esperada,  $\pi^*$  (ponderados pelos parâmetros  $\alpha$  e  $1-\alpha$ , respectivamente). A inflação esperada, por sua vez, é função de  $\theta^*$ , vetor que mede a percepção dos agentes sobre os fundamentos fiscais. A natureza da política fiscal é percebida pelo público através da segunda equação que reflete as realizações da variável fiscal, no modelo:  $VF(t)$ . Esta última, por sua vez, depende em grande medida do comportamento fiscal passado do governo,  $VF(t-1)$ , de iniciativas do governo,  $\theta$ , e de fatores estocásticos,  $v$ , com média zero e variância constante,  $\phi$ .<sup>43</sup>

**“A partir dos valores realizados de  $\theta+v$ , o público infere (bayesianamente) sobre o processo que os gerou e forma suas expectativas de inflação. Na verdade, existem mercados que cumprem exatamente esta função, ou seja, transacionam expectativas de forma informacionalmente eficiente. Esses mercados – tipicamente mercados futuros, de ativos financeiros e de câmbio – exercem um papel coordenador importantíssimo, pois são considerados termômetros fiéis da realidade econômica, ou pelo menos do modo como os agentes econômicos a percebem.” (Franco, 1995, p. 81)<sup>44</sup>**

Para melhor compreender a citação acima e esclarecer a diferença entre formação de expectativas *forward looking* e expectativas racionais, cumpre explicar basicamente em que consiste “inferir bayesianamente”.

O método bayesiano é uma técnica de inferência do valor de uma variável em que o agente não precisa ter conhecimento, a priori, da distribuição objetiva de probabilidade dessa variável. Estamos, portanto, num dos ramos da chamada “escolha sob incerteza”, em que **existe** um modelo probabilístico definido [do qual depende o resultado esperado

<sup>42</sup> Em Franco (1993) esse modelo aparece de forma um pouco diferente não apenas em notação. No modelo original, a segunda equação refere-se aos valores da variável “fiscal-monetária” ao passo que no modelo de 1995 aparece apenas como variável fiscal.

<sup>43</sup> Franco não deixa claro qual a relação entre  $VF$  e  $\theta^*$ , dizendo apenas: “O público apreende a natureza da política fiscal através das realizações da variável fiscal  $VF(t)$  que é grandemente determinada pelo seu passado, mas é afetada por iniciativas do governo  $\theta$  e por fatores estocásticos designados por  $v$ .” (p.81)

<sup>44</sup> No texto original esta passagem encontra-se um pouco diferente, a variável estocástica não é mencionada e o autor explica a passagem das percepções individuais para as coletivas. Assim, “A partir dos valores realizados de  $q$ , o público infere (bayesianamente) sobre o processo que os gerou e forma suas expectativas de inflação. A passagem de expectativas individuais idiossincráticas para médias, definidas pela coletividade, se processa no âmbito de mercados ... – tipicamente mercados futuros de ativos financeiros e de câmbio – que exerceriam um papel coordenador importantíssimo, pois são considerados termômetros fiéis da realidade econômica, ou pelo menos do modo como os agentes econômicos a percebem” Franco, 1993, Grifo nosso.

(esperança matemática) da variável a ser inferida], mas este é inicialmente desconhecido pelo agente<sup>45</sup>.

Sinteticamente, a idéia é que, partindo de uma função de probabilidades subjetiva, o agente se aproxima das reais probabilidades (probabilidade objetiva) através do condicionamento via regra de Bayes<sup>46</sup>. Esta é suficiente para garantir que o agente manterá coerência dinâmica ao longo do seu processo de aprendizado, isto é, enquanto caminha da probabilidade subjetiva para a objetiva. Para que isto ocorra, basta que o agente não desperdice novas evidências (esteja sempre *updating* – atualizando as suas crenças), sejam estas novas informações objetivas, subjetivas ou venham de experimentos anteriores. No caso do modelo de Gustavo Franco, esse atualização se daria através do mercado futuro de ativos financeiros e de câmbio.

Há, todavia, duas condições para que a regra bayesiana mantenha coerência dinâmica. Em primeiro lugar que o agente nunca questione as probabilidades subjetivas iniciais (*priors*) e, em segundo, que o conjunto de opções disponíveis no início do processo também não se modifique.<sup>47</sup> Além disto, o tomador da decisão bayesiano tem também de possuir os axiomas de Von Neumann & Morgenstern, isto é, possuir preferências completas, transitivas, monotônicas e contínuas<sup>48</sup>.

<sup>45</sup> O método não ajuda em nada para situações não descritíveis por função de probabilidade bem definidas, ou seja, em situações de incerteza (no sentido Knight-Keynes). Do ponto de vista da ortodoxia e da teoria dos jogos, no entanto, tem propiciado avanços. Para uma discussão do assunto ver Vercelli (1996).

<sup>46</sup> A regra de Bayes foi descoberta pelo Reverendo Bayes entre 1763-5 e resulta da própria definição de probabilidade condicional. De acordo com a regra de Bayes:  $P(A_i | B) = P(B | A_i) P(A_i) / [\sum P(B | A_j) P(A_j)]$ . Para os “freqüentistas”, esta regra só era interessante quando se conhece a  $P(A_i)$  e a probabilidade condicional de B dado A e não conhecia a probabilidade de B. Com a entrada das probabilidades subjetivas a partir dos estudos de Ramsey em 1926 e de Savage em 1954, a regra de Bayes passa a ganhar inúmeros adeptos. O método é superior em termos analíticos, com menores exigências iniciais, e vem se mostrando superior também em seus resultados. Muitos afirmam que as técnicas de estimação bayesiana predizem melhor do que os métodos tradicionais, e seus estimadores têm melhor performance do que os estimadores clássicos.

<sup>47</sup> “The application of the Bayes’ rule to new information allows, indeed often implies a correction of the structural parameters of the model. But this process of structural learning is confined to improve the adaptation to a given, closed and unchangeable world. This sort of structural learning is in a sense already implicit, since the very beginning, in the assumptions of the theory since the priors and the description of the option set are given, and the optimal strategy ‘reveals’ itself conditional to the flow of information according to Bayes’ rule. But no genuine novelty or structural change is allowed to appear....” Vercelli, A., mimeo.

<sup>48</sup> Assim, ele será um agente racional descritível por uma função de utilidade que dá uma caracterização quantitativa de suas preferências entre resultados ou prêmios e uma distribuição subjetiva de probabilidades. Esta última deve caracterizar suas crenças sobre todos os fatores relevantes. Quando uma nova informação se tornar disponível para este tomador de decisão, suas probabilidades subjetivas devem ser revistas de acordo com a regra de Bayes.

Apesar destas duas exigências acima parecerem fortes, o modelo de inferência bayesiana exige bem menos, em termos de racionalidade econômica, do que os modelos de expectativas racionais. Para os bayesianos as funções de probabilidade subjetivas **não precisam** corresponder às funções objetivas de probabilidade. Neste sentido, expectativas racionais tornam-se um caso particular de bayesianos em que a probabilidade subjetiva coincide, desde o princípio, com as probabilidades objetivas da variável a ser inferida. O método *forward looking*, portanto, é menos exigente do que o de expectativas racionais e também não incorre nos problemas de “irracionalidade” atribuídos às expectativas adaptativas, já que o agente aprende, e (por isso) a expectativa subjetiva acaba convergindo para a objetiva.

De acordo com o modelo (*forward looking*) na versão fornecida por Franco, o governo mudando  $\theta$  altera a variável fiscal VF. Como a percepção dos agentes  $\theta^*$  depende de VF, seria possível, *gradualmente*, mudar a percepção dos agentes acerca dos fundamentos fiscais da economia. A redução de  $\theta^*$  diminuiria as expectativas de inflação e, conseqüentemente, a inflação efetiva. A velocidade deste processo seria tão mais rápida quanto menor  $\alpha$ , ou seja, quanto maior a influência da expectativa de inflação futura na inflação corrente.

De acordo com o autor, tudo se passa como na atuação de um “círculo virtuoso”, em que os cortes fiscais baixam a inflação e (desde que não haja choques de nenhuma espécie) isto gera mais credibilidade e novos espaços políticos para melhorar os “fundamentos” (leiam-se maiores cortes fiscais), o que, por sua vez, dá mais credibilidade e gera “novas pequenas vitórias contra a inflação e assim sucessivamente” (p. 29).

Franco não faz nenhuma crítica interna ao modelo neogradualista apresentado. Argumenta apenas que, embora fosse logicamente defensável como estratégia de estabilização, o neogradualismo não funcionou – o que, diga-se, é plenamente possível num esquema bayesiano onde ocorram mudanças nos parâmetros iniciais, como no Brasil em 1992.

O autor ressalta inclusive que o neogradualismo, durante alguns meses, possibilitou a queda da taxa de inflação; “fazendo crer que o modelo do círculo virtuoso estava funcionando” (p. 30). Porém a sucessão de escândalos políticos que culminou no processo de impeachment do Presidente Collor teria rompido “um dos elos mais importantes do

modelo do círculo virtuoso: a idéia de que o acúmulo de credibilidade por parte do governo levaria a uma ataque sensível aos fundamentos da estabilização” (ibidem). Nessas condições a política gradualista tinha perdido a eficácia. Ou seja, as razões para o fracasso seriam exógenas.

A apresentação do modelo bayesiano de forma acrítica e sua inclusão na sua coletânea de artigos (Plano Real e Outros Ensaio”) nos leva a crer que, atualizado na discussão da década de 90, quando muitos aderiram a métodos bayesianos, Franco, no mínimo, não via com maus olhos esta (relativamente) nova escola.

Uma vez apresentadas essas três escolas de pensamento (adaptativas, racionais e bayesianos) voltemo-nos de novo para a Exposição de Motivos nº.395 destacada no início do item.

Nela consta a crença de que “a restauração da racionalidade e do equilíbrio fiscal levará à redução das expectativas de inflação futura”. Este trecho nos leva a crer que, estava presente na concepção do Plano Real a idéia de que a formação de expectativas dos agentes possui um componente *forward looking* que depende do comportamento fiscal do governo. A expressão “Expectativas de inflação futura”, porém, não significa necessariamente, como vimos, que se esteja imputando aos agentes expectativas racionais, mas apenas que os agentes não formam suas expectativas **apenas** olhando para o comportamento passado das variáveis. É perfeitamente possível argumentar que os agentes formam expectativas futuras partindo de uma percepção qualquer do mundo (probabilidade subjetiva) e que corrijam suas expectativas à medida que percebam estarem errados, como, por exemplo, no *approach* bayesiano. Neste caso, o aprendizado, não é feito de forma abrupta, mas, sim, de forma gradual.

É interessante notar que, na primeira versão do texto de Franco (1993) aqui analisado, o componente *forward looking* depende do comportamento fiscal e monetário do governo. Cabe aqui lembrar que a tese de Sargent refere-se a mudanças abruptas no regime fiscal e monetário - o que reforça a idéia de que o artigo de Franco faça uma crítica indireta a concepção teórica defendida por Sargent de expectativas racionais. Na versão de 1995, porém, o componente *forward looking* depende apenas da percepção dos agentes da variável fiscal, exatamente como aparece na citação ressaltada do Plano Real.

Logo em seguida ao parágrafo 113 da E.M. nº. 395, porém, vem a advertência (ressaltada igualmente no início deste item) de que inflação não depende apenas das inferências dos agentes em relação ao comportamento futuro dos preços, mas também de seu comportamento passado: “devem ser tomadas medidas para reduzir a influência da inflação passada sobre a inflação corrente”, isto é, haveria um relevante componente *backward looking* na inflação brasileira a ser combatido.

Temos no Plano Real, em suma, a idéia de que é preciso combater as expectativas futuras de inflação, atacando os fundamentos **fiscais** da economia, mas também é preciso atacar a influência da inflação passada, tarefa que caberá, como veremos no próximo capítulo, à URV. Esta dupla tarefa aproxima o trecho ressaltado da E.M. 395 do Plano Real ao modelo apresentado por Franco (1995).

De qualquer forma, é importante frisar que, diferentemente de Sargent, a mudança de regime fiscal e monetário **não é suficiente**, na concepção dos formuladores do plano, para terminar com a longa experiência de inflação brasileira.

Por fim ressaltamos que a *mudança do regime* proposta pelo Plano Real também não é vista como abrupta, como em Sargent, mas sim como um processo longo e árduo:

**“Infelizmente não há atalhos. A estabilização definitiva é um programa de transformação de mentalidade que toma tempo e requer coerência e persistência de todos. A ansiedade por resultados imediatos é compreensível, mas altamente perigosa, como a própria experiência brasileira tem demonstrado. É justamente o imediatismo que impede que o caminho mais longo da estabilização seja trilhado com a coerência e persistência necessárias”. (E. 395, parágrafo 137)**

Concluimos este item apresentando um trecho de Franco (1995) bastante semelhante ao recém-ressaltado:

**“... sabe-se que uma solução de profundidade para nossa crise fiscal é um processo longo e complexo, que envolve necessariamente alterações na Constituição, bem como a regulamentação de alguns de seus artigos e, como se sabe, os espaços políticos para o encaminhamento de iniciativas neste domínio tem sido reduzidas...” (p. 80)**

Vejamos agora as críticas **diretas** ao artigo de Thomas Sargent “Os finais de quatro Hiperinflações” feitas por Gustavo Franco e sua importância para o Plano Real.



### I.3 – O Efeito Tanzi e a estabilização

Neste item utilizaremos dois artigos: “Reformas fiscais e os fins de quatro hiperinflações” (Franco, 1995) fazendo, já no título, uma alusão direta a Sargent, e “O Fisco e a Inflação” de Edmar Bacha.

O primeiro texto nos interessa não apenas por ser de autoria de Gustavo Franco e pela crítica ao artigo de Sargent. E essa, como vimos, é relevante para compreender a concepção do Plano Real. Interessa-nos também porque ele introduz a questão da presença de um significativo Efeito Tanzi na recuperação fiscal observada pelo término da inflação nas economias europeias da década de 1920. Veremos em seguida o parecer de Edmar Bacha, também formulador do Plano Real, de que no Brasil pré-Plano Real ocorreria um “Efeito Tanzi às avessas”. A consequência da um efeito “às avessas” para o Plano Real é de que, se um ajuste fiscal não fosse implementado, a estabilização não melhoraria (possivelmente pioraria) as contas públicas, fazendo surgir novamente pressões inflacionárias.

#### I.3.1 – As críticas de Gustavo Franco a Sargent

Antes de introduzirmos a resenha do texto de Franco vale notar que, apesar de Sargent enfatizar que uma mudança de regime implica em reformas fiscais e monetárias, Gustavo Franco concentra suas críticas no aspecto fiscal. Tal ênfase justifica-se quando observamos que, de fato, a *causa causans* da inflação para Sargent é o comportamento expansionista fiscal do governo - sendo a política monetária endogenamente determinada por esta regra de conduta. A importância da Independência do Banco Central é apenas a de garantir que o banco emissor não mais sancionará o comportamento inflacionário do governo. E a mudança na unidade monetária somente pretende reforçar a percepção do público de que se trata de um novo regime.

Utilizando-se dos mesmos países (e períodos) estudados por Sargent, Franco sugere que não foram as reformas fiscais, supostamente redutoras de gastos públicos e ampliadoras de receitas (através da criação de novos impostos), os principais responsáveis pela surpreendentemente rápida melhora no resultado orçamentário dos quatro países. A redução abrupta do déficit (e reversão em superávit em alguns casos) teria se dado “pela súbita recuperação da arrecadação tributária *real*, o que obviamente nada tem que ver com a

existência de ‘reformas’ fiscais’ ” (Franco, 1995, p. 172, Grifo nosso). Em outras palavras, a recuperação derivava, basicamente, do fim do chamado “Efeito Tanzi” e não de medidas que comprometessem os governos com trajetórias de equilíbrio fiscal corrente e futuro, como no parecer de Sargent<sup>49</sup>.

Em princípio, admitir a existência de um expressivo Efeito Tanzi significa que a estabilização, por si só, implica numa melhora natural e imediata nas contas públicas (tomadas em termos nominais). Se a estabilização é capaz de gerar o equilíbrio das contas públicas (ou seja, se inexistiam outras causas inflacionárias), o déficit é irrelevante e, na verdade, a inflação é a própria responsável pelo surgimento do déficit – invertendo a causalidade defendida pelos fiscalistas<sup>50</sup>.

Se assim é, tentativas de elevar a receita assim como de reduzir gastos são ineficazes enquanto perdura a inflação. Os impostos e preços públicos não conseguem jamais acompanhar a velocidade de indexação dos demais preços. Até mesmo os gastos públicos, embora muitas vezes sejam utilizados para frear o ritmo inflacionário, costumam elevar-se mais rapidamente do que as receitas.

A rigor, porém, as medidas fiscais implementadas, com a ajuda da Liga das Nações, poderiam ser tão ou mais responsáveis pela recuperação fiscal do que o Efeito Tanzi: “Cabe, portanto, examinar as medidas fiscais implementadas em cada caso, e estabelecer empiricamente a importância dessas “reformas” vis-à-vis a magnitude do ‘efeito Tanzi’.”(Franco, p.172).

Os exercícios numéricos realizados pelo autor concluem que as reformas fiscais introduzidas não foram de grande serventia nem pelo lado dos gastos, nem pelo lado das

<sup>49</sup> A existência de um Efeito Tanzi decorre da defasagem entre o fato gerador do imposto e sua coleta. Em países como os quatro analisados, que construíram seus sistemas tributários em épocas de estabilidade de preços, não se estabelecem cláusulas de correção monetária para as receitas do governo. Ou seja, quando os impostos e tarifas são efetivamente pagos, os valores nominais já se encontram defasados em relação aos demais preços da economia – onerando as contas do governo. Além disso, é recorrente em períodos de elevada inflação o atraso dos pagamentos por parte dos contribuintes ao fisco. Obviamente, do ponto de vista do agente individual, é racional atrasar seus compromissos tributários, visto que tal procedimento leva a queda do valor real de suas dívidas. Para a economia, porém, o resultado é a deterioração da já debilitada (porque defasada em termos de velocidade de correção dos demais valores nominais) situação nas contas públicas.

<sup>50</sup> Keynes, em 1922, convidado pelo governo alemão a opinar sobre a estabilização do marco já havia observado esse fenômeno, embora não o tenha denominado. Em seu parecer frisou que a estabilização teria de

receitas. Ocorreu, sim, uma mudança na composição das despesas, com a estabilização, mas não uma redução efetiva no nível dos gastos públicos. E, pelo lado das receitas, verifica-se que os novos impostos criados tiveram baixa participação na melhoria da arrecadação.

Na Áustria e Hungria, por exemplo, a redução dos gastos administrativos por demissão e outras restrições impostas pela Liga, foram compensados pelo crescimento significativo das despesas com aposentadorias, pensões, aumentos do funcionalismo público (na realidade recomposição parcial dos salários reais, que haviam sido muito prejudicados com a aceleração inflacionária) e pagamento de serviço de empréstimo de estabilização patrocinado pela Liga<sup>51</sup>.

Em relação às receitas, na Áustria, os novos impostos (sobre serviços ferroviários) e as perspectivas de elevação das receitas das empresas estatais fracassaram, situando-se bem abaixo das metas estabelecidas pela Liga das nações. Na Hungria, foram estabelecidas alterações sobre a estrutura de arrecadação com o intento de produzir um aumento gradual na carga tributária. Os resultados empíricos, todavia, surpreenderam as expectativas de todos. Em ambos os países, uma rápida e vigorosa melhora fiscal foi verificada. A reversão do quadro fiscal deveu-se, principalmente, à tributação direta e ao chamado imposto sobre valor adicionado. Não por acaso, esses impostos estão profundamente relacionados com a estabilização da moeda.

No caso Alemão, os níveis de gasto flutuaram bastante durante o período hiperinflacionário (agosto a setembro de 1923) e foram, em média, da mesma magnitude dos níveis de gastos pós-estabilização. Foram criados poucos tributos, e o maior esforço voltou-se para a indexação das receitas pela taxa de câmbio. Como a indexação ocorreu simultaneamente à estabilização, na realidade, tornaram-se inócuas as cláusulas de reposição indexadas ao câmbio.

---

preceder o equilíbrio fiscal e o equilíbrio externo. Para uma descrição das posições de Keynes sobre a Alemanha em 1922 ver: Batista Jr., Paulo (1991).

<sup>51</sup> O autor admite que é difícil avaliar a situação fiscal desses dois países durante o período inflacionário devido às limitadas possibilidades de comparação com a situação vigente pré-guerra – já que em ambos os países houve grande alteração territorial – e pela possibilidade da distorção de alguns números devido ao método de deflacionamento.

Por fim, no caso da Polônia, as explicações fiscais para a estabilização seriam de sustentação ainda mais difícil, uma vez que os gastos públicos triplicaram e o orçamento fiscal não foi de fato equilibrado durante a estabilização (ao contrário do que ocorreu nos outros três casos estudados no ensaio de Franco)<sup>52</sup>. No caso polonês:

**“A estabilização de fato marcou o início de uma política fiscal expansionista caracterizada por déficits variando entre 10% e 15% do total da despesa e financiados principalmente por emissão de moeda ... Com respeito à explicação de Sargent, note-se que a presença de grandes déficits orçamentários em 1924 e 1925, financiados em grande medida por emissão de moeda ‘sem lastro’, e a ausência de qualquer intenção aparente de afastar-se desse ‘regime’ contradiz frontalmente a sua conjectura de que o ‘regime’ monetário-fiscal recém-adotado fornecia ‘lastro’ para a nova moeda sob a forma de superávits fiscais presentes e futuros.” (Franco, 1995, p.189).**

Cabe notar que vários economistas já tinham percebido, à época inclusive, a existência de um efeito positivo da estabilização sobre a arrecadação real do governo. Na Polônia em 1923, por exemplo, o fenômeno já era tão claramente observável que se chegou a sugerir, numa reunião de ex-ministros da Fazenda, a introdução do *zloty*, uma unidade de conta indexada para a arrecadação tributária (Franco, p.185). No entanto, as estimativas do que no futuro seria conhecido como “Efeito Tanzi” eram bastante modestas<sup>53</sup>. A própria Liga enfatizava que o ajuste fiscal deveria ser feito mais pelo lado dos gastos do que das receitas. Temia-se que a elevação de taxas, tributos e preços públicos não só onerassem a produção, como se tornassem motivo para novos aumentos de preços por parte do setor privado da economia.

Segundo Franco, as verdadeiras reformas fiscais que lograram o seu objetivo de melhorar a situação das contas públicas nos quatro países teriam sido aplicadas antes das estabilizações (Erzberger em 1921 na Alemanha, Hegedüs na Hungria, também em 1921, Michalski em 1922 na Polônia – conforme Franco, p.195). No entanto, elas não obtiveram

<sup>52</sup> De acordo com Franco, Sargent e outros importantes autores teriam deixado passar despercebido um truque contábil de registrar a emissão de moeda do tesouro em “receitas extraordinárias”. Sargent, (baseando-se em autores que também não haviam notado este “truque”) teria então assumido que o orçamento polonês teria sido equilibrado em 1924 em consequência das reformas fiscais introduzidas.

<sup>53</sup> “Hilton Young observou que considerando todos os ‘melhoramentos’ necessários à máquina tributária, a indexação dos impostos existentes, e também a aplicação de um novo imposto sobre o capital, ‘a receita máxima que o governo poderia arrecadar ... estava mais próxima de 800 do que 900 milhões de zloty durante 1924’. Essas estimativas se mostrariam de fato bastante acanhadas: as receitas efetivamente coletadas em 1924, mesmo sem considerar um novo imposto sobre o capital aí introduzido, atingiram 1.371 milhões de zloty, quase o triplo das receitas em 1923” (Young, 1924, pp.23-24, citado em Franco, p.185).

êxito em acabar com a inflação – sugerindo: “... que o equilíbrio fiscal, por si só, não é condição suficiente para a estabilidade, especialmente se existem outras causas fundamentais da inflação ainda em plena operação.”<sup>54</sup> (ibidem).

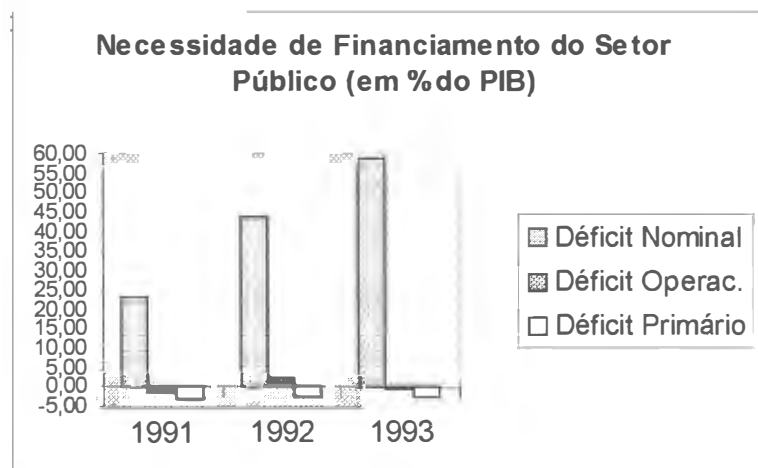
Em termos teóricos, o que Franco está assinalando é que, **independente de expectativas**, existe um fenômeno dado pelo fim da defasagem entre as velocidades de indexação dos gastos e das receitas públicas, que deve ser levado em conta para compreender a melhora fiscal verificada nas quatro economias. Para Franco, a mudança no quadro fiscal foi, em grande medida, **consequência** do final da inflação (fim do Efeito Tanzi) e não causa, como supusera Sargent.

Em princípio, alguém poderia desejar estender a argumentação de Franco relativa às quatro economias da década de 1920 ao Brasil em 1993 e supor que o final da nossa inflação poderia, em certa medida, melhorar as contas públicas. Aqueles que acreditassem nesta hipótese poderiam ainda argumentar que o déficit público no Brasil se encontrava relativamente baixo (em comparação a países como Itália e Grécia, onde o déficit representa cerca de 10% do PIB). Assim, caso vigorasse um Efeito Tanzi significativo, o Brasil possivelmente poderia, com o fim da inflação, eliminar o déficit público. A situação das contas públicas brasileiras no período pré-Real pode ser percebida pelo Gráfico 2, abaixo:

---

<sup>54</sup> Entre estas “outras causas” encontrar-se-iam a redefinição do mapa político econômico da Europa Central; o pagamento de reparações e dívidas de guerra; as pressões de recomposição salarial e sérios desequilíbrios no balanço de pagamentos, principalmente no caso alemão. Para o autor, as estabilizações foram bem

Gráfico 2: Necessidade de Financiamento do Setor Público



De fato, de acordo com este gráfico, tomado o déficit no seu conceito operacional, isto é, sem a correção monetária, o Brasil tinha apresentado um superávit em 1991 de 1.36, um relativamente modesto déficit de 2.15% em 1992 e um superávit de 0.26 em 1993 (neste resultado já se encontram efeitos do Plano PAI).

Apesar destes resultados positivos, Gustavo Franco vinha defendendo, em diversas entrevistas e textos, a necessidade da implementação de um ajuste fiscal efetivo para a viabilidade da estabilização.

A disparidade entre o discurso para o Brasil e a tese de doutorado de Gustavo Franco, aplicada ao caso alemão de 1920, foi notada por João Sayad em artigo à *Folha de São Paulo* de 24.10.1993.

Em resposta ao questionamento de Sayad, Franco contestou, no mesmo jornal, em 31.10.1993: “Com efeito, sou o primeiro a lamentar que a tese de que a estabilização, por si só, resolve o problema fiscal, não se aplique ao Brasil e a explicação é simples, quase acadiana. O Brasil é diferente da Alemanha...” (Franco, 1995, p.231, publicado originalmente na *Folha de São Paulo* de 31.10.1993).

De acordo com o autor, na Alemanha de 1920, as despesas do governo encontravam-se relativamente fixas em termos reais, ao passo que as receitas não se encontravam indexadas. No Brasil, ocorria o oposto, a inflação contribuía para as contas

---

sucedidas somente no momento em que se combinaram vários elementos, desde a coordenação decisória de preços e salários pela dolarização até alívios realizados pelo Plano Dawes.

públicas por duas vias: pela arrecadação do imposto inflacionário<sup>55</sup> e pela corrosão do déficit pela inflação em função da assimetria de indexação entre as receitas (bem indexadas) e as despesas (pouco indexadas): “Exatamente por esses motivos se diz, como na feliz expressão do professor Edmar Bacha, que o governo está duplamente casado com a inflação e que, no atual regime fiscal, não pode viver sem ela” (Franco, *ibidem*, pp. 231-232).

De fato, pouco tempo antes da publicação do referido artigo na *Folha*, o professor Edmar Bacha havia apresentado, no Concurso para professor titular da cadeira de Macroeconomia da UFRJ realizado em 28 de junho de 1993, a tese de que, ao contrário de outras célebres experiências internacionais, a inflação brasileira vinha beneficiando o fisco. Vejamos seus argumentos<sup>56</sup>.

### 1.3.2 – Edmar Bacha: O fisco e a Inflação

Bacha (1994) começa seu artigo questionando como seria possível conciliar uma inflação superior a 1000% ao ano em 1992 com um déficit público operacional, como vimos no gráfico 2, relativamente modesto de 2,15% do PIB.<sup>57</sup>

De acordo com o autor, a co-existência entre déficit operacional baixo e alta inflação não deveria ser interpretada (como já havia sido feito por ocasião do Plano Cruzado e do Plano Collor II) como prova da pouca relevância do desajuste fiscal na inflação<sup>58</sup>. O fenômeno longe estaria de significar que as contas públicas estavam relativamente equilibradas (no sentido em que as despesas adequavam-se às receitas). Pelo

<sup>55</sup> O imposto inflacionário é definido como a demanda real por moeda multiplicada pela taxa de inflação [Matematicamente:  $(M/P)(P'/P)$ , onde  $M$  é o estoque de moeda,  $P$  o nível dos preços e a apóstrofe representa a derivada da variável em relação ao tempo]. Intuitivamente, o imposto inflacionário ( $I$ ) é quanto o governo ganha com a perda de valor da moeda demandada. É muito comum confundir o imposto inflacionário com a senhoriagem, que representa a expansão real da oferta de moeda no tempo (Matematicamente:  $M'/P$ ). Intuitivamente, a senhoriagem ( $S$ ) é quanto o governo ganha por emitir um ativo que não rende juros. A relação entre o  $I$  e  $S$  é dado ao se decompor as variações reais da base monetária:  $(M/P)' = M'/P - (P'/P)(M/P) = S - I$  (Zini, 1993).

<sup>56</sup> Esta tese talvez tenha contribuído para sua indicação para Assessor Especial do Ministro da Fazenda Rubens Ricupero e muito provavelmente explica o fato do parecer de Bacha ser bastante semelhante ao contido na Exposição de Motivos do Plano PAI.

<sup>57</sup> Bacha (1995) utiliza o dado déficit operacional de 1,7% do PIB em 1992. Este dado foi reavaliado posteriormente pelo BC.

<sup>58</sup> Na realidade o autor não cita os referidos Planos, mas sim a percepção de um autor (Bruno, 1990) de que os dados fiscais brasileiros levavam a crer que o déficit fiscal não era a principal causa inflacionária.

contrário, justamente por causa da inflação é que as contas se tornavam relativamente equilibradas.

Para entender o paradoxo entre déficit moderado e inflação elevada, Bacha (1994), ao invés de recorrer às teses inercialistas (a serem analisadas no próximo capítulo) explora o conceito de déficit potencial: “aquele que ocorreria caso não houvesse repressão fiscal” (p.9)<sup>59</sup>.

Como *proxy* do déficit potencial, o autor vale-se da tese de mestrado de Eduardo Refinetti Guardia, em que se estima a diferença entre as receitas e as despesas orçadas.<sup>60</sup> De acordo com esses cálculos, existira no Brasil um déficit potencial de cerca de 10% do PIB. Mesmo advertindo que este número pudesse se revelar, em análises futuras, excessivamente elevado, Bacha se convencera de que o déficit, medido pela demanda por recursos expressa por ocasião da votação orçamentária, vinha sendo muito superior ao efetivamente verificado ao final do ano fiscal<sup>61</sup>. Existiria um desajuste fiscal *ex ante*, isto é, um desequilíbrio entre os gastos e as receitas orçadas muito elevado, e a inflação era que permitia, *ex post*, o surgimento de um déficit apenas moderado (Bacha, 1995).

A relativa adequação entre o hiato de recursos orçados e o resultado fiscal seria realizado através de dois procedimentos. Em primeiro lugar, o orçamento embutiria, em regra, uma previsão inflacionária bem inferior à efetivamente observada<sup>62</sup>. 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<sup>63</sup>.

<sup>59</sup> De acordo com o autor, o déficit potencial surgiria da diferenciação entre o déficit reprimido (onde se faz compressão temporária de certas despesas, como por exemplo a redução temporária da folha de salários do funcionalismo público) e o déficit suprimido (quando é realizado um ajuste estrutural através do corte de gastos e/ou do aumento de receitas): “Trata-se, entretanto, de aproveitar a diferenciação entre o déficit reprimido e déficit suprimido para explorar o conceito implícito de déficit potencial...”.

<sup>60</sup> “Orçamento público e política fiscal: aspectos institucionais e a experiência recente, 1985-1992”, 1992, Tese de Mestrado, Unicamp. Citado em Bacha, 1994.

<sup>61</sup> “Ainda que análises posteriores possam indicar que esse números sejam exagerados, eles abrem a porta para uma nova compreensão fiscal de por que a inflação no Brasil é tão elevada”. (Bacha, 1994, *ibidem*, *ibidem*).

<sup>62</sup> Sendo recorrente por parte do governo subestimar a inflação, é de se questionar por que os deputados não inflariam, preventivamente, as despesas em termos nominais.

<sup>63</sup> “Como o déficit potencial inicial é aparentemente muito grande e as despesas são pelo menos parcialmente indexadas, é preciso uma inflação muito elevada (certamente mais elevada do que aquela embutida na proposta orçamentária) para viabilizar, por via da repressão inflacionária, o relativo equilíbrio nas contas públicas que se observa nos dados brasileiros” (Bacha, *ibidem*).

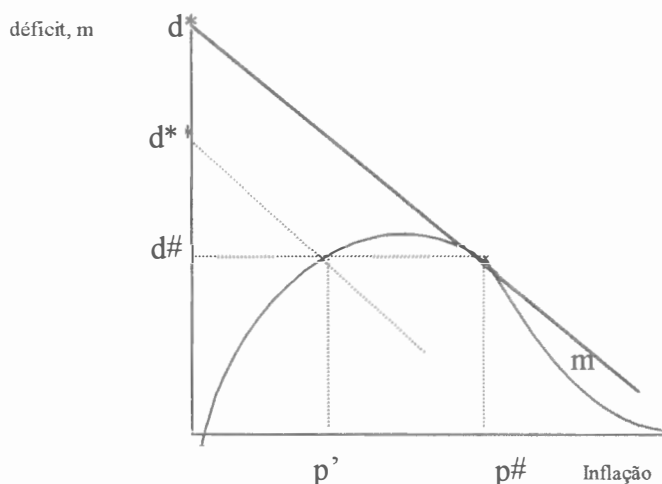


Em segundo lugar, o Ministério da Fazenda adiava freqüentemente a liberação das verbas orçamentárias. Ao invés de liberar os recursos regularmente, adiava os pagamentos para o final do ano ou mesmo para o ano seguinte (restos a pagar). Efetuava-se, portanto, um “controle na boca do caixa” que corroía o valor real das despesas públicas (Bacha, E. pp. 9-10).

Os dois efeitos somados levavam à realização de um “Efeito Tanzi às avessas”; já que as receitas estariam mais protegidas da inflação do que as despesas. Ou seja, dada a assimetria da indexação, a elevação da inflação beneficiava as contas públicas<sup>64</sup>.

Segue-se abaixo a reprodução da ilustração gráfica de sua hipótese, que nos auxilia a compreender os argumentos.

**Figura 1**



Utilizando-se da conhecida Curva de Lafer da Inflação, representada no gráfico pela curva  $m$ , em que o imposto inflacionário cresce com a inflação até um ponto máximo a partir do qual decresce, Bacha introduz uma nova equação linear  $d^{65}$ . A Curva  $d$  representa o efeito da inflação sobre o déficit 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

<sup>64</sup> A legalização desses procedimentos, segundo o autor, era estabelecida através de decretos de contingenciamento e da aprovação de uma lei de reprogramação orçamentária.

<sup>65</sup> O comportamento do imposto inflacionário, curva  $m$ , explica-se por ele ser definido como demanda real por moeda multiplicada pela taxa de inflação. Ocorre que a elevação da taxa de inflação provoca uma retração na demanda por moeda (já que este ativo está perdendo valor real) de maneira que, a partir de certo momento, 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. Esta curva supõe que exista um meio de pagamento alternativo, voltaremos a esse ponto mais adiante.

conforme aumente a inflação<sup>66</sup>. A curva d, portanto, representa o “Efeito Tanzi às avessas”, ou seja, o déficit cai quando a inflação aumenta. Esta relação valeria para os países que, como o Brasil, possuem receitas fiscais melhor indexadas do que seus gastos.

O equilíbrio nesse modelo<sup>67</sup> se dá no ponto de intercessão entre o imposto inflacionário m e a curva d. Na Figura 1, isto ocorre no nível d# de déficit e P# de inflação. Este equilíbrio, porém, só é estável se o ganho que a inflação promove nas contas públicas (via Tanzi às avessas) é superior ao efeito da inflação sobre o imposto inflacionário (via redução da demanda por moeda – ver Bacha, *ibidem*). Em termos gráficos, a curva d precisa ser mais inclinada do que a curva m. Bacha argumenta que, empiricamente, essa hipótese da maior inclinação da curva d seria sólida para o caso brasileiro já que a demanda por moeda se encontrava tão baixa (cerca de 1% do PIB) que dificilmente novas acelerações da inflação poderiam reduzi-la significativamente.

Em princípio, alguém poderia supor, afirma o autor, tendo em consideração apenas a curva m, que o mesmo déficit d# poderia ocorrer a uma taxa de inflação mais baixa p'. Ou seja, que bastaria uma reforma monetária que atrelasse a moeda doméstica a alguma outra moeda internacional para reduzir a inflação do ponto p# para p', sem que nenhum corte fiscal fosse necessário (este ponto ficará mais claro no próximo capítulo com a apresentação da proposta Larida). Ocorre, porém, que, no caso do modelo que inclui a curva d, no ponto p' o déficit (medido pela projeção da curva d sobre o eixo vertical) seria superior ao imposto inflacionário arrecadado com esta taxa de inflação. A inflação então se aceleraria para fazer com que o valor do imposto inflacionário se adaptasse a necessidade de financiamento do setor público. Ou seja, a inflação voltaria de p' para p# se a tentativa de conter a inflação não mudasse a estrutura fiscal do país, mas apenas a monetária.

A inflação poderia ser reduzida através de dois mecanismos. Na primeira hipótese, se mantêm as práticas atuais de corrosão do déficit e faz-se um pequeno corte efetivo de

<sup>66</sup> “Uma fórmula aproximada para a relação entre o déficit e a inflação seria  $d = d_0 + r [1 + (b.c)p] / (1 + p)$ , em que  $d_0$  = déficit real incompressível (possivelmente um superávit, no caso brasileiro),  $p$  = taxa de inflação,  $r$  = despesas nominais compressíveis,  $b$  e  $c$  = parâmetros de política, compreendidos entre 0 e 1, tais que  $1-b$  = grau de subestimação da inflação no orçamento, e  $1-c$  = grau de subestimação da data média de liberação dos recursos no orçamento (por exemplo, um orçamento implicitamente supõe que os recursos serão liberados em duodécimos iguais ao longo do ano; o controle de caixa faz com que essa liberação seja de fato feita muito mais próxima do final do ano) Com inflação igual a zero, o déficit potencial, segundo essa fórmula, seria:  $d_0 + r$ . Na medida em que a inflação cresce, o déficit cai, tendendo, no limite para  $d_0$ ” (*ibidem*, p. 11).

<sup>67</sup> O modelo supõe expectativas adaptativas.

gastos (e/ou aumento de receitas) que reduza o déficit potencial de  $d^*$  para  $d^{**}$ , como pode ser visto na Figura 1. O autor, porém, argumenta que, politicamente, esta solução seria de difícil aceitação: “O preço a pagar pelo corte do déficit potencial possivelmente será o de as despesas orçadas passarem a ser mais bem defendidas contra a inflação ...”

Uma outra alternativa seria promover um ajuste fiscal mais profundo de forma a tornar possível estabelecer o equilíbrio entre imposto inflacionário e déficit sem ser necessária a repressão fiscal, ou seja, transformando a curva  $d$ , antes negativamente inclinada, numa curva paralela ao eixo das abcissas: “O déficit final,  $d\#$ , é o mesmo que existia antes dos cortes; mas agora a inflação de equilíbrio será  $p'$ , e não mais  $p\#$  (ver gráfico 3). Como o déficit é o mesmo, e as receitas estão indexadas, isso quer dizer que as despesas também terão o mesmo valor real de antes: no agregado ninguém perde” (ibidem, p. 13).

Na realidade, adverte o autor, a manutenção da repressão fiscal como instrumento de viabilização das contas públicas, no Brasil pré-Real, já estava se deteriorando. Os beneficiários das despesas do governo já vinham lutando por preservar o valor real de suas rendas, reivindicando maior indexação destas. Evidentemente a medida que fossem concedidas estas revisões de indexação do lado dos gastos públicos maior teria de ser a inflação para financiar o mesmo déficit potencial (graficamente, a curva  $d$  rotaria para cima mantendo o eixo em  $d^*$ ). Ou seja, a segunda solução, de efetivo ajuste fiscal, seria uma solução menos arriscada politicamente e superior, na medida em que permitisse uma solução de duradoura para o desequilíbrio fiscal.

O parecer de Bacha, acima exposto, é muito semelhante ao presente por ocasião do Plano PAI e na E.M. que introduziu o FSE como ressaltado na Introdução. Seguem abaixo dois trechos que tornam evidente a influência do autor no Plano Real:

**“Nos últimos anos o orçamento da União tem autorizado gastos muito acima das receitas possíveis de serem arrecadadas. As tentativas de aumentar a arrecadação através de pacotes tributários têm dado resultados medíocres em face da exaustão dos contribuintes. Uma parte dos gastos passa então a ser financiada através de endividamento público adicional, pressionando os juros e a inflação. Outra parte deixa de ser executada mediante contingenciamentos, calotes ou atrasos de pagamentos decididos de forma arbitrária e irracional. Uma terceira parte é simplesmente corroída pela inflação efetiva, sempre muito maior do que a estimada na elaboração da lei orçamentária. Assim o governo de algum modo acaba utilizando a inflação para fazer empatar a despesa com a receita disponível. A verdade orçamentária supõe que o Executivo e o Legislativo atuem juntos com**

transparência e realismo para eliminar o ‘déficit público, não pela repressão, mas pela supressão de fontes e gastos. Essa é uma tarefa espinhosa, mas incontornável para sairmos da ficção e elaborarmos um orçamento que seja o retrato fiel das prioridades do País e que seja efetiva e inteiramente executado.” (Programa de Ação Imediata, fonte: [www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br), grifo nosso).

“É na elaboração do Orçamento que se expressam normalmente os conflitos entre os diversos setores da sociedade e do próprio Estado pelos recursos fiscais... Como não é possível nem desejável elevar a carga tributária efetiva para atender a todas essas demandas, parte delas acaba sendo financiada pela emissão de moeda, ou seja, através da inflação, e outra parte simplesmente não é atendida ... Tornou-se preciso, portanto, dispor de um instrumento adicional para financiar o déficit remanescente, dado que os cortes nos gastos de custeio e investimento financiados com recursos não vinculados foram feitos até o limite permitido pelo funcionamento adequando da máquina administrativa do Estado. Neste sentido estamos propondo a criação de um mecanismo emergencial de ajuste, cujas linhas se expõem a seguir. (Segue-se a proposta do FSE)” (Exposição de Motivos n. 395, de 7 de dezembro de 1993, trechos selecionados, grifo nosso).

### I.3.3 – Críticas ao “Efeito Tanzi às Avessas”

Nenhum economista nega que o contingenciamento e a repressão fiscal fossem práticas comuns à administração orçamentária brasileira pré-Real. Tampouco alguém discordaria de que as receitas públicas no Brasil se encontravam, ao contrário de diversos países, relativamente protegidas das corrosões inflacionárias. A aceitação destes fenômenos, porém, longe estava de garantir unanimidade, entre os acadêmicos, quanto à existência de um “Efeito Tanzi às Avessas”.

Em primeiro lugar, porque, por melhor que fosse a indexação das receitas, inflações elevadas sempre as oneram. Por questões administrativas e pelo próprio tempo mínimo necessário para a coleta e processamento dos índices de preços, é impossível evitar que alguma perda de valor real ocorresse entre o fato gerador de um tributo e o momento de sua efetiva arrecadação (Efeito Tanzi clássico).

Em segundo lugar, porque não necessariamente o déficit cresceria na ausência da inflação (Giambiagi e Alem, 1999). Supondo que os agentes não sofram de ilusão monetária, o relevante para estes é a quantidade real de recursos repassados pelo governo, e não seu montante nominal. Ou seja, os agentes de maior poder de barganha (como por exemplo os empreiteiros) deveriam, sabendo que o governo costumava atrasar seus pagamentos, exigir suas compensações – o que anularia, ao menos em parte, os efeitos benéficos para o orçamento do “controle na boca de caixa”. Além disto, uma vez

estabilizada a economia, o governo deveria ter condições de conservar o valor real de suas despesas. O fim da inflação não alteraria a percepção dos agentes de seus rendimentos reais e, portanto, seria possível manter, em princípio, o mesmo nível dos gastos públicos. Isto porque a situação do déficit operacional em 1993 era de equilíbrio e a conversão dos salários pela URV teria sido realizada pelos valores médios reais, sem cláusulas que obrigassem o governo a aumentar o valor real das suas despesas (*idem*, *ibidem*). Como as receitas, após a estabilização, também se manteriam constantes em termos reais (uma vez que se encontravam relativamente bem indexadas) não se poderia concluir, como o fizera Edmar Bacha, que o fim da inflação traria uma piora inexorável ao déficit público.

Em terceiro lugar há uma crítica teórica ao trabalho de Bacha, realizada por Barbosa (1999).

Segundo este autor, o modelo de Cagan de regime fiscal, utilizado por Edmar Bacha, pode ser retratado através de duas equações<sup>68</sup>. A primeira representa o imposto inflacionário que, em equilíbrio (isto é quando a inflação esperada torna-se igual a inflação efetiva – modelo de expectativas adaptativas), é igual ao produto da quantidade real de moeda pela taxa de inflação esperada<sup>69</sup>. Os pontos desta curva podem ser traçados através da Curva de Laffer, utilizada por Bacha (ver figura 1). Na segunda equação, a aceleração da taxa de inflação esperada depende da diferença entre o déficit público e o imposto inflacionário que seria arrecadado se a inflação esperada fosse igual a observada<sup>70</sup>.

Neste modelo, a elasticidade da demanda por moeda em relação à inflação (efetiva ou esperada, já que estas são, em equilíbrio, iguais) varia ao longo da Curva de Laffer. Ela é, em módulo, inferior a um, no ramo ascendente da curva, (inelástica), igual a

<sup>68</sup> Originalmente existem três equações neste modelo. Uma equação de demanda real por moeda:  $\log m = -\alpha\pi^e$ , onde  $\alpha$  representa a semi-elasticidade da quantidade real de moeda ( $m$ ) em relação à inflação esperada ( $\pi^e$ ). A segunda equação representa o mecanismo de expectativa adaptativa:  $d\pi^e/dt = \beta(\pi - \pi^e)$ , onde o parâmetro  $\beta$  mede a importância da inflação passada na expectativa de inflação corrente. A terceira equação reflete o financiamento do déficit real através da emissão monetária  $dm/dt = f - m\pi$ , onde  $m$  = quantidade real de moeda,  $f$  é o déficit público real e  $m\pi$  é o imposto inflacionário. Através de algumas transformações algébricas chega-se ao modelo de duas equações. Ver Barbosa (1999).

<sup>69</sup>  $\tau^e = \pi^e e^{-\alpha\pi^e}$ , onde  $\tau^e$  mede o imposto inflacionário arrecadado pelo governo,  $\pi^e$  é a inflação esperada e  $(e^{-\alpha\pi^e})$  é a demanda real por moeda.

<sup>70</sup>  $d\pi^e/dt = \beta/m [(f - m\pi^e)/(1 - \alpha\beta)]$ . Neste modelo quando  $\alpha\beta < 1$ , o ponto de inflação baixa é estável e o ponto de inflação alta é instável (hiperinflação). Quando  $\alpha\beta > 1$ , o ponto de inflação baixa é instável e o ponto de inflação alta é estável, ou seja o modelo não seria capaz de explicar a existência de fenômenos hiperinflacionários. E, por fim, quando  $\alpha\beta = 1$ ,  $\pi^e = \mu = \pi$ , onde  $\mu$  é a taxa de crescimento do estoque de moeda. *Ibidem*.

um em seu ponto de pico e superior a um (elástica) no lado descendente ou “lado errado da curva de Laffer”. Intuitivamente isto significa que, enquanto a inflação é relativamente baixa, o público reduz sua demanda por moeda menos do que proporcionalmente à taxa de inflação. A partir do momento, após o pico no gráfico, o público começa a rejeitar, cada vez mais, a moeda nacional (a demanda real por moeda cai mais do que proporcionalmente ao aumento da inflação). Na presença de alguma moeda substituta, a rejeição pode ser quase absoluta e a elasticidade pode ir, no limite, para o infinito levando a economia para a hiperinflação.

Neste modelo de Cagan, há equilíbrio múltiplo: o mesmo déficit público real (no gráfico de Bacha  $d\#$ ) pode estar sendo financiado num ponto de equilíbrio de inflação baixa ou num equilíbrio instável (isto é hiperinflacionário). Caso se encontre no ponto de inflação alta, uma reforma monetária pode fazer com que a economia se mova do equilíbrio com alta inflação para o de baixa inflação.

Como vimos na seção anterior, Bacha acreditava que existiria um déficit potencial no Brasil, bem mais elevado do que o aparente ( $d > d\#$ ). Neste caso, uma reforma monetária estaria fadada ao fracasso uma vez que a estabilização provocaria um aumento no déficit público que traria de volta o financiamento inflacionário (e o conseqüente retorno ao ponto anterior de equilíbrio com alta inflação). A estabilização, portanto, só seria sustentável através de um prévio ajuste fiscal que desse fim à prática do contingenciamento, reduzindo o déficit  $d$  ao patamar de  $d\#$ . Uma vez feito o ajuste, surgiria a possibilidade de (através de uma reforma monetária) transitar de um regime de inflação alta para um de inflação baixa.

A crítica de Barbosa (1999) a Bacha é dupla: uma de caráter institucional e outra de caráter econométrico. A manutenção da obrigação, pelo governo brasileiro, do uso da moeda nacional (como único meio legalmente validado para liquidar pagamentos) e o paralelo desenvolvimento de um sofisticado sistema de indexação alternativo não permitiam a existência, no Brasil, do segundo ramo (descendente) da Curva de Laffer<sup>71</sup>. Não seria, portanto, correto utilizar o modelo de Cagan para explicar, teoricamente, o caso

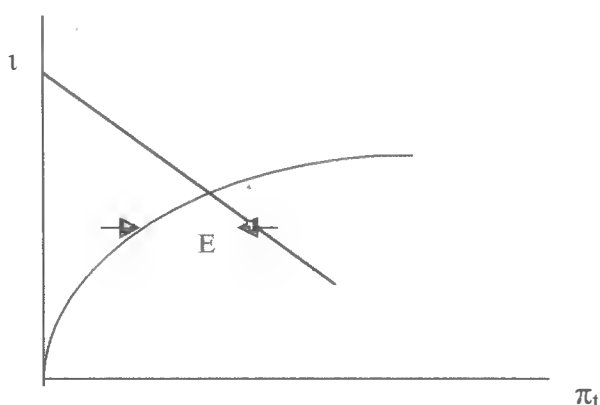
<sup>71</sup> Na realidade, a proibição do uso do dólar (ou alguma outra moeda estável tomada como padrão de referência) por si só não seria capaz de evitar uma fuga para bens líquidos (ou dólar no mercado negro). Ou seja, o empecilho legal sem a oferta de um substituto financeiro à moeda, não seria capaz de evitar a explosão inflacionária.

brasileiro pretendido, isto é, a possibilidade de um equilíbrio instável “no lado errado da curva”, devido a existência de um “Efeito Tanzi às Avessas”. O modelo de Cagan adaptado às instituições brasileiras faria com que só existisse um ramo na Curva de Laffer, o ascendente, onde a elasticidade da demanda por moeda em relação à inflação é menor do que um. Econometricamente, verificava-se, de fato, que a demanda por moeda era inelástica (idem, ibidem).

A existência da *moeda indexada* - depósitos à vista em contas remuneradas indexados pela inflação, com liquidez imediata, mas sem poder liberatório - fazia com que a moeda nacional não tivesse um substituto perfeito (como por exemplo o dólar). A aceleração da inflação levava, de fato, a uma redução nos encaixes de moeda (e aumento da proporção de moeda indexada), mas existiria um limite para este movimento. Como a moeda indexada não é meio de pagamento não é possível fazer a substituição absoluta entre os dois ativos. Existia um encaixe mínimo necessário de moeda para saldar pequenos débitos, que simplesmente não podia ser cumprida pela moeda indexada – tornando a demanda real por moeda inelástica, mesmo na presença de elevada inflação<sup>72</sup>.

Aliando esta peculiaridade nacional às práticas do contingenciamento e da repressão fiscal através das quais o déficit fiscal diminui conforme a inflação se acelera teríamos, não o gráfico de Bacha, mas sim a Figura 2:

Figura 2



Nesta figura há um único ponto de equilíbrio E, estável. O uso do modelo do Cagan era, portanto, duplamente equivocado: a curva de Laffer não corresponderia às

<sup>72</sup> No limite a elasticidade tende a 1 – e próxima a este valor o modelo de Cagan pode gerar hiperinflação de acordo com os valores assumidos por  $\alpha\beta$ .

instituições brasileiras e o modelo não seria capaz de explicar o fato da inflação estar se acelerando no período pré-real:

**“Bacha (1994) usou uma variante do modelo de Cagan para tentar explicar o caso brasileiro através do efeito da contenção das despesas do governo na boca do caixa quando o Tesouro usa o artifício de postergar o pagamento das despesas para reduzir o seu valor real em virtude da corrosão do valor nominal pela inflação. A existência deste efeito não é colocada em dúvida. Ele é interessante do ponto de vista teórico para explicar a possibilidade de equilíbrio no lado errado da curva de Laffer. Todavia, quando a curva de demanda de moeda é inelástica, o modelo de Cagan com esta adaptação não corresponde à realidade dos fatos, pois não existem dois pontos de equilíbrio, mas sim um único ponto como mostra a Figura abaixo”. (Barbosa, 1999)**

É preciso, entretanto, deixar claro que as críticas expostas nesta seção só se consolidaram tempos depois de aprovado o FSE. Por ocasião de seu lançamento, em dezembro de 1993, o debate girava em torno da eficiência do ajuste proposto. Nessa época, havia, basicamente, três posições (Giambiagi, 1997):

Um primeiro grupo de economistas, apesar de considerarem o equilíbrio fiscal fundamental para a estabilização, consideravam bons os resultados fiscais de 1990/93, levando-se em consideração os resultados operacionais<sup>73</sup>. Dessa forma, mostravam-se otimistas em relação às perspectivas futuras do Plano Real. Esta posição aparece por exemplo em Barbosa (1999) e Giambiagi (1995).

Em contraposição existiam aqueles que “não só consideravam que a melhora fiscal de 1990/93 fora praticamente irrelevante, como também não viam com bons olhos a existência de um ajuste apenas temporário” (Giambiagi, 1997, p.188). Neste grupo seria enquadrada a posição do FMI que desejava um esforço fiscal muito maior do que o implementado: “A equipe do Fundo desejava um ajuste fiscal muito mais profundo do que seria viável sem a reforma constitucional (...) não conseguindo enxergar como a inflação poderia sofrer uma queda abrupta com a introdução da nova moeda, se as posturas fiscal e monetária não seriam muito diferentes daquelas observadas na antiga moeda (com a postura fiscal sendo medida pelo déficit orçamentário operacional)” (Bacha, 1995, p.7, citado em Giambiagi, *ibidem*).

Por último, existia a posição oficial, que considerava os esforços realizados pelo Plano PAI e pelo FSE suficientes para estabelecer o equilíbrio orçamentário (no

<sup>73</sup> Ver a seguir Tabela 1 mensurada em termos das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP).



conceito operacional) para os anos de 1994 e 1995<sup>74</sup>. Todavia, para que se assestrassem as condições para um equilíbrio orçamentário duradouro, a equipe econômica do Governo acreditava ser imprescindível a aprovação de uma Ampla Revisão Constitucional<sup>75</sup>. O governo acreditava que, com os bons resultados de queda da inflação que decorreria da implantação da Fase URV, abrir-se-ia espaço político para a introdução das Reformas no Congresso.

Os fatos mostraram que os três grupos estavam errados (Giambiagi, *ibidem*).

O primeiro grupo estava errado porque o problema fiscal deteriorou-se a partir de 1995. O FMI enganou-se, pois a inflação caiu substancialmente, como veremos no capítulo II, com a introdução da URV, apesar do ajuste fiscal ter sido modesto. Por fim, o Governo foi extremamente otimista quanto à capacidade de realizar as Reformas Constitucionais e subestimou as necessidades de financiamento do setor público, sobretudo no ano de 1995<sup>76</sup>. Vejamos, brevemente, os dados fiscais a partir de 1994.

Tabela 1: Dados Fiscais 1991-1998 (NFSP em % do PIB)

Período	Déficit Nominal	Déficit Operac.	Juros Reais	Déficit Primário
Dez/91	23,17	-1,42	1.56	-2,98
Dez/92	44,19	2,21	4.53	-2,32
Dez/93	59,09	-0,24	2.38	-2,62
Dez/94	45,70	-1,32	3.77	-5,09
Dez/95	7,19	4,88	5.23	-0,35
Dez/96	5,88	2,13	2.04	0,09
Dez/97	6,11	4,29	3.37	0,92
Dez/98	8,03	7.54	7.55	-0,01

\*Fonte: BCB. Dados preliminares para 1998.

<sup>74</sup> “A criação do Fundo Social de Emergência permitirá que o Governo faça frente aos custos da Seguridade Social, sem pressionar a inflação, no próximo biênio” (...) “Será, entretanto, imprescindível que se busquem as mudanças mais profundas para tornar permanentes as condições do equilíbrio fiscal. Para isso, a Revisão Constitucional que por aqui se inicia é de fundamental importância”(idem, *ibidem*, parágrafo 57)

<sup>75</sup> Como foi ressaltado na introdução esta revisão constitucional abordaria os temas: Federalismo Fiscal; Realismo orçamentário (reduzir a rigidez constitucional da vinculação de receitas de forma definitiva); Reforma Tributária; Reforma Administrativa; Modernização da Economia (Privatização) e Reforma da Previdência.

<sup>76</sup> Independentemente da aprovação do Ajuste Fiscal, o governo supunha que o FSE seria capaz de assegurar o equilíbrio das contas públicas, medidos em termos operacionais, em 1994 e 1995. Neste último ano o resultado foi deficitário em 4.88% do PIB.

Em 1993, apesar do déficit nominal ter crescido em função da aceleração inflacionária, houve uma significativa melhora nas contas operacionais. O pequeno superávit obtido nesta conta é em geral atribuído aos esforços do Plano PAI.

A análise das contas públicas, em 1994, é mais complexa. Em princípio, o fato do primeiro semestre ser de elevada inflação e o segundo de relativamente baixa inflação<sup>77</sup> poderia levar-nos a concluir, comparando o resultado entre os dois períodos, pela existência de um Efeito Tanzi ou, alternativamente, efeito “Tanzi às avessas”. Porém, como foi aprovado em 28 de fevereiro de 1994 o FSE, fica difícil avaliar o real impacto que a queda da inflação teria sobre as contas públicas. O dado apurado mostra que, ao longo do ano, (com a aprovação do Fundo), houve uma melhora de 1,08% do PIB. Este resultado porém, não é bem compreendido pelos analistas. Gambiagi (1997) ressalta que, comparando os dados abaixo da linha com os dados acima da linha (apurados nas Contas Nacionais), grande parte do resultado deve-se a “fatores não explicados”<sup>78</sup>. Velloso por sua vez, afirma que a convivência de duas moedas e de taxas de inflação em extremos opostos pode ter introduzido distorções nas estatísticas (1998, p.121).

Em 1995, porém, há uma reversão nas contas públicas de mais de 6 pontos percentuais no espaço de apenas um exercício fiscal. Embora tenha ocorrido uma forte elevação dos juros em função dos reflexos da crise do México (dezembro de 1994), o foco de deterioração situou-se nas Contas Primárias – como pode ser percebido pela tabela anterior. Os principais fatores responsáveis pela reversão do quadro primário segundo Raul Velloso (1998), foram:

- Despesas previdenciárias federais (benefícios pagos pelo INSS e dispêndios com os inativos da União). O crescimento dessas despesas se deve, em grande parte, à elevação do salário mínimo de R\$70,00 para R\$100,00 em maio de 1995. Este aumento teria sido bem acima da média dos índices de inflação e deteriorou as contas públicas, uma vez que serve de base para os reajustes previdenciários.

<sup>77</sup> A inflação no primeiro semestre foi, em média, de 43,13% ao mês, tomando como base a variação do INPC/IBGE enquanto que no segundo semestre a média foi de 3,27% ao mês, segundo a mesma fonte.

<sup>78</sup> “Em termos agregados o fenômeno mais importante foi a existência de ‘fatores não explicados’ que transformaram o déficit de 0,7% do PIB dos ‘fatores explicados’ de 1994 em um superávit de 1,1% do PIB das NFSPs, algo não observado à luz, simplesmente, dos componentes de receita e de despesa ‘acima da linha’. Isto significa que não se pode saber com precisão quais as causas específicas – ligadas ao bom desempenho da receita ou à redução de gastos – que deram origem ao excelente resultado fiscal de 1994”. Gambiagi, 1997, pp. 203-204.

- Reajustes concedidos ao final do Governo Itamar Franco (principalmente pela busca de isonomia entre os três poderes da República).
- Aumento de 23% em janeiro de 1995 pela reposição do IPC-r acumulado entre julho e dezembro de 1994.

Além dos fatores assinalados, poder-se-ia argumentar que, em 1995, a queda da inflação, teria, em si, piorado as contas públicas, corroborando a tese de Bacha. Dados os fatores recém-mencionados, o fim do “Efeito Tanzi às Avessas” seria, porém, apenas uma agravante nesse quadro.

Em 1996, as taxas de juros foram significativamente reduzidas, passando de 53,1% ao ano, em termos nominais em 1995, para 27,4% em 1996 (taxa Selic). Na realidade, os juros mantiveram-se em queda até outubro de 1997, quando a economia foi de novo abalada por um evento externo. A crise do Leste Asiático, porém, teve tamanha repercussão que, mesmo tendo sido deflagrada ao final do ano, os juros reais anuais no Brasil aumentaram em 1997 (em relação a 1996)<sup>79</sup>

Nesse período (1996-1997) as contas primárias continuaram se deteriorando, apesar do crescimento da arrecadação (retorno do CPMF), dos avanços nos programas de privatização (Ver Anexo B), da contenção dos aumentos no setor público, dos programas de demissão voluntária etc. (Ver Velloso, 1998). Diante desta situação, o governo tentou lançar, em outubro de 1997, um pacote de 51 medidas fiscais. As medidas, porém, em sua maioria não chegaram a ser postas em prática – desmoralizando, entre os agentes internos e externos, a postura *fiscalista* do governo.

Em 1998, o grande responsável pelo crescimento do déficit operacional (ou nominal já que a inflação foi baixa) foi o aumento dos juros, tendo o déficit público primário se tornado ligeiramente superavitário nesse ano<sup>80</sup>.

<sup>79</sup> Voltaremos a questão dos juros no terceiro capítulo.

<sup>80</sup> O governo argumenta que os juros são consequência e não causa do déficit público. Porque o Congresso não aprova as reformas, o déficit é alto. E porque o déficit é alto, não há credibilidade no regime brasileiro. Os elevados juros são o preço cobrado pelos agentes para financiar o governo brasileiro. Voltaremos a este ponto no terceiro capítulo.

## Variação da Inflação no período 1994-1998

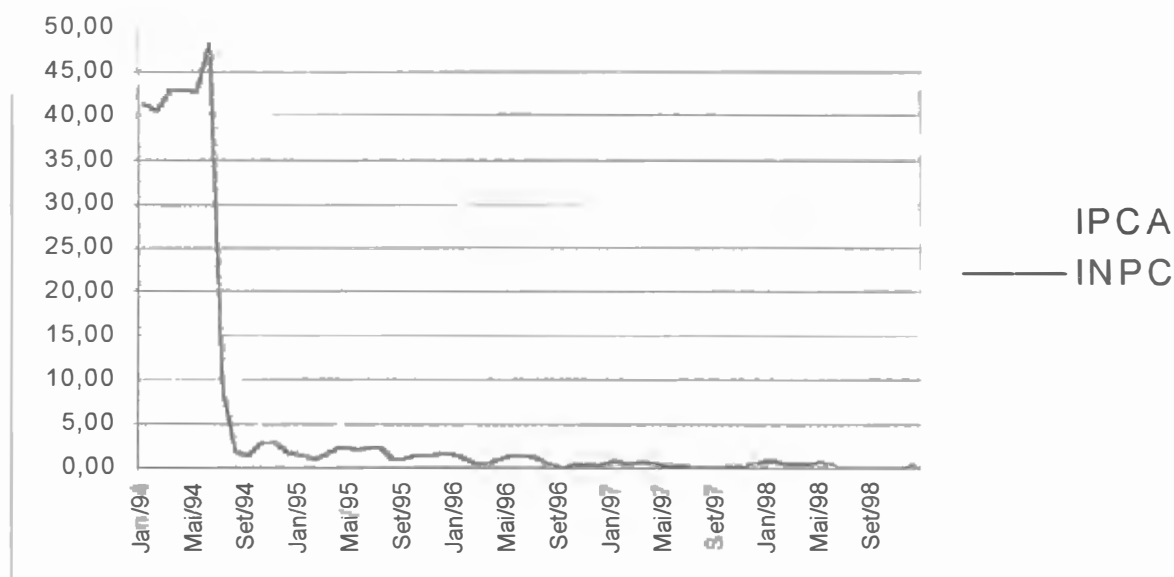


Gráfico 3

Fonte de Coleta: IBGE. Banco de Dados do Boletim de Conjuntura da UFRJ

Em suma, apesar do ajuste fiscal ter sido concebido como fundamental, o Plano Real não logrou obter equilíbrio nas contas públicas operacionais (com exceção do primeiro ano do plano). Ao contrário do que previa toda a teoria, porém, a falta de ajuste fiscal não implicou no retorno da inflação. Entre 1994 e 1998 a inflação sofre uma brutal desaceleração e não volta a acelerar-se significativamente, como demonstra o Gráfico 3 acima.

Por mais que se possa argumentar que a melhora do quadro fiscal em 1994 possa ter reduzido as expectativas inflacionárias, contribuindo para a estabilização, não parece ser fácil explicar, em termos de teoria de expectativas, por que esse quadro não se reverte posteriormente.

**Em princípio**, se vigorassem expectativas adaptativas, não se poderia explicar a queda brusca da inflação no segundo semestre de 1994 (corroborando aqui a clássica crítica de Sargent à escola inercialista). Por outro lado, expectativas racionais também não poderiam explicar o ocorrido, pois, com a reversão do quadro fiscal a partir de 1995 deveria ocorrer uma rápida mudança nas expectativas, o que levaria à aceleração da inflação. Por fim, no modelo bayesiano examinado, também seria difícil conciliar o fenômeno com a teoria. Uma possível condição matemática para conciliar o comportamento da inflação com a deterioração fiscal é permitir mudanças dos parâmetros  $\alpha$  e  $(1-\alpha)$  no tempo. Assim, entre julho e agosto de 1994, quando ocorre uma brutal queda da inflação, o coeficiente do

componente *forward looking* da inflação teria de estar próximo a 1 e os agentes com quase simultâneo processo de inferência das variáveis fiscais. Neste caso, seria possível que a melhora fiscal corrente fosse rapidamente assimilada, forçando a queda brusca da inflação. A partir de 1995, quando as contas públicas começam a se deteriorar fortemente, porém, os coeficientes teriam de ser invertidos: aquele que multiplica o componente da inflação passada teria de ter peso próximo a um (para continuar pressionando a inflação para baixo) enquanto o componente *forward looking*, atrelado ao comportamento fiscal do governo, teria de estar recebendo peso próximo a zero (ou o processo de aprendizagem dos agentes ter passado a ser extremamente lento ou ainda aumentar o peso atribuído ao comportamento passado da variável fiscal-monetária). Embora matematicamente seja sempre possível estabelecer essas condições, é muito difícil justificá-las economicamente.

Quanto à existência de um Efeito Tanzi às Avessas, vimos que a hipótese é, aparentemente, corroborada pelos dados - embora não deva ser capaz de explicar a totalidade dos problemas fiscais. Para validar a tese de Bacha (ou refutá-la) com rigor, entretanto, seria necessário um estudo muito mais rigoroso e profundo das contas públicas, que foge aos objetivos deste trabalho. Lembrando, aqui, que nosso esforço não se dirige a demonstrar a validade empírica da teoria apresentada - o que implicaria na construção de modelos econométricos - mas sim explicitar as idéias teóricas que permeiam a elaboração da Primeira Fase do Plano Real.

Procuramos sim demonstrar, ao longo deste capítulo, que por trás da concepção do ajuste fiscal no Plano Real existe uma discussão clássica sobre expectativas bem como um amplo debate acerca dos efeitos da inflação sobre as contas públicas no Brasil. Na prática, porém, as mudanças introduzidas pelo Plano PAI e pelo FSE não se mostraram suficientes para assegurar o equilíbrio fiscal sequer em 1995, como previa originalmente o fundo. Apesar deste ter sido renovado, as contas públicas se deterioraram em função, principalmente, das contas previdenciárias e do impacto dos juros na dívida pública. De maneira geral, o governo foi extremamente otimista nas suas perspectivas em aprovar reformas estruturais consideradas, na concepção do plano, como fundamentais. Entretanto, contrariando a previsão de diversos economistas, a piora das contas públicas não engendrou um movimento de ascensão dos preços. A inflação, na realidade, foi reduzida continuamente no período.

*“A garrafa tinha o seguinte rótulo: BEBA-ME!*

*‘Muito simples dizer BEBA-ME – pensou Alice – mas não sou nenhuma boba. Vou ver o que está escrito embaixo do rótulo. Pode ser veneno!’*

*...Como aquela garrafa não trazia a palavra VENENO, Alice arriscou- se a provar o líquido que havia lá dentro...*

*- Essa é boa! – disse Alice baixinho – Tenho a impressão de que estou encolhendo como um telescópio!*

*E era verdade. Encolheu tanto que chegou a meio palmo de altura.*

*“Agora vou poder passar naquela porta!” – pensou satisfeita.*

*(Carrol, Lewis:, “Alice no País das Maravilhas”)*

## II – Unidade Real de Valor (URV) – A Fase 2 do Plano Real

Durante anos convivemos, junto a outros países latino-americanos, com a alta inflação crônica, apesar dos inúmeros esforços em combatê-la<sup>81</sup>. No caso brasileiro, particularmente, conseguimos conviver com taxas de inflação superiores a dois dígitos anuais de 1950 a 1994, sem que isso levasse a economia ao colapso<sup>82</sup>.

Essa nossa longa tradição de inflação (e tentativas de estabilização) teve como contrapartida o desenvolvimento de um sofisticado sistema de indexação que, se por um lado tornava a inflação menos dolorosa, por outro a realimentava e impedia a sua eliminação. Mesmo quando a inflação brasileira ultrapassou o marco clássico dos 50% mensais, como ocorreu pela primeira vez em dezembro de 1989, não vivemos, qualitativamente, as consequências de uma hiperinflação<sup>83</sup>.

A generalização da indexação brasileira permitiu a viabilização não apenas dos setores produtivo e financeiro da economia (embora tenha induzido a baixos níveis de

<sup>81</sup> Usamos aqui a definição de Pazos para inflação crônica: “Pazos (1972) argues that chronic inflation exhibits two characteristics. First, it may last for long periods of time; it is not measured in terms of months, as is the case of most hyperinflation’s, but in terms of years. Second, chronic inflation has an intermediate intensity – higher than that of moderate inflation but much lower than that of hyperinflation – which results from countries’ learning how to live with high and persistent inflation by creating various indexation mechanisms. Specifically, inflation does not have an inherent propensity to accelerate, or if it does, soon reaches a new plateau. In hyperinflations, however, the rate of inflation oscillates freely, before accelerating exponentially in the last six months or so”. Citado em Végh (1992, p. 630).

<sup>82</sup> O que obviamente não significa isentar a inflação brasileira de causar grandes distorções na alocação dos fatores produtivos, no sistema financeiro e na distribuição de renda do país.

<sup>83</sup> Para Cagan (1956) a hiperinflação começa quando a inflação mensal ultrapassa 50% e só termina após a taxa de inflação ficar pelo menos um ano abaixo desses 50%. Uma abordagem pós-keynesiana, aqui adotada, privilegia mudanças comportamentais e no sistema de contratos da economia e não um limite quantitativo. Para uma exposição do que consiste a visão pós-keynesiana acerca da alta e hiperinflação, ver Carvalho (1990). Para uma abordagem alternativa do modelo de Cagan, onde o início e o término de processos hiperinflacionários podem ser definidos dentro do próprio modelo, através da inclusão de parâmetros que variem ao longo do tempo, ver Barbosa (1997).

crescimento do investimento no período de agravamento inflacionário 1987-93) como também evitou o *colapso* das contas públicas, tão característico das experiências de hiperinflação.

De acordo com Bacha (1994), discutido no capítulo I, teríamos, em meados da década de 90, vivido justamente o fenômeno oposto. A inflação brasileira, durante um certo período, e ao contrário de outras célebres experiências inflacionárias, teria colaborado para a adequação, na prática, das receitas aos gastos públicos. Vivíamos um "Efeito Olivera Tanzi às avessas", em que a inflação era quem provocava o ajuste das contas públicas.

Mais do que uma vasta literatura a respeito, a alta inflação gerou, no Brasil, uma série de programas de estabilização que, postos em prática, viram-se na difícil tarefa de compatibilizar objetivos econômicos com restrições jurídicas e políticas. Para grande parte dos economistas, o maior desafio econômico pós-década de 1980 era desindexar a economia brasileira.

## II.1 – Indexação no Brasil e a proposta do Congelamento

O surgimento de ativos indexados numa economia inflacionária (ou a fuga para uma moeda estrangeira estável) nada mais é do que a forma natural dos agentes se protegerem da perda de poder aquisitivo da moeda doméstica. A indexação generalizada contribui para a manutenção de uma coerência mínima entre os preços relativos e viabiliza os sistemas contratuais e o mercado de crédito. É justamente o restabelecimento do valor real dos contratos, dado pela indexação, o que permite reduzir ou socializar, entre as partes, as eventuais perdas provocadas pela inflação<sup>84</sup>.

O grau de indexação de uma economia, por sua vez, depende de como os agentes encaram o fenômeno inflacionário, se o consideram um evento esporádico ou crônico, e do marco institucional vigente na economia. Embora os gestores de política econômica não possam impedir a indexação, podem contribuir (ou não) para a sua difusão através da legalização de suas práticas. A generalidade da indexação brasileira, neste sentido, explica-

---

<sup>84</sup> Desta forma, caso se proíba a indexação por lei, o resultado será a inviabilização dos sistemas contratuais de longo prazo, enquanto os preços correntes continuarão sendo corrigidos por algum tipo de indexação. Para uma discussão profunda do papel dos contratos como redutor das incertezas e, em última análise, como aquele que viabiliza economias monetárias, ver Carvalho, (1992, cap. 3, part. I).

se pelas facilidades (legais) criadas para a indexação e pela consideração de normalidade do nosso fenômeno inflacionário.

Enquanto a inflação é tida como um fenômeno anormal, fruto de choques exógenos esporádicos ou de eventos singulares, como guerras, não costumamos encontrar cláusulas de indexação nos sistemas contratuais. A inflação corrói parte do valor real dos ativos, mas essa perda não justifica a reformulação dos contratos, por suposto custosa.

Na medida em que a inflação se torne um fenômeno mais esperado, as reposições periódicas das perdas inflacionárias se tornam parte do comportamento rotineiro. São então criadas várias moedas de conta alternativas à moeda doméstica, que está desacreditada como reserva de valor.

Considerando que as diversas unidades de conta possuem atributos específicos, as partes escolhem aquela unidade que minimiza as perdas decorridas pela corrosão do valor real do contrato em questão. O resultado desses comportamentos individuais é a proliferação de quase-moedas (no sentido em que assumem apenas a função de unidade de conta) na economia<sup>85</sup>.

Esse processo de gradual generalização da indexação reproduziu-se na história econômica brasileira<sup>86</sup>.

Do Império ao Crash da Bolsa de Nova York em 1929/30, nenhum processo inflacionário adquiriu magnitude que justificasse o surgimento de contratos indexados na nossa economia<sup>87</sup>. A indexação esboçou-se pela primeira vez na Grande Depressão quando, em virtude da queda do preço de nossos produtos de exportação, o governo decidiu desvalorizar os mil réis. Para manter suas receitas em dólares em valor constante, as

<sup>85</sup> Diante da aceleração da inflação e da dificuldade de evitar perdas pelo uso de diferentes quase-moedas, a maioria das economias cronicamente inflacionárias tendem a convergir para a adoção do câmbio como indexador. No Brasil, entretanto, por ser uma economia bastante fechada até meados dos anos 1990 e também por atitudes explícitas do próprio governo (como veremos a seguir), a recomposição do valor real dos ativos e salários foi estabelecida, durante quase 30 anos, através (basicamente) da correção monetária. O governo brasileiro garantia a reposição das perdas ocasionadas pela inflação - enquanto os outros países costumam ser neutros em relação à adoção da correção monetária e de outras formas de indexação. Vale acrescentar em relação à proliferação de quase-moedas, que, numa leitura jurídica, em que a moeda é um bem público, o crescimento do número de quase-moedas significa que a função de unidade de conta foi privatizada. O Estado, ou o Governo Federal, é quem deveria, a rigor, fornecer à sociedade aquele bem que serve como meio de troca universal e como unidade de conta. Ver a respeito: Franco (1995, cap.II).

<sup>86</sup> O resumo da história da indexação brasileira que se segue tem por base o trabalho de Simonsen (1995a).

<sup>87</sup> O único momento de aceleração inflacionária preocupante, nos primeiros anos da República, foi contido em tempo pelo governo Campos Salles. Para uma análise do período ver "A Primeira Década Republicana", Franco, em *Ordem do Progresso*, 1990.



empresas multinacionais aqui sediadas decidiram elevar seus preços internos. Temendo que este movimento se difundisse na economia, Getúlio Vargas criou a chamada Cláusula Ouro que proibia qualquer forma de indexação. Através dela, o pagamento de dívidas em outra moeda, que não os mil-réis papel, ficava proibida por lei<sup>88</sup>.

Todavia, conforme a inflação ia se acelerando, principalmente a partir de 1950, a manutenção da Cláusula foi se tornando cada vez mais inviável. O setor público via seus rendimentos deteriorados, as tarifas públicas estavam atrasadas em relação aos ajustes dos demais preços, a contabilidade das empresas ficava prejudicada, os contratos de longo prazo estavam inviabilizados e, principalmente, o setor financeiro encontrava-se atrofiado (assim como praticamente inexistia um mercado para os títulos públicos nacionais)<sup>89</sup>.

Para amenizar o problema da contabilidade empresarial, Juscelino Kubitchek permitiu pela primeira vez o uso da “correção monetária”, isto é, a aplicação de um índice de preços oficial para o reajustamento periódico do valor nominal dos ativos e contratos. Naquela ocasião, a correção ficou limitada à reavaliação anual do ativo imobilizado das empresas<sup>90</sup>. Foi somente em 1964, com o Governo Castelo Branco, que se deu a disseminação do uso da correção periódica dos valores pela inflação passada, através do lançamento das ORTNs (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional).

No primeiro governo militar, a correção ficou estabelecida (e assegurada em lei) para tarifas, prestações contratuais e impostos. Evitou-se, porém, seu uso nas taxas de câmbio (condizente com o regime de Bretton Woods), nos salários (prefixando a inflação futura a ser considerada nas datas de dissídio) e nos depósitos à vista (evitando com isto

<sup>88</sup> A chamada Cláusula Ouro foi promulgada no Decreto nº. 23.501, de 27 de novembro de 1933 por Getúlio Vargas. O Decreto estabelecia em seu primeiro artigo: “É nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil-réis papel... A partir da publicação deste decreto, é vedada sob pena de nulidade, nos contratos exequíveis no Brasil, a estipulação de pagamento em moeda que não seja a corrente, pelo seu valor legal”. Vale notar que a proibição do uso de outras moedas era, e ainda o é, fortemente percebida como reafirmação da soberania nacional. Na E.M. nº 205, parágrafo 130, do Plano Real consta: “ É preciso observar que não se cogita da adoção de nenhum padrão monetário estrangeiro nas linhas do que se convencionou chamar de “dolarização”. Desde o início da história das nações, a moeda nacional é uma das mais importantes expressões de soberania ...”.

<sup>89</sup> O setor financeiro da economia via-se também prejudicado pela Lei da Usura. Esta lei, igualmente promulgada em 1933, fixava como teto juros de 12% ao ano, o que na prática significava, com a inflação pós-50, juros negativos.

<sup>90</sup> Lei nº. 3.470 de 1958. A reavaliação dava-se de acordo com coeficientes da evolução dos preços publicados pelo Conselho Nacional de Economia.

repetir a experiência da hiperinflação húngara de 1945-46, como veremos mais adiante). Cada uma destas proibições, entretanto, foi sendo abandonada com o passar do tempo.

Segundo um dos formuladores do PAEG, Simonsen, o governo evitou indexar salários, câmbio e depósitos à vista numa atitude consciente de que a plena indexação de uma economia torna rígida a inflação e pode ser explosiva<sup>91</sup>. Tal cautela, porém, revelou-se historicamente inútil.

A não-indexação dos salários foi a primeira a tornar-se (politicamente) insustentável. Já no governo Costa e Silva, a indexação foi estendida aos trabalhadores. Pouco tempo depois, o regime de taxas fixas de câmbio de Bretton Woods começou a perder sua credibilidade, principalmente num país onde a taxa de inflação se achava no patamar dos 20%<sup>92</sup>. O resultado foi que a partir de agosto de 1968 o governo brasileiro passou a utilizar-se de minidesvalorizações cambiais indexando a taxa de câmbio às diferenças entre a inflação externa e interna. A terceira forma de proibição da indexação (dos depósitos à vista), demorou mais a ser abandonada. Foi somente no final da década de 1980 que vários bancos passaram a permitir a indexação de depósitos de liquidez imediata, nas chamadas “Contas Remuneradas”<sup>93</sup>.

É importante ressaltar que, até 1973, a ampla indexação brasileira não era percebida como problemática. De fato, o Brasil conseguia crescer a taxas surpreendentes sem que a

<sup>91</sup> De acordo com esse autor, o PAEG teria sido “tão sofisticado em análise econômica quanto ingênuo em ciência política ... era politicamente insustentável, mesmo num regime militar nos moldes brasileiros...” Simonsen (1995a, p. 3). Cabe contudo indagar se os salários, pela fórmula salarial adotada, não eram também indexados, só que para baixo – uma vez que a correção se dava pela inflação estimada pelo governo, em regra subestimada (até porque a estimativa do governo é geralmente tomada pelo o mercado como o piso para os futuros reajustes de preços). Vale lembrar que além da questão do viés baixista, a fórmula continha ainda um problema técnico em relação aos ganhos de produtividade. Ver Simonsen, 1974, cap.V.

<sup>92</sup> Durante o governo Castelo Branco alguns reajustes cambiais (pela inflação) foram realizados, porém em intervalos longos (de 10 a 14 meses). Esse sistema de lenta correção do câmbio provocava oscilações na renda real dos exportadores e incentivava a especulação cambial (interna e externa). Após cada desvalorização afluíam para o país grande volume de recursos externos provocando expansão dos meios de pagamento (aumento das reservas), queda da taxa de juros e folga de liquidez. Seis ou oito meses depois, os recursos retornavam ao exterior, gerando o fenômeno inverso (crises de liquidez, altas de juros, etc.). Várias empresas estrangeiras endividavam-se no exterior por seis até oito meses, logo após cada desvalorização, e a seguir tomavam dinheiro no mercado interno. Quanto aos agentes internos, seis ou oito meses após cada desvalorização era chegada a hora de comprar dólares (vendidos livremente no câmbio manual), gerando filas de compradores nas casas de câmbio. Simonsen (1974, p. 117).

<sup>93</sup> Estamos nesta seção utilizando “indexação” como sinônimo de “correção monetária”. Poder-se-ia argumentar, como na famosa decisão do Ministro Moreira Alves acerca do uso da TR como indexador, que a correção monetária refere-se apenas à revisão nominal dos valores pela inflação passada, ao passo que a “indexação” pode incluir alguma previsão de inflação futura. Usualmente, porém, os termos são tratados como sinônimos. Ver Franco (1995, cap. II, pp. 38-39).

inflação desviasse muito do patamar dos 20% (em 1972 a inflação era de 19,88%). Esta peculiaridade nacional levou, inclusive, Milton Friedman a levantar a hipótese, baseado na experiência brasileira, de que a indexação salarial, em vez de provocar uma espiral preços-salários, facilitaria o combate à inflação<sup>94</sup>.

Todavia os dois choques do petróleo (1973, 1979) e a escalada dos juros internacionais (na década de 1980) mostraram, na prática, o perigo da indexação: a disseminação dos choques aos demais preços da economia e a sua perpetuação através do tempo. A partir de então, as práticas de conter a inflação via juros elevados, controles de preços (CONEP e posteriormente CIP) etc. tornaram-se inúteis e inviáveis (política e economicamente). Ao mesmo tempo, a contenção dos preços administrados pelo governo, diversas vezes praticada em nossa história, deteriorava as contas públicas aumentando as necessidades de financiamento do setor público. Ao final de 1979, a situação se agravaria pela decisão de redução do período de indexação salarial de um ano para seis meses, tendo a inflação dobrado após esta resolução.

A partir da década de 1980, com a deterioração do quadro econômico, o governo Figueiredo anunciou a prioridade da luta contra a inflação, prioridade que iria caracterizar a história econômica brasileira nos 15 anos seguintes.

Já em 1981, o Brasil adotava severos controles monetários e fiscais, seguindo a orientação do FMI. Esses esforços, entretanto, foram insuficientes para dar fim à inflação brasileira, tendo o quadro macroeconômico brasileiro se deteriorado em 1982, com a eclosão da crise mexicana.

Em 1983, para melhorar a grave situação do Balanço de Pagamentos, o Brasil fez uma maxidesvalorização, que teve como contrapartida a aceleração da inflação<sup>95</sup>. A esta altura, a inflação já era percebida como a grande inimiga nacional.

A redemocratização iniciada em 1985 trouxe à tona grandes esperanças no sucesso de combate à inflação. Nessa época, existia um amplo debate acadêmico acerca da estabilização. Parte dos economistas (principalmente os ligados ao PMDB) propunha um Pacto Social como solução para o problema inflacionário, enquanto outros defendiam um choque ortodoxo (nesta corrente destacava-se Otávio Gouvea de Bulhões). Na PUC do Rio

<sup>94</sup> Citado em Simonsen (1995a, pág. 5).

<sup>95</sup> Em 1983 o governo tentou pelo Decreto-lei nº. 2045 reajustar os salários nominais em apenas 80% da variação do custo de vida, mas o decreto foi derrubado pelo Congresso.

de Janeiro, os economistas dividiam-se entre aqueles que defendiam um choque heterodoxo e os adeptos da reforma monetária “Larida”<sup>96</sup>. Estas duas últimas propostas tinham em comum o fato de afirmarem ser possível o combate à inflação com baixos custos sociais – e tiveram por isso grande atrativo político. Afirmava-se que seria possível combater a inflação sem o doloroso “purgatório recessivo”<sup>97</sup>.

Na prática, o choque heterodoxo deu origem aos Planos Cruzado, Bresser e Verão<sup>98</sup>. Ao passo que da proposta Larida resultou a base sobre o qual foi concebida a Segunda Fase do Plano Real.

Como já foi diversas vezes ressaltado, entre o final da década de 1980 e o início da de 90, foram implementados 5 choques com congelamento de preços (além do Cruzado, Bresser e Verão tivemos o Plano Collor I<sup>99</sup> e o Collor II - ver anexo A). A estratégia do controle de preços, entretanto, demonstrou ser em regra, ao menos de acordo com a experiência brasileira, ineficiente em estabelecer uma estabilidade duradoura dos preços.

Na realidade, independentemente de nossas particularidades, o congelamento é, em si, uma estratégia problemática. A proibição de reajustes de preços por um **curto prazo** costuma ser inócua para romper a inércia inflacionária, uma vez que não altera o processo de precificação da economia<sup>100</sup>. Por outro lado, o **prolongamento** de seu período de vigência desalinha preços relativos e costuma gerar movimentos exagerados de alta, quando o controle é abandonado.

No caso específico brasileiro, os controles administrativos de preços adotados pós-congelamento mostraram-se eficientes no curto prazo (embora com eficiência decrescente no tempo), mas ineficientes no médio e longo prazo. Mais do que isto, a repetição dos congelamentos criou uma perversa dinâmica inflacionária, pois, ao cabo de um Plano, os formadores de preços da economia, por temor a novos congelamentos, aumentavam seus preços de forma preventiva. A queda do salário real daí resultante levava à pressão política

<sup>96</sup> Sardenberg (1987).

<sup>97</sup> O termo foi criado por Simonsen utilizado para justificar a política contracionista do PAEG. De acordo como o mesmo autor seria necessário: “recuar para saltar melhor”. Citado em Giambiagi (1988, p.2).

<sup>98</sup> Sem dúvida o mais bem-sucedido dos três, em termos políticos e econômicos, foi o Plano Cruzado.

<sup>99</sup> No caso do Plano Collor I, a Medida Provisória 154 (Lei n. 8.030 de 14.4.1990) estabeleceu transitória **sistemática** de reajuste dos preços das mercadorias, dos serviços, dos salários em geral, bem como de alugueis e mensalidades escolares.

<sup>100</sup> Aqui entendida a inércia como um fenômeno decorrente do comportamento dos agentes – voltaremos a esse ponto mais adiante.

por novos congelamentos. Quando enfim se adotavam novos controles sobre preços e salários, os consumidores estocavam mercadorias, cientes de que, uma vez findo o congelamento, viriam novos aumentos de preços. O aquecimento da demanda resultante deste comportamento, por sua vez, levava ao surgimento do ágio, das filas e, por fim, ao relaxamento do controle de preços e à nova aceleração inflacionária (Arida, 1999).

Em 1992, o governo abandonou as propostas de choque heterodoxo e partiu para o “neogradualismo” e em 1993 iniciava-se o Plano Real, através do Plano PAI. De acordo com Persio Arida:

**“Tudo mudou a partir de meados de 1991 com o insucesso do Plano Collor II. Após tantas tentativas de congelar preços e ativos financeiros, houve uma reação de horror à heterodoxia. Afastou-se de vez o fantasma de um novo congelamento. A sabedoria convencional ressurgiu triunfante: para erradicar a inflação, basta sanear o setor público. Chega de mágicas, dizia-se. E na prática o sistema econômico voltou à dinâmica anterior: preços contratuais indexados, crawling peg na taxa de câmbio também indexado à inflação passada e política monetária passiva. A inflação readquiriu um caráter predominantemente inercial. A ... ironia da História é que foi justamente o domínio ideológico do saber convencional que tornou possível utilizar a base conceitual do Larida para lançar o Plano Real.” (Arida, 1999, pp. 112-3)**

E assim, dez anos depois de sua publicação, foi implementada a chamada proposta Larida, embora algumas contribuições tenham sido introduzidas. Vejamos primeiro em que consistiu, na prática, a URV, para então discutirmos suas raízes teóricas bem como o aperfeiçoamento da proposta.

## **II.2 – Medidas adotadas na Fase 2 do Plano Real**

No dia 27 de fevereiro de 1994 foi publicada a Medida Provisória nº 434 que instituía a Unidade Real de Valor (URV) a partir do dia 1º de março<sup>101</sup>. Após esta data, a URV passou a integrar, em conjunto com o cruzeiro real, o Sistema Monetário Nacional. Seu curso legal, porém, era estabelecido somente para uso como padrão de valor monetário, permanecendo o cruzeiro real com a função de meio de pagamento. A URV, portanto, não era uma moeda, mas apenas uma **unidade de conta**. Esta situação perdurou até o dia 1º de

<sup>101</sup> A medida foi transformada na Lei nº 8.880 em 27 de Maio de 1994.

julho de 1994, quando a URV ganhou poder liberatório e se tornou a nova moeda da economia: o real.<sup>102</sup>

Na fase de transição, entre 1º de março e 30 de junho, o Banco Central fixou diariamente a paridade entre o cruzeiro real e a URV, tendo por base a perda do poder aquisitivo do cruzeiro real.<sup>103</sup> O cálculo diário da URV foi estabelecido através da variação *pro rata* de três índices de preços: IGP-M, IPCA-E e IPC-FIPE (Ver Anexo D).

Assim, enquanto a URV mantinha relativamente constante o seu poder de compra, o cruzeiro real desvalorizava-se diariamente (perante a URV), podendo essa perda de poder aquisitivo ser usada como índice de correção monetária. O valor da URV, em cruzeiros reais, passou também a ser usado pelo Banco Central do Brasil como parâmetro para as negociações com a moeda estrangeira. A correção monetária, no entanto, deveria ser estabelecida através da URV e não do câmbio. Essa medida visava acabar com a indexação cambial – passando esta a ser terminantemente proibida, exceto quando expressamente autorizada por lei federal.

Ficou também estabelecido que os novos contratos passariam a ser cotados em URV, enquanto os já existentes poderiam optar (ou não) pela conversão (todavia no dia 1º de julho todas as obrigações contratuais deveriam estar expressas na nova unidade de conta)<sup>104</sup>. O voluntarismo na adesão à *urverização* dos contratos reforçava a idéia de que o Plano Real, em contraposição a outros Planos heterodoxos, respeitava, ao máximo possível, os mecanismos de mercado, evitando o uso de Tablitas e outras formas de intervenção<sup>105</sup>. Além disto, a conversão não compulsória dava aos agentes tempo para renegociarem o *float* inflacionário que, em grande medida, já estava embutido no cálculo dos agentes quando os contratos eram estabelecidos.

<sup>102</sup> Por ocasião da M.P., ficou anunciado que o Poder Executivo determinaria, após no máximo trezentos e sessenta dias a contar da publicação da MP, a data da primeira emissão do Real. Quando porém foi lançada a lei nº. 8.880, já constava que a primeira emissão do Real ocorreria no dia primeiro de julho de 1994. A partir desta data, o cruzeiro real deixou de integrar o SMN, de ter curso legal e de possuir poder liberatório. Evidentemente, as cédulas e moedas em cruzeiro real continuaram em circulação como meios de pagamento até serem completamente substituídas pelo real. Vale notar que a questão da *duração* da URV foi polêmica entre os economistas (veremos a seguir o por quê). Muitos argumentam que sua duração se deu em função do calendário político, dada a proximidade das eleições.

<sup>103</sup> A URV teve seu valor congelado após o dia 1º de agosto em Cr\$ 2.750, valor da URV no dia 30 de junho.

<sup>104</sup> No caso dos contratos, estabeleceu-se a adesão voluntária, para contratos anteriores a 15 de março, e obrigatórios para as obrigações posteriores, com prazo de vencimento superior a 30 dias.

Como a inflação era, salvo nos períodos de implementação dos congelamentos, muito elevada no Brasil, as partes contratantes estabeleciam critérios que as protegessem de possíveis perdas inflacionárias. Muitas vezes o procedimento adotado nos contratos pré-fixados era superestimar a inflação futura e dividir a diferença entre o valor estimado e o efetivo entre as partes (Franco, 1995c). A perspectiva do fim da inflação pelas Fases I e II do Plano Real exigia, portanto, uma redefinição dos contratos firmados, o que envolvia renegociações entre as partes.

Ainda em relação aos contratos, ficou estabelecido que, uma vez celebrados em URV, poderiam ser adotadas cláusulas de reajustes por índices de preços (ou índice de variação ponderada dos custos dos insumos utilizados, no caso da indústria), desde que sua periodicidade fosse anual. Essa medida visava promover uma extensão nos prazos de indexação dos contratos ficando proibidas as cláusulas de reajustes monetários com periodicidade inferior a um ano.

No caso dos contratos pós-fixados, a transição das moedas trazia um problema: a mensuração das inflações de julho e agosto de 1994. Isto porque a variação dos preços nestes dois meses envolvia preços cotados em URV ou em cruzeiros reais (durante o mês de junho, base para o cálculo da inflação de julho) e preços cotados em reais (no mês de julho, base para o cálculo da inflação de agosto). Para calculá-la, portanto, fazia-se necessário estabelecer em qual das moedas seria verificada a variação dos preços e cuidar para manter um tratamento de isonomia distributiva entre as partes contratantes (Franco, *ibidem*, pp. 51- 52). A superestimação da inflação ou subestimação da inflação nesses meses introduziria, nos contratos pós-fixados, transferências de renda por ocasião da revisão contratual – o que ocorreria, como vimos, após um ano – e isto poderia realimentar a inflação após o primeiro ano da nova moeda.

A solução para esse problema foi resolvida pelo artigo 36 da M.P. nº 434 (art.38 na Lei nº 8.880): o cálculo dos índice de correção monetária de julho e agosto tomaria “por base preços em real, o equivalente em URV dos preços em cruzeiros reais, e os preços nominados ou convertidos em URV dos meses imediatamente anteriores, segundo critérios estabelecidos em lei” (M.P. nº 434, art. 36). Ou seja, em primeiro lugar, os preços em

---

<sup>105</sup> “Como temos tido oportunidade de reiteradamente afirmar à Nação, neste processo não haverá quebra de

junho, coletados em cruzeiros reais, seriam passados para URV da data de coleta. Os preços de julho em reais seriam comparados com os preços de junho expressos em URV – o que não era problemático, já que a URV e o real eram a mesma moeda (Franco, *ibidem*)<sup>106</sup>. Em agosto, os preços já estariam em reais e seriam comparados com os preços (em reais) de julho.

Os contratos salariais no Plano Real, em contraposição aos demais, tiveram um tratamento particular. Em vez da livre transição, foram compulsoriamente convertidos (em primeiro de março) pela média em URV dos valores recebidos nos quatro meses anteriores (novembro, dezembro, janeiro e fevereiro). O período quadrimestral foi estabelecido porque era esta a periodicidade em que vinham se realizando, em média, os dissídios na economia<sup>107</sup>.

A partir de 1º de março, os salários ficavam fixos em URV, mas eram reajustados em cruzeiros reais mensalmente, de acordo com a variação da URV e pagos pela URV do dia do pagamento. Ou seja, além de se estar introduzindo uma mudança da expressão monetária de cruzeiro reais para URV pela média, estava-se efetuando uma transição do regime de competência para o de caixa (Franco, 1995, p.43). O salário passava a ser pago pelo URV do dia, tendo sido, portanto, corrigido pela variação dos preços apreendida pela URV no período<sup>108</sup>.

A mudança do regime de competência para o de caixa fez com que a recomposição do valor real dos salários na data-base fosse extinta – o que gerou insatisfação em diversas categorias. O argumento do governo foi de que, na transição para URV, os trabalhadores já teriam recuperado o valor real de seus rendimentos (este ponto ficará mais claro adiante) sendo, portanto, sem sentido uma nova reposição de perdas pela inflação na data de

---

contratos, confiscos, Tablitas, redutores....”. E.M. nº 205, parágrafo 133 de 7 de Dezembro de 1994.

<sup>106</sup> Essa resolução do governo foi objeto de algumas ações judiciais, de acordo com Franco “sem maiores consequências”. Para uma discussão do episódio ver Franco (1995, pp. 51-53).

<sup>107</sup> Não poderiam ser incluídos no cálculo da média dos rendimentos: “o décimo terceiro salário ou gratificação equivalente, as parcelas de natureza não-habitual; o abono de férias, as parcelas percentuais incidentes sobre o salário e as parcelas remuneratórias decorrentes de comissão, cuja base de cálculo não esteja convertida em URV” (M.P. nº 434 art. 18, parágrafo 1º).

<sup>108</sup> O mesmo procedimento de cálculo de rendimentos foi utilizado para os Benefícios da Previdência Social; para os valores das tabelas de vencimentos, soldos e salários e das tabelas de funções de confiança gratificadas dos servidores civis e militares; para os proventos da inatividade e para os pensionistas do governo decorrentes do falecimento de servidor público civil e militar. O FGTS também seria apurado em URVs.



dissídio. O impasse foi resolvido juridicamente pela introdução de uma salvaguarda que garantia a reposição, após um ano, das eventuais diferenças entre os salários efetivamente pagos nos quatro meses subseqüentes à conversão pela URV e os que teriam sido pagos no mesmo período se a política salarial anterior ainda estivesse em vigor<sup>109</sup>.

Embora fosse obrigatório (compulsório) que no dia 1º de julho os salários estivessem denominados em URV, ficava, durante o período de transição, a critério dos trabalhadores (voluntário) decidir por receber o valor nominal correspondente ao salário em URV (quantidade de URVs vezes a cotação do dia) ou o previamente acordado, em cruzeiros reais. Esta cláusula foi introduzida porque, após os planos de estabilização da década de 1980, se tornara inconstitucional reduzir nominalmente salários.

Como o valor dos salários, de acordo com a fórmula da URV, é obtido pela média dos valores recebidos nos últimos quatro meses, aquelas categorias que tivessem sido recém-ajustadas poderiam ter uma redução nominal do salário em relação ao valor recém-ajustado<sup>110</sup>. Para evitar que isto ocorresse, o governo permitiu aos trabalhadores, caso assim optassem, continuar recebendo o salário pré-acordado. Com a permanência da inflação, logo se tornava vantajoso, em termos nominais, a conversão, pela média, para a URV.

<sup>109</sup> “Na hipótese de o valor decorrente da aplicação do disposto neste artigo resultar inferior ao salário vigente no mês anterior a data-base, será mantido o maior dos dois valores” (parágrafo 2º do art. 27, M.P. nº 434). De acordo com Franco, não houve necessidade de utilização desta cláusula uma vez que : “o salário real médio resultante da aplicação da Lei nº 8.880 (referente a URV) resulta(ou) 1.82% maior que aquele que resultaria da aplicação da Lei nº 8.700 (lei salarial anterior)”. Segundo o mesmo autor, além de ter sido vantajosa a alteração da lei salarial, os trabalhadores teriam se beneficiado em cerca de 10% do valor real de seus salários após a introdução da URV, pelo fim do chamado imposto inflacionário (Franco, *ibidem*, p. 45).

<sup>110</sup> Por exemplo: suponhamos que, imediatamente após o reajuste, o salário nominal seja de Cr\$1.000,00, que a inflação mensal seja de 40% ao mês, como ocorria nos meses pré-Real, e que os salários sejam reajustados a cada quatro meses. Nos meses seguintes o valor nominal continuará fixo, porém seu valor real (salário a preços do primeiro mês de reajuste) decrescerá: Cr\$ 1.000,00 ; Cr\$ 714,28; Cr\$ 510,20; Cr\$364,43. O salário médio do período terá sido, portanto, de Cr\$ 647,23. Caso optasse pela URV, o trabalhador receberia no primeiro mês (supondo que a inflação nos 4 meses anteriores se tenha comportado analogamente) Cr\$647,23 ao invés de Cr\$ 1.000,00, pela regra anterior, o que obviamente lhe seria desvantajoso. Todavia, nos próximos meses seu salário, pela antiga regra, permaneceria fixo em Cr\$ 1.000,00 (por quatro meses) enquanto o salário pela regra da URV cresceria (supondo inflação constante de 40%) de Cr\$ 647,23 para: Cr\$ 906,12; Cr\$ 1.256,58; Cr\$ 1.776,00. Já no terceiro mês, portanto, o trabalhador perceberia que era melhor adotar a URV (Cr\$ 1.256,58 > Cr\$ 1000,00). Ou seja , os salários **nominais** permanecem constantes pela antiga regra salarial (reajuste a cada 4 meses - regra I) ao passo que crescem em URV (regra II). Em termos **reais**, os salários decrescem pela regra I, ao passo que ficam constantes pela regra II.

Contornava-se assim um problema político característico de outros planos de estabilização: a redução nominal dos salários pelo procedimento da conversão pela média<sup>111</sup>.

Em relação à indexação futura (pós-URV) dos salários, ficou estabelecido que, uma vez convertidos, perderiam a eficácia quaisquer cláusulas contratuais que assegurassem a correção ou reajuste com prazo inferior a 12 meses. Embora a indexação ficasse proibida nesse prazo, aumentos **reais** de salários relativos a ganhos de produtividade poderiam ocorrer, de acordo com a **livre negociação**.

Transcorridos os 12 meses, ficava assegurado aos trabalhadores em geral, no mês da primeira data-base de cada categoria, o reajuste dos salários pela variação acumulada do IPC-r (Índice de Preços ao Consumidor, série r)<sup>112</sup>.

Em relação aos preços finais, estabeleceu-se que eles teriam de ser expressos em cruzeiros, obrigatoriamente, sendo a cotação em URVs facultativa. Essa medida visava evitar um excessivo encurtamento do período de reajustes, o que aceleraria demasiadamente a inflação (este ponto será discutido adiante).<sup>113</sup>

Os preços públicos e as tarifas de serviços públicos poderiam ser convertidos em URV, pela média dos últimos quatro meses tal qual o procedimento estabelecido para os salários. Aqueles que, por critérios estabelecidos pelo Ministro da Fazenda, não fossem convertidos em URV na fase de transição, seriam obrigatoriamente convertidos em reais na data da primeira emissão da nova moeda. Enquanto não houvesse tal emissão, porém, o Ministério da Fazenda poderia determinar reajustes, a fim de colocar os preços

<sup>111</sup> No Plano Cruzado bancários e jornalistas tiveram seus salários nominalmente reduzidos em função da proximidade do reajuste do dia 27 de fevereiro de 1986, data do pacote que inaugurou o Plano Cruzado - fato que colaborou para a má recepção, inicial, do plano por várias categorias.

<sup>112</sup> Este índice foi criado a partir de 1º de julho de 1994. Seu cálculo era feito pelo IBGE e divulgado até o último dia útil de cada mês. O índice refletia o custo de vida em Real, para uma população composta por famílias com renda até oito salários mínimos, sendo o IPC-r o indexador obrigatório para obrigações e contratos não-financeiros. O índice deixou de ser calculado em 1º de julho de 1995. O objetivo do fim de sua apuração era, de acordo com a E.M. nº 250 de mesma data, ampliar a livre negociação dos contratos entre as partes.

<sup>113</sup> Na realidade, nas últimas semanas de junho a cotação dos preços em URVs tornou-se também obrigatória. A expressão de valores em cruzeiro real permanecia obrigatória: nos preços e tarifas do setor público, nas etiquetas e tabelas de preços, nas notas e nos recibos de compra e venda e prestação de serviços, nas notas fiscais, faturas e duplicatas e em qualquer outra referência a preços nas atividades econômicas tais como cheques, notas promissórias, letras de câmbio (e demais títulos de crédito) e ordens de pagamento em geral, exceto contratos (estes, como já ditos, de conversão voluntária).

administrados pelo setor público em níveis adequados com a estabilidade – evitando com isto que, na entrada em vigor do Real, os preços públicos estivessem defasados<sup>114</sup>.

Como ressaltado por Franco (1995, cap.2), a questão dos preços públicos era delicada: sua determinação abaixo do equilíbrio teria efeitos deletérios no déficit público. Por outro lado, caso se mostrasse necessária a correção de preços públicos no primeiro ano após a introdução do Real, criar-se-ia um problema político de difícil solução. Como convencer o público da necessidade do governo corrigir seus preços se os rendimentos dos demais agentes da economia ficariam sem reajustes por 12 meses? Tornava-se, portanto, fundamental colocar os preços públicos num patamar que tornasse desnecessárias, por um ano, revisões de valores e que, ao mesmo tempo não engendrasse novas pressões inflacionárias.

Ainda em relação a denominações de valores públicos, convém acrescentar que foi vedado o uso da URV nos orçamentos públicos, até a emissão do real. Esta última medida beneficiava as contas do governo já que a não-correção pela URV no orçamento mantinha a situação anterior, em que os gastos públicos eram indexados de forma inferior às receitas (ver discussão do Efeito Bacha no capítulo I).

No dia 1º de julho de 1994, a URV passou a ser dotada de poder liberatório, passando a denominar-se Real (terceira fase do Plano). Porém, o processo de desindexação da economia brasileira, iniciado pela URV, só foi completado em 1º de julho de 1995 pela MP n.º 1.053. Nela se estabeleciam “as condições para uma estabilidade duradoura”. De modo abreviado, resumimos suas principais medidas<sup>115</sup>:

1. Extinção, a partir de 1.7.95, de qualquer unidade monetária de conta, tais como unidades usadas na prestação de serviços (coeficiente de honorários cobrados pelos profissionais de saúde, unidade taximétrica, etc.)
2. Mudança, a partir de 1.1.96, da periodicidade de Unidade Fiscal de Referência (UFIR), que passa de trimestral para semestral.

---

<sup>114</sup> Esta preocupação também refletia o aprendizado do governo com os Planos de estabilização. No Plano Cruzado o congelamento de preços e tarifas públicas num patamar inferior ao de equilíbrio trouxe grande complicação para as contas públicas.

3. Extinção, a partir de 1.1.96, das unidades fiscais adotadas por estados e municípios (UPDF, UFERJ, UNIF, etc.). Torna facultativo o uso da UFIR pelos estados e municípios, em substituição às respectivas unidades monetárias de contas fiscais extintas desde que na mesma periodicidade adotada pela União, isto é, semestral.
4. Extinção do IPC-r, a partir de 1.7.95. Fica assegurada a correção de salários pelo IPC-r na primeira data-base de cada categoria, a partir de 1.7.95 e determina que os próximos reajustes dependerão de livre negociação coletiva. O índice de correção a ser aplicado será o decorrente da variação do IPC-r entre a última data-base e o mês de junho inclusive.
5. Instituição da Taxa Básica Financeira – TBF, de uso exclusivo para a remuneração das operações financeiras de prazo igual ou superior a 60 dias.

De acordo com a E.M. referente à M.P. da desindexação (acima citada), as novas medidas em conjunto com a URV, desmontavam: “o perverso mecanismo da indexação, que permite ao passado condenar o futuro, ou seja, a inflação de amanhã ser causada pela inflação de hoje, e a de hoje pela de ontem.” (E.M. nº 250 de 1º de julho de 1995, p. 2).

Para melhor compreender esta citação vejamos, enfim, a teoria por trás da URV.

### **II.3 – Bases Conceituais da Fase 2 do Plano Real: A proposta Larida**

A primeira versão da proposta "Larida" data de dezembro de 1984, quando Arida e Lara-Resende apresentaram, numa conferência promovida pelo *Institute of International Economics* em Washington, um artigo intitulado: "Inflação Inercial e Reforma Monetária: Brasil", contendo uma proposta de estabilização para a economia brasileira. Naquela ocasião Dornbush, comentador do texto, criou o termo “Larida”<sup>116</sup>.

Segundo os dois autores, a inflação brasileira vinha revelando, a partir da primeira crise do petróleo em 1973, sensibilidade extrema a choques de oferta adversos, que se perpetuavam no tempo, e uma grande resistência a políticas de demanda restritivas. De fato, analisando graficamente, um observador poderia concluir em 1984 que, basicamente, a

<sup>115</sup> De fato a desindexação só se completa nessa data, porém é comum associarem a Segunda Fase do Plano Real (concebida para dar fim à indexação da economia) ao período de vigência da URV.

inflação brasileira vinha movendo-se por patamares, apesar da política monetária e fiscal contracionista aplicada no início dos anos 1980<sup>117</sup>.

A ineficácia da implementação dos programas do FMI em estabilizar a economia brasileira havia negado, ao menos no parecer dos dois analistas, a tese de que a inflação brasileira resultava de um sobreaquecimento da demanda em relação à estrutura da oferta nacional. Corroborando essa tese, as análises do déficit operacional (ou real) revelavam que o déficit público, devidamente descontada a correção monetária, não era suficiente para explicar a alta inflação<sup>118</sup>. Diante dessas evidências e da inexistência de algum choque externo de preços ocorrendo na economia, os autores concluíam que a inflação brasileira era, basicamente, inercial.

A idéia de que a inflação possui três componentes: a autônoma, a de regulação pela demanda e a de realimentação (ou inercial) descende, na literatura brasileira, dos trabalhos de Simonsen, em particular da sua tese de doutorado transformada no livro: “Inflação: Gradualismo X Tratamento de choque” (1970)<sup>119</sup>.

<sup>116</sup> O texto foi posteriormente publicado por Williamson em março de 1985. A versão utilizada nesta dissertação foi traduzida pelos próprios autores e publicada em 1986, mantendo a forma original.

<sup>117</sup> O primeiro choque do petróleo elevou a taxa de inflação do patamar dos 20% para o dos 40% durante os quatro anos que se seguiram: 1974-78. O segundo choque do petróleo, 1979, acompanhado da redução pela metade do intervalo de indexação promovido pelo governo e de uma desvalorização de 30% acima da depreciação de paridade do dólar, tiveram como consequência a elevação da inflação em 1979 e 80 para 100%. E, após a desvalorização de 30% em fevereiro de 1983, a inflação foi para 210%. A tentativa de estabilização via contenção de demanda, recomendada pelo FMI, conseguiu apenas uma redução de 110% para 100% em 1981, tendo como efeitos colaterais a redução de 12% na produção industrial e o aumento do desemprego. Ver: Arida & Resende (1984, p. 12).

<sup>118</sup> Convém lembrar que o déficit operacional (ou déficit real) é igual ao déficit nominal menos a correção monetária. Segundo os autores: “O déficit real do setor público representou 8% do PNB em 1982 e 3,5% do PNB em 1983. Ao final de 1984, o déficit fiscal havia sido praticamente eliminado. Sob todos os critérios, esta é uma reversão dramática do desequilíbrio fiscal precedente... Como o equilíbrio da carteira dos agentes na economia baseia-se nas magnitudes reais dos ativos, é óbvio que as necessidades de financiamento público advindas da recomposição nominal do valor real da dívida pública, por aquilo em que é corroída pela inflação, não exercem qualquer pressão sobre o equilíbrio econômico.” Arida & Lara-Resende (1986, p. 13).

<sup>119</sup> De acordo com Simonsen a taxa de inflação no ano  $t$  ( $r_t$ ) seria determinado por  $r_t = a_t + b r_{t-1} + c [d_t / d^*_{t-a} - 1 - n]$ , onde  $a_t$  é a inflação autônoma no período  $t$ ,  $b r_{t-1}$  é o componente de realimentação,  $c [d_t / d^*_{t-a} - 1 - n]$  é o componente de demanda, sendo  $d_t$  a demanda real no período  $t$  (no nível de preços resultante das componentes inflacionárias autônoma e de realimentação),  $d^*_{t-1}$  a demanda real efetiva no período  $t-1$  (igual ao produto real);  $b$ ,  $c$ ,  $n$  parâmetros.  $b$  é o coeficiente de realimentação;  $n$  é a taxa normal de crescimento da procura (aquela que manteria estáveis os preços se não existisse inflação autônoma nem inflação prévia) e  $c$  a elasticidade da taxa de inflação às variações na demanda global. Simonsen, 1970, cap. 6. Esta equação apresenta-se numa forma simplificada em Simonsen, 1974, cap. V, em que o componente de demanda aparece simplesmente como  $g_t$ .

A componente autônoma, como o nome indica, é a independente da inflação do período anterior. É, portanto, aquela que depende de reajustes de preços (salários, câmbio, impostos e demais preços) decididos institucionalmente ou resultante de variações de preços causadas por fatores de natureza acidental (tais como choques agrícolas, choque do petróleo, etc.). Frequentemente, a componente autônoma é denominada, na literatura, por “componente custos da inflação” ou “componente dos choques de oferta”.

A componente de demanda, por sua vez, refere-se à clássica concepção de que um aumento da demanda, não correspondido por um aumento da oferta, será seguido de aumento dos preços. Reflete, em suma, a existência de um excesso de demanda agregada originado, geralmente, por descontrole fiscal ou monetário. De acordo com os autores da proposta Larida, esta componente (analisada em termos de déficit operacional do setor público e da política monetária) vinha se mostrando bastante insignificante para explicar a elevada inflação brasileira na década de 80.

A componente de realimentação, por fim, é justamente a que resulta da inflação do período anterior e aparece na literatura sempre precedida por um parâmetro (no trabalho de Simonsen, 1970, representado pela letra “b”). Este parâmetro constitui o coeficiente de realimentação, isto é, “em que fração a inflação de um período se transmite ao período seguinte” (p.129). Exceto em períodos de hiperinflação, supõe-se que  $0 < b < 1$ , ou seja, no máximo se transmite a inflação passada no seu valor integral<sup>120</sup>.

A inexistência de pressões de demanda e de choques de oferta à época (1984/5) levavam Lara-Resende e Arida a proporem que a inflação brasileira era predominantemente inercial.

O conceito de inflação inercial utilizado pelos dois autores é, entretanto, diferente daquele utilizado por Sargent, explicitado no capítulo I. Em vez da hipótese de expectativas adaptativas, a inércia decorreria da existência de contratos com cláusulas de indexação. Nestes, o valor real, corroído pela ascensão dos preços, seria restabelecido após intervalos

<sup>120</sup> Simonsen (1970) admite ser possível  $b > 1$  nos casos explosivos hiperinflacionários, onde os agentes estariam extrapolando uma inflação maior do que a passada para o futuro. Mais adiante (p.137) o autor trabalha com um modelo de realimentação múltipla onde  $br_{t-1}$  é substituído por  $b_1r_{t-1} + b_2r_{t-2} + b_3r_{t-3} + \dots + b_p r_{t-p}$ . Neste caso a condição de estabilidade é que a soma dos coeficientes de realimentação seja inferior à unidade  $0 < b_1 + b_2 + b_3 + \dots + b_p = b < 1$ . As semelhanças com o modelo de Cagan, analisado no capítulo 1, são claras.

fixos de tempo (Larida, p.17). Todavia, na medida em que todos os agentes adotam a mesma estratégia de reposição das perdas inflacionárias, a taxa de inflação existente no sistema tende a perpetuar-se. A inflação corrente passa a ser, no mínimo, a inflação passada (supondo-se que inexistam choques de oferta ou demanda que a agravem). E, à medida que todos assumem como regra rever seus contratos sistematicamente pelo movimento anterior dos preços, a inflação passada passa a ser, de fato, o melhor guia para a inflação futura.<sup>121</sup>

É importante notar que a inflação inercial aparece, na literatura brasileira, como um fenômeno institucional (contratual ou comportamental) e não expectacional. Embora Simonsen, precursor no Brasil do conceito de inflação inercial, tenha afirmado que “a inércia inflacionária era consequência da teoria das expectativas adaptativas, que já havia sido utilizada por Cagan, e sobretudo Milton Friedman”<sup>122</sup>, as referências bibliográficas brasileiras remetem-na sempre a uma “regra de comportamento” ou prática contratual.

Por um lado, faz sentido supor que, se os agentes possuem expectativas adaptativas, e, portanto, acreditam que a melhor proteção para as perdas inflacionárias futuras consiste em projetar para o próximo período a inflação passada, é natural que se defendam criando contratos indexados pela inflação do período anterior. No entanto, uma vez que este fenômeno se repete e se torna um hábito legalmente validado, como no caso brasileiro, a inflação inercial assume contornos institucionais. Passa a existir entre os agentes uma *convenção* que os protege, ao menos parcialmente, das perdas decorrentes do processo inflacionário.

É talvez neste sentido que Francisco Lopes, importante autor da chamada teoria inercialista no Brasil, escreve que: “Nossa teoria alternativa enfatiza a natureza inercial da tendência inflacionária: na ausência de choques inflacionários a inflação corrente é

<sup>121</sup> Vale notar que há um modelo em que Sargent e Wallace (ver Domingues, 1997), utilizando hipótese de expectativas racionais (ou seja, de que a inflação esperada pelo público é a esperança matemática da inflação da economia), chegam à conclusão de que a inflação passada é a melhor previsão para a inflação futura. De acordo com este modelo, olhar para o comportamento passado seria, portanto, o racional. Lembrando que ser racional, neste caso, é não desperdiçar informações e ter capacidade de, na média, inferir corretamente o valor futuro das variáveis da economia. Embora as conclusões sejam semelhantes ao modelo de Cagan (o melhor guia para inflação futura é o comportamento da inflação passada), Sargent e Wallace criticam esse autor porque esse modelo permite a ocorrência de erros sistemáticos por parte do público, já que os agentes possuem expectativas diferentes do modelo da economia e pratica uma inconsistência matemática ao aplicar o estimador de mínimos quadrados quando há correlação entre a variável endógena (inflação) e uma das variáveis exógenas (representante da influência de erros aleatórios na equação).

<sup>122</sup> De acordo com seu discípulo Werlang (1998).

determinada pela inflação passada, *independentemente* do estado de expectativas” (Lopes, 1986, p.124)<sup>123</sup>.

Para este último autor, a tendência inflacionária do sistema é a própria inflação do período anterior<sup>124</sup> e pode ser agravada, ocasionalmente, por flutuações decorrentes de choques de oferta (safras agrícolas, choque do petróleo, etc.) ou de choques de demanda. O ponto fundamental é que essas possíveis fontes de flutuação, ao invés de passageiras, são incorporadas à tendência inflacionária da economia.

Um outro ponto fundamental é compreender a dinâmica funcional da inércia inflacionária. Em princípio, alguém poderia supor que a simples reposição dos salários e aluguéis pela taxa de inflação passada apenas reproduziria os preços relativos vigentes no período anterior, e que, portanto, não poderia ser *per se* uma causa da inflação. O problema desse raciocínio é supor que a situação inicial, a ser reproduzida nos períodos seguintes, seja de equilíbrio dos preços relativos. Se a situação inicial for de desequilíbrio (causada por um choque real), a indexação, ao recompor a estrutura de preços relativos inicial, tende a perpetuar preços que, tomados todos ao mesmo tempo, são, na realidade, incompatíveis com o equilíbrio da oferta e demanda da economia (Simonsen, 1995a, pp.124-5). Esse mecanismo essencial do conflito distributivo que é a causa última da inflação inercial.

Durante o período entre dois reajustes o valor das rendas contratuais mantém-se constante em termos nominais e decresce em termos reais, até o momento imediatamente anterior ao dissídio, quando então as cláusulas de indexação recuperam o valor real inicial do contrato. Portanto, para que se mantenha um determinado valor real médio constante (ao longo de vários períodos) é preciso que o valor real do contrato, no início de cada período, seja superior ao valor médio do contrato (pois será com o tempo corroído pela inflação).

A trajetória dos salários (ou aluguéis), por exemplo, é tal que adquire um valor real de pico, na data do reajuste, para então decrescer gradativamente ao valor médio e continuar decrescendo até um valor de vale, no ponto que antecede o reajuste<sup>125</sup>. Isso

---

<sup>123</sup> Na realidade esta afirmação nos parece problemática uma vez que a aceitação de determinada regra institucional se faz, em geral, mediante a expectativa de que essa seja capaz de proteger relativamente o agente – no caso, de oscilações de seu poder de compra. Ou seja, por trás da prática de repor automaticamente a inflação passada nos períodos de reajustes existiriam também expectativas.

<sup>124</sup> A discussão "tendência" versus "choque" encontra-se em Lopes, (1986, cap. XVIII).

<sup>125</sup> Para uma boa compreensão do movimento dos salários e aluguéis ver Lopes, (1986, cap. XVIII).



significa que o valor inicial dos salários ou aluguéis não corresponde ao valor de equilíbrio do mercado (representado pelo salário real médio, por suposto igual à produtividade marginal do trabalho). Assim, a indexação, ao retomar esse ponto inicial (de pico), reproduz uma situação de desequilíbrio para a economia. Esse desequilíbrio é compatibilizado através do tempo pelo aumento dos preços (e conseqüentemente redução dos valores reais dos salários ou aluguéis).

Suponhamos o caso das rendas contratuais salariais, embora o raciocínio para outras rendas seja análogo. Na data de dissídio os trabalhadores estabelecem seus salários no pico a fim de manter um determinado salário médio. Como tais salários não correspondem a uma posição sustentável (ou de manutenção das taxas de pico dos lucros) para os empresários, aumentam-se os preços na economia. A inflação resultante, por sua vez, engendra novas reivindicações de reposição salariais, que levam a novos aumentos de preços, *ad perpetuam*.

Cada agente da economia (incluindo o governo ao reajustar seus impostos) busca manter o valor real de seus rendimentos ao longo do tempo e para isso precisa restabelecer com certa freqüência os seus valores de pico. O ponto crucial da inércia inflacionária é a **assincronia** dos picos no tempo (entre as diversas categorias de trabalho, o governo e os empresários). É esta assincronia que permite uma certa estabilidade no patamar inflacionário. Se todos reivindicassem seus respectivos picos de rendimento, simultaneamente, o resultado para a economia seria a hiperinflação. Na famosa imagem: todos querem uma grossa fatia, que, se somadas, são maiores do que o bolo. A única forma de compatibilizar tais apetites seria estufar o bolo através de um fermento hiperinflacionário.

A única posição sustentável, simultaneamente, para a economia como um todo é quando os rendimentos se encontram **todos** em seus patamares médios. Se, por exemplo, houver um congelamento dos rendimentos (todos) no pico, ocorrerá uma escassez de bens na economia que logo se refletirá em inflação. Se, ao contrário a estrutura congelada for a que vale (para todos), tenderá a ocorrer uma deflação com recessão. E por último um congelamento da estrutura dos preços relativos quando alguns agentes se encontram no pico, outros no vale (e outros nos seus valores de equilíbrio) se reacenderão as

reivindicações por reposição salarial, acionando novamente o conflito distributivo. Não é por outra razão que o fim da inércia inflacionária exige a conversão de todos os contratos da economia pelo seu valor médio, isto é, pelo seu suposto valor de equilíbrio.

Deve-se ainda acrescentar a análise da dinâmica de revisão contratual a cada data-base pois: “... o reajuste do valor nominal dos contratos em 100% da inflação verificada no período prévio não garante a meta de um valor real constante”<sup>126</sup>. Em outras palavras, a prática da revisão das rendas contratuais pela inflação acumulada no período (utilizada no Brasil e em diversos outros países) não defendia necessariamente os trabalhadores e rentistas de perdas ocasionadas pelo processo inflacionário. Isto ocorre porque o valor real médio de um contrato depende de três fatores: da taxa de inflação, do tamanho do período de reajuste e do valor do pico real salarial (ou do valor do vale).

A determinação do valor médio do contrato e suas implicações pode ser compreendida por um modelo simples apresentado por Lopes (1986). Nele, o salário (ou qualquer outra renda contratual) real médio  $v_{(t)}$  para o período  $t$  depende do pico de salário real  $v^*$ , da magnitude do intervalo de reajuste,  $\theta$ , e da taxa de inflação no período  $q_{(t)}$  da seguinte forma:  $v_{(t)} = v(q_{(t)}, \theta, v^*)$ , sendo  $dv_{(t)}/dq_{(t)} < 0$ ,  $dv_{(t)}/d\theta < 0$  e  $dv_{(t)}/dv^* > 0$ .

Assim, se o intervalo de tempo,  $\theta$ , e os picos,  $v^*$ , permanecem constantes, a aceleração da inflação corrente implica em redução dos salários médios reais, mesmo com a reposição integral da inflação. Na prática isto implica em que, a não ser que o intervalo de reajuste seja mínimo, os trabalhadores necessariamente perdem cada vez que a inflação se acelera<sup>127</sup>. Para compensar estas perdas é preciso ou elevar os picos, ou diminuir o período de reajuste (ou uma combinação dos dois fatores que mantenha o salário real médio, ao longo de vários períodos, constante).

<sup>126</sup> Resende & Arida (1984, p.17).

<sup>127</sup> Os trabalhadores não perdem se for adotado uma regra de “gatilho salarial” em que oscilações superiores a um determinado limite acionam, imediatamente, reposições salariais (ou se o período de reajustes é muito pequeno). Dado que as regras geralmente adotadas de revisão salarial em economias inflacionárias envolvem intervalos fixos de tempo (ao invés de “gatilhos”), seria natural questionar porque os trabalhadores as aceitam. A resposta dos autores para este tipo de pergunta é keynesiana: “...os assalariados, ao se prenderem a contratos que revisam os valores nominais a intervalos fixos de tempo, conseguem assim manter a estrutura dos salários relativos constante. O salário real médio depende da inflação, mas os salários relativos entre as categorias assalariadas permanecem insensíveis à taxa de inflação” (idem, ibidem, pp. 19-20).

Considerados os custos de reformulação dos contratos, menores acelerações da inflação não justificam reduções no período de reajustes. Taxas mais elevadas, no entanto, tornam inevitável a reformulação legal dos salários (já que constantes elevações dos picos reais salariais encontram fortes resistências por parte dos sindicatos patronais). Assim, quanto mais elevada for a inflação corrente, menores tendem a se tornar os períodos de reajustes<sup>128</sup>.

É fácil perceber, pelo modelo acima, que, se se pretende manter os salários reais médios e os picos reais constantes, o encurtamento do período leva a uma aceleração da inflação. Intuitivamente isto pode ser percebido pelo fato de que o encurtamento da periodicidade dos reajustes torna a economia mais sensível a eventuais choques de oferta ou demanda. Quanto menor o período de reajuste das rendas contratuais, maior a rapidez com que serão repassados os eventuais choques (de oferta e demanda) para todo o sistema econômico e, portanto, maior a média de preços da economia para um dado período de coleta do índice, ou seja, maior a taxa periódica (mensal, trimestral, anual, etc.) de inflação.

Intuitivamente, quando os períodos de reajustes são relativamente longos, os efeitos de um choque de oferta, por exemplo, são diluídos pelo fato de os contratos serem revisados de acordo com todo o período considerado. Disto decorre que, quanto menor o período maior o impacto do choque na data de revisão dos contratos e maior a sua propagação para toda a economia, visto que todos os agentes revêem seus preços e salários de acordo com o índice de inflação. Colocando de outra forma: choques de oferta mudam preços relativos o que, numa economia indexada, gera uma corrida de recuperação da estrutura anterior, acelerando a taxa de inflação vigente na economia:

**“Se os agentes respondem rapidamente a qualquer aceleração da inflação reduzindo a extensão do período de indexação, uma pequena variação nos preços relativos leva a uma aceleração dramática da taxa de inflação. .... A consequência de um choque de oferta depende fundamentalmente das barreiras que impeçam os agentes de se defenderem contra a mudança nos preços relativos pela imposição de períodos de indexação mais curtos.”**  
(Arida & Lara-Resende, p.18).

Por outro lado, a redução do período de reajustes reduz a memória inflacionária do período e com isso facilita o término da inflação. Numa economia de inflação inercial, com

<sup>128</sup> Arida & Lara-Resende (1984, p.18).

um período médio de reajustes de 4 meses, por exemplo, qualquer redução da taxa corrente de inflação é corroído pela revisão dos contratos que levam em conta não apenas o mês anterior, mas os quatro meses prévios. Por conseguinte, se a memória do sistema é zerada, estão criadas as condições para romper a inércia inflacionária (ibidem, p.19).

O fim da memória inflacionária é justamente o que ocorre quando as economias em processo de inflação crônica atrelam seus preços à taxa de câmbio. Os preços passam então a mover-se, diariamente, em função de uma outra moeda, cujo país referente possua inflação próxima a zero, e sem nenhuma relação com a taxa de inflação passada – é o conhecido fenômeno da “dolarização”, por ter sido o dólar a moeda que historicamente cumpriu esta função.

Na realidade, há dois movimentos contidos no processo de “dolarização”. Em primeiro lugar, os agentes convergem para um mesmo indexador. Este fato é fundamental para a viabilidade do fim da inércia inflacionária uma vez que a convivência de vários indexadores contribui para a perpetuação do conflito distributivo – pois os índices diferem na periodicidade e, no curto prazo, também em seus valores. O segundo movimento provocado pela “dolarização” é a redução, para zero, da memória inflacionária da economia. Os ajustes passam a ter por referência, em vez da inflação passada, os movimentos diários do mercado de câmbio. Como os indexadores convergem e passam a ter reajustes diários, rompe-se a inércia do movimento de aumento dos preços. Uma nova moeda crível pode então ser introduzida viabilizando o fim drástico da inflação, como demonstram, por exemplo, as experiências da Alemanha, Áustria e Hungria da década de 1920.

Partindo justamente do estudo dessas experiências, a proposta Larida pretendia percorrer o caminho entre uma alta inflação e uma hiperinflação reduzindo os períodos de reajuste dos contratos, sem, no entanto, sofrer os mazelas da hiperinflação. Em vez de esperar que o encurtamento dos reajustes viesse em consequência de uma aceleração da taxa de inflação, os autores propuseram que uma reforma monetária encolhesse a memória do sistema econômico.

A forma de encolher essa memória seria introduzir uma nova unidade monetária, na proposta inicial indexada em ORTN (e, portanto, sem inflação), que conviveria, durante

alguns meses, com a velha moeda<sup>129</sup>. Para evitar especulações, a moeda indexada seria posta em circulação em uma data preanunciada com paridade de um para um com a ORTN. A opção de converter cruzeiros em novos cruzeiros ou vice-versa seria totalmente livre, o que presumivelmente significa que as duas moedas teriam curso legal<sup>130</sup>.

O valor da nova moeda indexada em cruzeiros seria atualizado diariamente de acordo com a variação *pro rata* dia da ORTN do mês. A escolha da ORTN como indexador geral para a economia justificava-se pela sua já disseminada utilização como moeda de conta em contratos (os autores tinham a preocupação de preservar ao máximo o funcionamento dos mercados, com o mínimo possível de intervencionismo). Esperava-se que a disseminação do uso da moeda indexada pelos agentes fosse voluntária, uma vez que a nova moeda seria protegida do imposto inflacionário e isenta das oscilações do valor real médio comum aos contratos prefixados.

Embora a opção de cotar preços em novos-cruzeiros (moeda indexada) ou em cruzeiros fosse **livre**, o governo estipularia que todas as transações financeiras e depósitos bancários fossem contabilizados na nova moeda.

Além disto, para evitar que as rendas contratuais fizessem a transição para a nova moeda em valores de picos ou de vales insustentáveis, política ou economicamente, os salários da economia, os aluguéis, os preços administrados pelo governo e todos os demais contratos indexados seriam fixados na nova moeda, com base nos preços reais médios da velha moeda observados nos últimos meses. Essa conversão pela média, como exposto anteriormente, era um ponto fundamental para uma desindexação bem sucedida (ou seja, que eliminasse de fato o conflito distributivo). Se dessem aos agentes o direito de escolher o ponto da conversão, todos optariam pela conversão no pico – e o resultado, para o sistema, seria a explosão inflacionária<sup>131</sup>.

<sup>129</sup> “Nosso parecer é de que o período de transição não ultrapasse a dois meses”. Ibidem, p. 26. A questão da duração do período de convívio das duas moedas era polêmico. Vale citar, por exemplo, um artigo escrito anteriormente à proposta Larida pelo próprio Lara-Resende, onde consta que a duração seria de três a seis meses. Ver Lara-Resende em: “A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial” republicado em *Inflação Inercial, Teorias Sobre Inflação e o Plano Cruzado*, 1986, p. 154.

<sup>130</sup> Lopes (1986, cap. XVIII, p. 137).

<sup>131</sup> Na proposta Larida, os autores advertiam, porém, que nem todas as categorias deveriam ter seus rendimentos convertidos pela média, um exemplo seriam os bancos (ver p. 26). Ou conforme explicitado por Arida: “A clear case was the settling of banking tariffs. Because of sharing inflation seigniorage, banks charged zero tariffs for current account and checking services in inflationary times. The removal of inflation tax required then an increase in the price of banking services. Apart from pricing visibility, the real price

Seria permitido, porém, “àqueles que preferissem manter seus contratos indexados em cruzeiro fazê-lo” (Arida & Lara-Resende, p. 25). Nesse caso a preferência pelo novo cruzeiro poderia ser estimulada através de uma depreciação diária da velha moeda em relação à nova, ligeiramente superior à inflação corrente.

Por fim, a taxa de câmbio seria revista diariamente de acordo com a interpolação geométrica dos valores disponíveis para a ORTN, mantendo-se, na prática, constante no nível prevalecente antes da reforma monetária.

Conforme o uso da moeda indexada fosse se disseminando (e a livre conversibilidade seria fundamental para evitar uma fuga da velha moeda, o que teria como consequência a explosão da sua velocidade de circulação), a própria necessidade da divulgação de um índice geral de preços arrefeceria. O governo então poderia fixar uma taxa de depreciação (do cruzeiro relativo ao novo cruzeiro) “igual à taxa média de inflação observada no passado recente ... *ad infinitum* (ou até que o cruzeiro fosse eliminado)” (Arida & Lara-Resende, p. 24). Após um curto período de convívio, a velha moeda seria extinta e a inflação, como nas hiperinflações, acabaria abruptamente.

Na visão dos próprios autores, o sucesso da reforma Larida em estabelecer o fim da inflação dependeria, porém, de dois pontos: a) “os principais fatores do lado da demanda, a saber, o déficit operacional do setor público e a política monetária” deveriam estar sob controle<sup>132</sup>; b) não deveria haver pressão de choques de oferta. Ou seja, seria necessário que os principais ajustes de preços relativos (câmbio, preços públicos e bens de consumo básico fornecidos pelo governo) já estivessem realizados por ocasião da reforma monetária<sup>133</sup>.

As semelhanças entre a proposta Larida e as medidas implementadas na Segunda Fase do Plano Real, expostas no item anterior, são gritantes: livre arbítrio para a adesão dos preços e contratos ao novo indexador; depósitos e ativos financeiros compulsoriamente

---

*changed as monetization affected the demand for banking services. Authorities in charge of stabilization programs allowed for increases in banking tariffs in spite of the price freeze.”* (1992, p. 40).

<sup>132</sup> Mesmo estando zerados o componente custos e a memória inflacionária, se o componente fiscal é diferente de zero (representando um excesso de demanda na economia), há inflação na nova moeda (exatamente igual ao componente de demanda) - ver equação de Simonsen (1970) citada anteriormente. Se essa situação persiste, a tendência é a (re)indexação da economia.

<sup>133</sup> “A reforma monetária não visa substituir as medidas de política que atacam os fundamentos dos processos inflacionários. Não tem sentido implementar uma reforma monetária se a inflação advém primordialmente de déficits fiscais ou de choques de oferta. A reforma monetária lida como componente inercial da inflação – nem mais nem menos ...” (Arida & Lara-Resende, p.23).

denominados no indexador, conversão das rendas contratuais pelo seu valor real médio<sup>134</sup>; dólar atrelado à variação do indexador, etc. As similitudes entre a concepção da Fase URV e o Larida, por sua vez, podem ser apreciadas nos seguintes trechos:

**“... Toda indexação é retroalimentadora quando corrige os preços de hoje de acordo com a inflação observada em algum período anterior. A indexação que corrige os preços de hoje pela inflação passada estabelece a inflação de ontem como ponto de partida para a inflação hoje. Ainda que venham a ser eliminadas as causas fundamentais das pressões altistas sobre os preços, a inflação se manterá alta hoje porque foi alta ontem”. (E.M. nº 205, parágrafo 114)**

**“É, portanto, desejável e possível reduzir a memória que a indexação introduz no processo inflacionário. Para isso, propomos a adoção de unidade de referência cujo valor monetário será corrigido em intervalos mais curtos... a adoção generalizada de uma unidade de referência baseada na inflação corrente deve ser subordinada ao avanço significativo da reorganização fiscal...” (idem, ibidem, parágrafo 115 e 118)**

Na realidade, tão logo foi lançada a proposta da URV, todos os economistas familiarizados com a proposta Larida ressaltaram as semelhanças entre as duas propostas. Muitos chegaram a afirmar, inclusive, que o Plano Real **era** o Larida, já que este recomendava, na falta de ajuste fiscal prévio, o que teria sido a Fase I do Plano.

Buscamos demonstrar ao longo do primeiro capítulo que a Fase I é reflexo de um longo debate teórico. Embora o Larida também reclame a necessidade de um ajuste fiscal prévio para o sucesso da Reforma Monetária, acreditamos que a concepção teórica da Primeira Fase do Plano Real vai além dos argumentos levantados por Arida e Lara-Resende. Estes dois autores teriam sido, sim, os **principais** responsáveis pela concepção da Fase II do Plano Real. Todavia, ainda nesta Segunda Fase, algumas importantes inovações teriam sido introduzidas. Em grande medida, essas modificações resultaram de críticas que datam já do lançamento da proposta Larida, na segunda metade da década de 1980. Antes de apresentá-las e analisar suas contribuições para a Segunda Fase do Plano Real, convém fazer ainda as seguintes observações:

<sup>134</sup> O período médio de reajuste das rendas contratuais era de 6 meses por ocasião do Plano Cruzado. Em meados de 1994, este período já havia sido reduzido para 4 meses – motivo pelo qual a URV utiliza os valores dos 4 meses como base para o cálculo da média, enquanto a proposta Larida original recomendava os valores dos 6 meses prévios como base para o cálculo da média.

1. Em relação à interpretação de que o fim **abrupto** das hiperinflações é consequência de uma mudança confiável na política econômica do país, os autores da proposta Larida mostraram-se cépticos. Para eles: “esta visão subestima a rigidez para baixo típica dos processos de inflação crônica e explicadas pela teorias de inflação inercial” ( p. 31). Sem se referir aos trabalhos, por exemplo, de Sargent ou Lucas (não há nenhuma referência bibliográfica a estes autores, aliás o único autor internacional citado é o argentino Roberto Frenkel, cujos trabalhos se aproximam bastante da escola inercialista), os autores da proposta Larida mostram-se descrentes de uma interpretação baseada na teoria das expectativas racionais para o fim dos processos inflacionários crônicos<sup>135</sup>.
2. A proposta de Arida e Lara-Resende seria compatível com qualquer regime cambial pós-reforma (embora os dois fossem “favoráveis” ao regime de taxa de câmbio real fixa, p.27). Acrescentavam os autores a observação de que, historicamente, “um requisito fundamental para o sucesso das reformas monetárias tem sido o influxo de capitais externos e a acumulação resultante de reservas que permitiram ao país provar sua capacidade de fixar a taxa de câmbio” (p.29). Ambos, porém, já não contavam com tal influxo em 1984, visto que por ocasião da proposta (década de 80 após o colapso Mexicano de 1982): “o fluxo de capitais externos necessário não se dirigirá para o país mais endividado do mundo” (ibidem). A situação da liquidez internacional mudaria completamente nos anos 1990, o que viabilizou o financiamento do balanço de pagamentos com âncora cambial – como veremos no terceiro capítulo.
3. A reforma monetária não afetaria a taxa real de juros. Os autores observavam ainda que o efeito mais provável do estabelecimento de taxas de juros reais bem acima dos níveis externos não é antiinflacionário, mas contracionista (p.28). Este ponto foi revisto por Arida (1992), como veremos na seção II.4.2.

---

<sup>135</sup> Como observamos na primeira seção, o artigo de Sargent “O final de Quatro Hiperinflações” data de 1982, sendo de provável conhecimento dos autores.



4. Os salários reais, por sua vez, não seriam afetados pela reforma monetária. Nesse sentido a reforma não constituía política de rendas ou de promoção de uma maior equidade social, tendo sido criada sob o princípio da neutralidade distributiva<sup>136</sup>.
5. Quanto ao estabelecimento de metas monetárias pós-reforma os autores afirmam que tal imposição provavelmente estará fadada ao fracasso dada a dificuldade de se prever a taxa de crescimento da demanda pós-reforma monetária: “Se a demanda por moeda se eleva substancialmente (o que acreditamos irá acontecer), o governo teria ou que violar a restrição ao crescimento monetário que ele se auto-impôs, ou permitir uma super contração com as conseqüências deflacionárias” (p.29). Na Fase 3 do Plano Real foram adotadas, inicialmente, metas monetárias. De fato, como acreditavam os dois autores, os limites fixados estouraram rapidamente devido à reversão na demanda por moeda em função do fim da inflação.

Vejamos agora as críticas à proposta Larida e as contribuições à proposta URV delas resultantes.

## **II.4 – Diferenças entre a Proposta Larida e a URV**

### **II.4.1 – A Experiência Húngara de 1946 e o Rentenmark Alemão - Lições da História.**

A proposta Larida foi rejeitada por ocasião do Plano Cruzado por temor de que a introdução da nova moeda levasse à hiperinflação (ver Sardenbeng, Carlos A., 1987). Tal temor era geralmente justificado, empiricamente, pela experiência húngara de 1945/6, quando o nível dos preços, de julho de 1945 até agosto de 1946, aumentou por um fator de  $3 \times 10^{25}$  – constituindo a maior hiperinflação de que se tem registro.

De fato, depois de ter sofrido uma hiperinflação nos anos 20, a Hungria foi palco do mais virulento de todos os processos inflacionários após a introdução de uma moeda indexada em sua economia<sup>137</sup>. A experiência começou no dia 10 de janeiro de 1946, quando

<sup>136</sup> Em sua tese de doutorado, Arida (1992) demonstra ceticismo quanto à possibilidade de respeitar uma neutralidade absoluta para as conversões de rendas: “*Neutrality conversions for every individual wage contract do not guarantee aggregate wage neutrality. The general level of real wages at the launching of stabilization depending on the relative weights of wage contracts standing above or below their respective average the day before the program. The aggregate problem is an example of the insurmountable difficulties in implementing exact neutrality mentioned*” (ibidem, p.39).

<sup>137</sup> A penúria fiscal da Hungria era tanta e tão elevada a taxa de inflação que a própria emissão de moeda foi prejudicada por falta de papel e pela remoção as chapas de impressão para a Alemanha pelo governo nazista húngaro. O Banco Central foi bombardeado e a Hungria não possuía suficientes divisas para pagar a tinta

o governo húngaro, num quadro de já elevada inflação, lançou decreto que introduzia o pengő fiscal na economia. De início, a nova unidade monetária, indexada pelo índice dos preços, limitava-se aos depósitos à vista nos bancos comerciais e depósitos de poupança<sup>138</sup>.

Imediatamente após a introdução dessa unidade monetária, verificou-se, como seria de se esperar, uma preferência explícita do público pelo pengő fiscal – crescendo substancialmente os depósitos nele determinados.

Evidentemente, a expansão dos depósitos em pengő fiscal (e paralela redução nos encaixes em moeda corrente) significou, para o governo húngaro, uma perda de senhoriagem significativa, já que a base sobre a qual incidia o imposto inflacionário foi bastante reduzida. A crescente fuga da moeda, agravada pela precária situação da estrutura fiscal do país, gerou uma brutal aceleração da inflação – o que, por sua vez, contribuía ainda mais para a preferência pela moeda indexada.

Pouco tempo custou, após a introdução dos depósitos indexados, para que o público fizesse pressão no sentido de que fossem emitidas notas em pengő fiscal – autorizadas, na realidade, já em 21 de maio de 1946. Originalmente, entretanto, estabeleceu-se que as notas de pengő fiscal só poderiam ser usadas para o pagamento de impostos (serviam como uma antecipação de impostos uma vez que tinham um prazo de dois meses de validade, após o qual o Tesouro não mais teria a obrigação de reembolsá-las). Essa situação mostrou-se, porém, igualmente insustentável. Em 13 de junho o Ministro das Finanças estendeu o uso das notas do pengő fiscal para certos pagamentos como tarifas ferroviárias e outros serviços prestados pelo Estado ou por empresas estatais: “Em junho de 1946, era virtualmente impossível encontrar moeda em pengő regular circulando em Budapeste ou outras cidades, especialmente depois das 14:00 horas, quando os bancos fechavam.” (Bomberger e Makinen, 1988, p.24).

Em 23 de junho o governo começou a cobrir todos os seus gastos com essas notas e, em 9 de julho, o pengő fiscal tornou-se a moeda corrente substituindo rapidamente a moeda

---

importada que fora usada na impressão de notas, e esse dinheiro teve que ser tomado emprestado! Estes relatos e uma interessante análise da experiência hiperinflacionária encontram-se em Bomberger e Makinen (1988).

<sup>138</sup> Nem todos os depósitos foram indexados por este decreto. Os depósitos no Banco Postal de Poupança, sobretudo nas províncias, só foram indexados em 9 de julho de 1947 – cerca de três semanas antes da estabilização. ( *ibidem*, p. 23)

não indexada. Nos últimos dias restantes de hiperinflação húngara, o pengő fiscal tornou-se o único meio de troca aceito na Hungria.

Como todas as hiperinflações de que se tem notícia, a húngara também foi de curta duração. Os economistas marcam o seu fim no dia 1º de Agosto de 1946, quando foi introduzido, através de uma reforma monetária, o florint - sendo o pengő fiscal retirado gradualmente de circulação<sup>139</sup>.

Bombarger e Makinen (1988) atribuem o fim da hiperinflação húngara de 1946 às reformas fiscais e monetárias introduzidas, de forma explicitamente análoga à tese de Sargent<sup>140</sup>. Os dois autores observam que também no caso húngaro de 1945-6 houve uma estabilização rápida com grande expansão monetária – “em linhas consistentes com expectativas racionais” (p.17). Por fim os dois autores acrescentam uma desestimulante conclusão acerca da introdução de uma moeda indexada na economia:

**“O efeito das notas foi o mesmo que haveria se a base fiscal houvesse sido reduzida na ausência de suas emissão ... Assim, a emissão de notas de pengő fiscal serviu apenas para acelerar a taxa de inflação ao reduzir a base fiscal inflacionada. Estas notas também puxaram as notas regulares, que ainda restavam, para os bancos, onde serviram para aumentar a taxa de criação de depósitos. É difícil evitar a conclusão de que os depósitos em pengő fiscal e as notas do mesmo não era nada mais que um fator contribuinte à severidade da hiperinflação.” (p.27, Grifos nossos).**

De posse de tal estudo, diversos economistas viam com grande ceticismo a proposta Larida de introdução de uma moeda indexada que circulasse paralelamente à moeda nacional. Esse foi, por exemplo, o parecer de Mário Henrique Simonsen. Vejamos seus argumentos.

Simonsen (1985) já no momento de lançamento da proposta Larida observava que a ORTN (lembrando que a proposta original era a transformação da ORTN em moeda), não era uma unidade de conta de poder aquisitivo, por definição, estável, como pareciam afirmavam os formuladores do Larida. Seu valor oscilava quando a inflação se acelerava ou se desacelerava em função da impossibilidade de evitar alguma defasagem entre a apuração

<sup>139</sup> Para as medidas implementadas pela reforma e suas conseqüências em termos de emissão monetária, crescimento e desemprego ver (Bombarger & Makinen, pp.31- 43).

<sup>140</sup> Sargent, T. (1986) não trata do caso húngaro de 1945-6 (conseqüentemente nem Franco (1995b)). Os autores Bomberger e Makinen acrescentam em nota de rodapé : “Neste empenho, nosso estudo é um

do índice de preços e a fixação do valor de ORTN: “Isto posto, a taxa de inflação na nova moeda seria a aceleração da taxa de inflação em cruzeiros. E o sucesso da reforma dependeria exatamente de que essa taxa não se acelerasse significativamente”(p.29).

Para o autor, era preciso impedir que houvesse uma fuga excessiva para a nova moeda, o que provavelmente ocorreria se houvesse convívio entre uma moeda indexada e uma moeda que se deprecia a cada momento. Diante de duas moedas o público manifestaria rápido repúdio à “velha moeda” em favor da “nova”. Este movimento faria com que a velocidade de circulação da “velha moeda” explodisse resultando numa hiperinflação (na velha moeda). O problema é que, com a explosão inflacionária, o índice representado pela “nova moeda” ficaria necessariamente defasado em relação a inflação **corrente** da “velha moeda”. 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 suma, acabaria por contaminar a nova moeda e com ela o sucesso do Plano de Estabilização proposto.

Além disto, Simonsen criticava a proposta de reforma monetária por outros 4 pontos. Em primeiro lugar, argumentava que a circulação simultânea das duas moedas “criaria formidável confusão transacional”. Em segundo, a proposta não cuidava de conter o déficit público nem a expansão monetária, que, como vimos, os autores supunham já sobre controle<sup>141</sup>. Acrescenta-se a isto o fato de que a nova moeda deveria se consolidar mais rapidamente como meio de troca do que como unidade de conta, tornando o controle monetário (já complicado devido ao fenômeno da remonetização que se segue à estabilização) ainda mais difícil.. Em quarto e último lugar, o autor lembrava a experiência empírica da moeda indexada na Hungria de 1945-6 alegando ter a experiência do convívio entre duas moedas (indexada e não indexada) revelado-se historicamente equivocada<sup>142</sup>.

---

complemento a recente estudo de Sargent, ‘The Ends of Four Big Inflation’ ...”( Bomberger e Makinen, 1988,p.17).

<sup>141</sup> Historicamente mostrou-se que um dos principais erros do Plano Cruzado foi o otimismo quanto a situação prévia das contas públicas e a postura expansionista fiscal e monetária adota naquela ocasião, tendo seus formuladores inclusive feito autocrítica em relação a este ponto. Ver *Os Pais do Cruzado Contam porque não Deu Certo*, 1987.

<sup>142</sup> Cabe lembrar que Simonsen era adepto de um pacto social à la Israel (1985) como a única forma de enfrentar a inflação brasileira. No seu parecer a nossa inflação possui elementos monetários, fiscais e inerciais de maneira que só um acordo que mobilizasse toda a sociedade levaria à estabilização.

Para Franco (1995, cap.4), entretanto, a proposta Larida deveria ser examinada, não à luz da experiência húngara de 1945-6, como sugere Simonsen (1985), mas sim do rentenmark alemão, “muito mais importante e muito mais bem sucedida” (idem, p.99) do que a experiência do pengö fiscal.

De fato, durante a hiperinflação alemã, diversas moedas privadas indexadas e semi-oficiais começaram a circular na economia o que levou (dado o repúdio à moeda nacional e conseqüente aumento na velocidade de circulação da mesma) à aceleração da inflação. Todavia, a criação, pelo governo, do rentenmark, uma moeda lastreada em títulos indexados ao dólar, teria contribuído, segundo o autor, para a estabilização da taxa de câmbio e conseqüente fim da hiperinflação (idem, p.120)<sup>143</sup>.

Historicamente, o recrudescimento do processo inflacionário alemão fez com que entidades municipais, estaduais e de utilidade pública, assim como determinados bancos passassem a emitir empréstimos denominados em commodities, já que estas, ao contrário do marco alemão, mantinham-se em valor relativamente constante. Estes “títulos de dívida” emitidos eram cotados em marcos, diariamente, em função do preço internacional da mercadoria escolhida como indexador, mas não eram conversíveis nas respectivas mercadorias<sup>144</sup>. Os papéis eram emitidos em pequenas denominações e circulavam como meio de pagamento, enquanto a verdadeira moeda nacional (o marco) ia perdendo espaço na economia.

Atento a este processo e percebendo a irreversibilidade da demanda por marcos, o governo alemão buscou, ele mesmo, emitir empréstimos denominados em dólar – os “empréstimos-ouro”<sup>145</sup>, inicialmente sob o intuito de obter divisas estrangeiras afim de apoiar a sustentação da taxa de câmbio (Resistência Passiva no Rhur). Estes empréstimos,

<sup>143</sup> O texto de Franco (1995, cap. 4) foi originalmente publicado em 1987, tendo seus argumentos sido extraídos da tese de doutoramento de Gustavo Franco: “Hyperinflations: the experience of the 1920’s reconsidered”, Harvard University, 1986, não publicada. Como vimos no primeiro capítulo, de sua tese também se segue a crítica de Franco a Sargent. O primeiro autor acredita que a estabilização da taxa de câmbio foi o principal (embora não único) fator explicativo para o fim da hiperinflação alemã.

<sup>144</sup> Geralmente o centeio, mas também o carvão, linhito, trigo, coque, potássio, ouro, açúcar, a cevada e até os quilowatts - Franco (1995c, pp. 106-109). “Na verdade, esses empréstimos representavam uma forma muito interessante de título indexado, e sendo reserva de valor e meio de pagamento circulavam sem restrições como moeda, mas com uma característica extremamente importante que era a estabilidade de seu valor” (idem, pp. 109-110)

<sup>145</sup> Franco trata títulos indexados ao ouro ou ao dólar como “o mesmo”, ver p.118.

porém, não lograram obter o volume de reservas pretendido e não puderam servir de meio de pagamento, pois foram emitidos em valores de face muito elevados.

Na prática, coube aos bancos comerciais criar, já na fase avançada do processo hiperinflacionário, os meios de pagamento alternativos ao marco. Foi permitido às unidades bancárias emitir moedas privadas de baixo valor unitário (*wertbestandiges*), lastreadas nos títulos oferecidos pelo governo (empréstimos-ouro).

As moedas indexadas às mercadorias ou os *wertbestandiges* mantinham uma relação fixa com o dólar na medida em que se valorizavam em relação ao marco na mesma proporção em que o marco se desvalorizava frente ao dólar. Mas, uma vez que o marco fosse retirado de circulação, estes meios de pagamento perderiam sua relação com o dólar e se transformariam em simples moedas fiduciárias (p. 119). Ou seja, dado que os preços encontravam-se atrelados ao dólar, nada garantiria que a transformação das “moedas de valor constante” em moeda nacional possibilitariam o fim do processo inflacionário alemão.

É importante ressaltar que, a esta altura, o volume de marcos em circulação era insignificante e as reservas internacionais do Reichmark poderiam lastrear cerca de 100% do seu valor. Neste sentido, o governo alemão, se assim optasse, poderia facilmente promover uma reforma monetária que abandonasse o marco em favor de uma nova moeda integralmente conversível<sup>146</sup>. Esta alternativa, defendida por muitos à época foi, entretanto, rejeitada. Dado o processo de remonetização que se seguiria após a estabilização, a conversibilidade só seria sustentável por um curto período de tempo – como observara, inclusive, Keynes, consultado pelo governo alemão<sup>147</sup>.

A solução encontrada foi criar um novo banco emissor: o Rentenbank, cujos ativos eram formados por aportes compulsórios de recursos de industriais, comerciantes, banqueiros e fazendeiros alemães (em volume proporcional a riqueza de cada um dos contribuintes). Estes recursos serviam de garantia para os títulos indexados ao dólar (ou ouro – ver nota 64) criados pelo banco. Lastreados integralmente nestes títulos surgia uma nova moeda: os rentenmarks, que rapidamente ganharam a preferência do público em

---

<sup>146</sup> “O Reich pode declarar oficialmente o abandono do marco”, Kuczynski (1923, pp.766-69), citado em Franco (1995d).

<sup>147</sup> Ver Baptista Jr. (1991).

relação as demais moedas disponíveis. A nova moeda (rentenmark - rtm) era, portanto, indexada (mas não conversível em) ao dólar. Ficou então estabelecido que **cada dólar eqüivaleria a 4,2 rentenmark (rtm)**.

O fim da hiperinflação alemã se deu na medida em que o governo alemão, no momento que começou a emitir os retenmarks, passou a atuar simultaneamente em duas pontas. Trocava marcos por rentenmarks a uma paridade fixa (**1 trilhão de marcos = 1 rentenmark**) e, ao mesmo tempo, empenhava suas reservas internacionais para intervir no mercado de câmbio e sustentar a taxa entre o **marco e o dólar**.

A taxa de câmbio entre o marco e o dólar era mantida, por intervenção do governo, no patamar que respeitasse a equivalência estabelecida entre o marco e o rentenmark, isto é, **4,2 trilhões de marcos por 1 dólar** (já que 1 dólar vale 4,2 rentenmarks e cada rentenmarks vale 1 trilhão de marcos). Por este motivo Franco afirma que o rentenmark teria cumprido um papel fundamental para a fixação da taxa de câmbio com a moeda externa, uma vez que era através dele que se estabelecia a relação 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 e “o processo inflacionário terminou em um só golpe” (idem, p. 120)<sup>148</sup>.

Franco (1995, cap.2) faz questão de ressaltar, mediante o aprendizado histórico com as experiências húngara e alemã, a diferença entre a proposta Larida original e a URV:

“... algumas propostas brasileiras de reforma monetária ... tangenciavam o problema da coexistência entre moedas ‘nova’ (indexada) e ‘velha’, e dessa forma criaram dúvidas sobre se não provocariam uma catástrofe monetária como as da Alemanha de meados de 1923 e da Hungria de 1946. A URV-Real seguiria um caminho fundamentalmente diverso, pois,

<sup>148</sup> Quanto a interpretação de que a estabilidade teria vindo porque os rentenmarks tinham limite para serem emitidos (aí incluída a tese de Sargent de que a emissão da nova moeda se dava no limite da capacidade “atual e em perspectiva do governo arrecadar tributos, Franco responde: “.. argumentou-se que mesmo uma moeda sem lastro, isto é, fiduciária poderia manter uma relação fixa com o ouro e outras moedas se a emissão fosse suficientemente limitada. Duas observações devem ser feitas. ... o público aceitava o rentenmark a uma paridade fixa com o dólar em função de sua conversibilidade com títulos indexados ao ouro, o que não seria mudado mesmo se não houvesse limites pré-determinados sobre a emissão.... Uma segunda crítica.. baseia-se no simples fato de que, na medida em que foi fixada a taxa de câmbio entre o rentenmark e o marco-papel, qualquer limite sobre a emissão de rentenmark não faz sentido sem o correspondente limite sobre a emissão de marcos-papel. Ora, não havia qualquer limite sobre a emissão de notas do Reichsbank (banco emissor do marco-papel)... ”(pp. 124-5).

em vez de se criarem duas moedas apenas se buscou separar duas funções da mesma moeda.“

Embora possa se discordar que a separação das duas moedas representava um “caminho fundamentalmente diverso” entre a URV e a proposta Larida, dadas as semelhanças já ressaltadas entre as propostas, a diferença de ter uma ou duas moedas no período de transição não nos parece desprezível. A idéia de que o convívio entre as duas moedas (pelos motivos explicitados por Simonsen) poderia levar ao surgimento de inflação na “nova moeda” parece convincente ou, mais importante, parece ter convencido à equipe do governo, que preferiu não correr o risco de repetir, aqui, a experiência da Hungria de 1945-6.

Para evitar que ocorresse a fuga da moeda velha para a nova, estipulou-se no Plano Real que, simplesmente, não existiria a 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:

**“Neutralizada a principal causa da inflação, que era a desordem das contas públicas, a criação da URV proporcionou aos agentes econômicos uma fase de transição para a estabilidade de preços. Padrão de valor que se integrou ao Sistema Monetária Nacional, com sua cotação fixada diariamente pelo Banco central do Brasil com base na perda do poder aquisitivo do Cruzeiro Real, a URV veio restaurar uma das funções básicas da moeda, destruída pela inflação: a função de unidade de conta estável para denominar contratos e demais obrigações, bem como para referenciar preços e salários” (E.M. nº. 205 de 30. 06.1994, parágrafo 10).**

Através da URV, portanto, o cruzeiro real recuperaria a sua função de unidade de conta para depois de emitido (e denominado “real”) recuperar a função há muito perdida de reserva de valor. Ou, nas palavras de Franco (1995e): “A regeneração da moeda no Brasil tentou trilhar o caminho inverso daquele que a destruiu, apropriando-se seqüencialmente das funções que perdeu” (p. 34).

Se da experiência húngara 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 crença na importância da fixação da taxa de câmbio para a estabilização.



De fato, já na medida provisória (n.434 de 27 de fevereiro de 1994) que lançava a URV surgiam semelhanças entre a sua leitura do papel do câmbio na estabilização alemã e o adotado no Plano Real. Como já ressaltado, ficou estipulado, na MP 434, que, entre março e junho de 1994: “O **valor da URV**, em cruzeiros reais, será utilizado pelo Banco Central do Brasil, como parâmetro básico para negociação com moeda estrangeira”. Ou seja, a taxa de câmbio entre o cruzeiro real e o dólar seria estabelecida através da URV<sup>149</sup>. Descrevendo o caso alemão Gustavo Franco escreveria: “a taxa de câmbio entre o marco e o dólar era fixada **através do rentenmark**” (Franco, 1995d, p.120).<sup>150</sup>

Mais adiante, no dia de lançamento do Plano Real, em 30.06.1994, a fixação da taxa de câmbio entre o Real e o dólar aparecia na Exposição de Motivos n. 205: “ A paridade cambial a ser obedecida será de US\$1.00 = R\$1.00, por tempo indeterminado”<sup>151</sup> (parágrafo 39).

Embora esta cláusula não tenha sido seguida, na prática, o Plano Real entre outubro de 1994 e meados de janeiro de 1999 caracterizou-se por um regime cambial, embora não propriamente de câmbio fixo, administrado pelo governo em intervalos muito pequenos – tendo sido Gustavo Franco, inegavelmente, o símbolo deste regime<sup>152</sup>. A taxa de câmbio flutuante só seria adotada no dia 15 de janeiro, menos de uma semana após o anúncio de sua queda da Presidência do Banco Central.

No discurso de troca de cargo no Banco Central, Franco reafirmaria o aprendizado histórico com o Rentenmark:

<sup>149</sup> Em relação a taxa de câmbio a proposta Larida sugere: “No período de transição, a taxa de câmbio em cruzeiros (moeda velha) acompanharia o sistema de minidesvaloriações. Ignorando-se a inflação externa, a taxa de câmbio em NC (moeda nova) manter-se-á constante à taxa real de câmbio prevalecente antes da reforma monetária. Os controles sobre capital não serão abolidos”. (Arida & Lara-Resende, 1986, p.23). A proposta do real não assegurava que a taxa de câmbio seria mantida no nível prevalecente antes da reforma e, ao contrário do controle de câmbio, foram tomadas uma série de medidas de liberalização no mercado de capitais. Ver resumo das medidas adotadas em Guerra Jr. (1996).

<sup>150</sup> “Com efeito, o episódio alemão do rentenmark, em 1923... em muito se assemelha à experiência brasileira de 1994. Seria fácil observar, inclusive, que a URV foi uma espécie de rentenmark escritural, sendo que o aspecto mais surpreendente é o fato de um mecanismo monetário complexo, a ponto de ter sido considerado um ‘milagre’, disseminar-se facilmente sem que população manifestasse maiores dúvidas sobre seu funcionamento.” Quanto a sua rápida disseminação, convém lembrar que os brasileiros já tinham experimentado 5 planos de estabilização de conversão pela média nos últimos 8 anos e tinham nada menos do que 30 anos de experiência de indexação coordenada por índices do governo (uma vez que data de 1964 a introdução da ORTN em nossa economia).

<sup>151</sup> Discutiremos este ponto no terceiro capítulo desta dissertação.

**“A URV foi um a experiência de reforma monetária como nenhuma outra nesse planeta. Teve elementos da experiência alemã do Rentenmark de 1923, das propostas de OTNização nascidas no Brasil mas nunca executadas. Mas foi única: nenhuma outra reforma teve esta magnitude ou envolveu um processo voluntário de adesão tao amplo, envolvendo a redenominação voluntária de cada obrigação pecuniária conforme a vontade das partes.” (Franco, 1999, parágrafo 59).**

## II.4.2 – Críticas Internas ao Larida

Francisco Lopes foi inegavelmente um dos pais do Cruzado, participou do Plano Real como Diretor do Banco Central e foi talvez o principal interlocutor dos autores da proposta Larida. De fato, há uma série de artigos envolvendo os três autores (Lopes, Arida e Lara-Resende) em que se discute a proposta da Reforma Monetária como alternativa ao congelamento<sup>153</sup>. Os argumentos de Lopes contrários à proposta Larida vão além da lembrança do fracasso da experiências históricas (apesar de citar o caso húngaro em seus artigos). O autor temia que o plano fracasse por razões políticas.

Para Lopes, a proposta de que os preços poderiam ser convertidos livremente ao passo que as rendas contratuais deveriam ser convertidas pela média (salários, aluguéis e preços públicos basicamente) 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. Neste caso, o controle dos preços seria, na percepção do público, o que o governo daria em troca pela conversão compulsória pelas médias.

O questionamento sobre a viabilidade política da proposta não significa, porém, que Lopes defendesse a livre conversão das rendas contratuais, pelo contrário. O autor adverte que, se deixassem os trabalhadores e demais rentistas fazerem a conversão voluntariamente, aqueles que se atrasassem em fazê-lo poderiam ter uma redução nos seus rendimentos reais médios ao passo que outros (que tivessem aderido rapidamente à nova moeda e não fossem obrigados a converter pela média) poderiam converter por valores de rendas reais

<sup>152</sup> Embora a justificativa para a manutenção da taxa de câmbio fixa tenham sido os choques externos que sofreu a economia brasileira tais como: Tequila, Crise Asiática e Crise Russa.

<sup>153</sup> Ver, por exemplo, Arida (1986); Lara-Resende (1986); Lopes (1986); e diversos artigos em jornais e revistas.

equivalentes ao pico pré-reforma. Na realidade, qualquer conversão que se desse de forma diferente da renda real média introduziria uma incompatibilidade distributiva no sistema, que só poderia ser compatibilizada pela inflação – acelerando a inflação na velha moeda e aumentando as perdas para aqueles que ainda não tivessem realizado a conversão. Em suma, se politicamente era difícil argumentar pela livre conversão dos preços e transição pela média para as rendas contratuais, a não-obrigatoriedade da conversão (pela média) traria de volta o conflito distributivo na nova moeda, e com ele a inflação. No limite, alertava Lopes, se todos os agentes tentassem converter suas rendas reais em nova moeda pelos valores de pico anteriores de renda real, a inflação na nova moeda seria exatamente igual à da velha moeda (Lopes, 1986, p.138). Porém, agora, ao contrário do que supunham Arida e Lara-Resende, a reforma monetária não seria: “vã e inócua:” (Arida & Lara-Resende, p. 27). **A inflação estaria muito mais vulnerável a choques inflacionários** (pela redução do período de reajustes na nova moeda) e a credibilidade do governo estaria ferida pela hiperinflação na velha moeda (pp.138-9).

Essas críticas parecem ter sido assimiladas no discurso do Plano Real. Para compensar o fato de que os salários seriam convertidos pelas médias, ao passo que os preços poderiam ser repassados pelo pico, foi introduzido o pagamento pelo conceito de caixa, isto é, a correção mensal dos salários – uma reivindicação antiga dos sindicatos. Esta mudança foi enfatizada na Exposição de Motivos que lançou o Real:

**“Dado que a paridade da URV ao Cruzeiro Real segue, com a taxa de câmbio, a inflação do próprio mês, e o salário é apurado e pago no conceito de caixa, ou seja, pela URV do dia do pagamento, não há risco de perda salarial ocasionada pela inflação. Esta é uma proteção mais efetiva do que qualquer política salarial adotada ou proposta anteriormente, inclusive a reposição plena pela inflação passada<sup>154</sup>”** (E.M. nº 395, de 30 de junho de 1994, parágrafo 15).

Quanto às críticas do crescimento da vulnerabilidade da economia (pela menor periodicidade entre os reajustes) foi acrescentado no Plano Real o seguinte trecho:

**“Uma economia que adote uma indexação mais contemporânea, ou seja, com menor peso para a inflação corrente, opõe menos resistência à queda rápida da inflação. É, contudo, também muito mais suscetível à rápida aceleração dos preços se pressões altistas ainda estiverem presentes ou vierem a aparecer. ... O uso generalizado de uma indexação mais instantânea antes da garantia do equilíbrio fiscal sustentado significa ampliar o risco de uma rápida aceleração”**

<sup>154</sup> Esta última frase dirige-se a contestação política, manifestada em greves, do fim da revisão anual dos salários na data-base – ver Franco, G, 1995, cap. II, pp. 43-46.

dos preços diante de qualquer choque adverso..." (E.M. nº 395 de 7 de dezembro de 1993, Grifo nosso).

Além das críticas de Lopes, há uma outra crítica interna assimilada pela versão final do Plano Real. Esta provém de um de seus próprios autores: Arida (1992)<sup>155</sup>.

Em sua tese de doutorado, Arida revê os programas de estabilização brasileiros heterodoxos do final da década de 1980 e o Plano Collor 1, buscando interpretar, teoricamente, a razão de seus fracassos. Sua conclusão é que, mesmo em economias de inflação puramente inercial, alguma medida adicional no âmbito fiscal-monetário seria necessária para garantir a estabilidade dos preços pós-reforma. Indiretamente, o autor está assumindo que a conversão das rendas contratuais pela média, ponto em comum entre a proposta Larida e os Planos (heterodoxos) aplicados no Brasil entre 1986-1991, não garante o sucesso dos programas.

De acordo com a teoria da inflação puramente inercial, a estabilização não requer mais do que a reforma monetária, ou seja, não são necessárias medidas de contração fiscal e monetária ou reestruturação da dívida pública.<sup>156</sup> Arida (1992) revê esta posição (da qual compartilhava) e sustenta que, mesmo que a inflação fosse puramente inercial no Brasil (o que não teria sido jamais verdadeiro), para que os planos baseados na neutralidade distributiva tivessem sucesso no combate à inflação, seria necessário um "ajuste nos fundamentos", o que significa, no caso, uma redução no estoque da dívida pública<sup>157</sup>.

A reestruturação da dívida pública se faria necessária pelo fato de que a estabilização provoca uma mudança na absorção da economia. Mesmo que não ocorram

<sup>155</sup> Neste mesmo ano, o outro autor da proposta, Lara-Resende, parecia ter se convencido da inviabilidade da proposta Larida e defendia a adoção de um Conselho da Moeda (Currency Board) no Brasil como solução para o problema da inflação. Ver Lara-Resende (1992). Como a proposta de Conselho da Moeda foi bastante difundida no Brasil pré-Plano Real e reaparecia a cada crise externa (Crise do México, da Ásia e Rússia assim como às vésperas da flutuação do Real), acrescentamos uma síntese das versões de Currency Board no Anexo F.

<sup>156</sup> "According to the paradigm that guided the design of stabilization programs in Brazil ..., if budget is balanced, monetary correction in financial assets and wages is a veil in the sense of not altering real equilibrium. The equilibrium average real wage would not be inflation dependent. In this ideal setting, the paradigm holds that a temporary price freeze accompanied by neutral wage realignment induces a rapid transition to price stability provided that budget is kept in equilibrium at stable prices." Arida (1992, p.67). Como vimos, na proposta Larida acreditava-se que uma reforma monetária (em vez de um congelamento de preços) seria suficiente para garantir a estabilização, se a inflação fosse puramente inercial.

<sup>157</sup> "...In general, price stability cannot be obtained without adjustment in fundamental even if inflation is purely inertial" (p. 121, idem, ibidem).

pressões de custos ou demanda pré-reforma, mudanças na inflação geram alterações na composição da riqueza dos agentes entre ativos financeiros<sup>158</sup>.

Em seu modelo, existem 3 ativos - títulos do governo indexados, moeda e capital (capital or equity) - e um bem de consumo que serve de numerário. A demanda por cada um desses ativos depende da taxa de juros, da taxa de retorno do capital, da inflação e da riqueza. No paradigma puramente inercial, conforme a inflação se acelera os agentes reduzem a proporção de sua riqueza mantida em moeda e aumentam a proporção em carteira de títulos indexados (embora a demanda por capital seja insensível às flutuações da inflação). Quando, por sua vez, ocorre a estabilização, são reduzidos os estoques de títulos e aumentam-se as demandas por moeda e por capital, já que ambos deixam de apresentar flutuações em seu preço:

**“The increase in the demand for capital following the decline in inflation raises capital price and stimulates capital accumulation. The real wages increase over time. The next steady state equilibrium position still exhibits positive inflation. The current account in turn exhibits a deficit in the new equilibrium” (Arida, ibidem, p.54).**

Dessa forma, mesmo quando a inflação é puramente inercial, a estabilização, por si só, provoca um aumento na absorção da economia que gera uma inflação diferente de zero e um desequilíbrio nas contas externas. Assim, além do novo estado de equilíbrio apresentar alguma inflação (ao contrário do que supunham diversos economistas quando propuseram, por exemplo, o Plano Cruzado) a deterioração do balanço de pagamentos não é sustentável no tempo – colocando em risco, de forma generalizada, o programa de estabilização<sup>159</sup>.

Para evitar que tais fenômenos ocorressem seria necessário reduzir o estoque de dívida pública antes da implementação do programa heterodoxo a fim de que o natural aumento da absorção, provocado pelo fim da inflação, fosse amenizado.

<sup>158</sup> Embora não alterem a composição da riqueza entre ativos reais e financeiros. Ver Arida (1992).

<sup>159</sup> Com congelamento a inflação é zero por definição. Se, empiricamente, verifica-se alguma inflação esta é consequência de algum resíduo inflacionário estatístico (ou do desrespeito ao congelamento). Sem congelamento, porém, a inflação seria zero porque se supunha que, garantida a conversão pela média das rendas contratuais e estando a economia sem pressões inflacionárias de demanda ou de custos, não haveria nenhum motivo para a alta dos preços. Ver equação de Simonsen (1970), citada anteriormente.

A mesma conclusão pela necessidade da reestruturação da dívida pública pode ser compreendida, teoricamente, através do efeito riqueza e efeito substituição. De fato, o fim da inflação gera uma remonetização da economia que reduz as taxas reais de juros. Essa redução provocaria um efeito riqueza via aumento do preço dos títulos (em carteira dos agentes). Diante desse efeito (e também porque a taxa de juro real, de fato, foi reduzida) os agentes fariam uma substituição de consumo futuro por consumo presente – o que aumenta a absorção da economia e deteriora o saldo do Balanço de Pagamentos.

O principal ponto na tese de Pêrsio Arida, entretanto, não se refere ao caso puramente inercial. No seu parecer, o paradigma puramente inercial só pode ocorrer se inexistem “incertezas inflacionárias” e “incertezas de poupança” – fenômenos comuns em economias de alta inflação. Na presença deles, o surgimento de inflação e de déficit de transações correntes após a reforma se faria de forma ainda mais acentuada, tornando inevitável o colapso do plano de estabilização.

A “incerteza inflacionária” altera a composição da riqueza dos agentes não apenas entre ativos financeiros, mas entre ativos reais e ativos financeiros. Quanto maior a inflação (média da inflação), maior a incerteza inflacionária numa economia. Por sua vez, quanto maior for a incerteza inflacionária na economia, maiores serão as flutuações no valor real dos bens (ou seja, no poder de compra dos ativos reais). Conseqüentemente, quanto mais avesso ao risco for o agente (quanto menos estiver disposto a correr o risco de que uma aceleração inflacionária corroa o poder de compra do seu ativo real) e quanto maior for a média de inflação da economia, maior será a substituição de ativos reais por ativos financeiros indexados, que por suposto têm seu valor real constante. Na presença de alta incerteza inflacionária os agentes simplesmente preferem consumir ativos financeiros indexados que, a uma mesma taxa de juros, os fariam, numa economia estabilizada, consumir bens reais<sup>160</sup>.

<sup>160</sup> Esse ponto também é ressaltado por Franco (1995) “Um fenômeno claramente observado nas inflações altas é a elevação progressiva da parcela da riqueza total da economia retida sob forma financeira... Sabe-se, por exemplo, que a dispersão dos preços relativos reais aumenta muito com o nível de inflação, o que basicamente significa que os preços de mercadorias individuais ora se encontram defasados, ora aumentam mais que a média, ou seja os preços reais das mercadorias vibram crescentemente de acordo com o nível da inflação. Por isso, é arriscado reter uma mercadoria específica para se proteger da inflação: é melhor manter um grupo delas para diluir o risco. Trata-se, portanto, de um princípio básico da diversificação como uma estratégia para minimizar riscos ; melhor que reter uma é reter várias mercadorias e de preferência as mesmas

A “incerteza de poupança”, por sua vez, decorre da aversão ao risco dos agentes. O temor de que as rendas reais flutuem faz com que os agentes, em ambientes de inflação alta, aumentem, por precaução, suas poupanças:

**“Under the two-fold assumption that inflation variability and uncertainty come together and increase with mean inflation, wage income uncertainty increases with inflation for a given indexing lag parametrized by  $n$ . With risk aversion, wage income uncertainty decreases workers expected utility and creates an additional precautionary motive for savings” (idem, ibidem).**

Em suma, quando há alta volatilidade de preços, há incerteza inflacionária e incerteza de poupança, o que faz com que os agentes reduzam suas demandas de ativos reais e aumentem suas poupanças (a propensão a poupar, portanto, não é independente da inflação)<sup>161</sup>. Em termos teóricos, portanto, é possível explicar, sem o uso da hipótese de ilusão monetária, por que a estabilização traz consigo o crescimento da demanda por ativos reais e a redução da poupança. O aumento da absorção (e paralela redução da poupança) não ocorreria porque os agentes confundem a remuneração nominal com a real, fugindo dos ativos financeiros pela queda da taxa nominal, mas sim porque se reduziu a incerteza na economia – ou seja, trata-se, ao contrário da ilusão monetária, de um comportamento racional por parte dos agentes.<sup>162</sup>

Em termos de política econômica a conclusão é que a conversão das rendas pela média não é suficiente, em economias com inflação crônica, para garantir a estabilização. É preciso ou aumentar juros ou reduzir o estoque da dívida antes da estabilização afim de fazer face ao *boom* de demanda por ativos reais que acontece, naturalmente, pela redução

---

que compoñham o índice de inflação. E melhor que reter as mercadorias é “comprar o índice” o que nesse caso significa exatamente comprar um papel indexado” Franco (1995, cap. 6, pp. 151-1520).

<sup>161</sup> Esse argumento contraria a hipótese de inspiração kaleckiana de que o aumento da poupança em ambientes inflacionários decorre da piora da distribuição de renda (pois a inflação onera mais os agentes de menor renda com menos acesso a ativos indexados e sem condições de impor salários reais constantes) o que aumenta a fatia de renda dos mais ricos que, por possuírem maior propensão a poupar, contribuem para o aumento agregado da poupança. “It has been frequently suggested in Brazilian Policy circles that savings increase with inflation because inflation reduces real wages and the propensity to save of capitalists is higher than that of workers. The major weakness of the forced savings argument is the twofold assumption that higher inflation always decreases real wages and savings are strictly proportional to income” (idem, ibidem, p. 100).

<sup>162</sup> No Plano Cruzado houve grande despoupança e corrida para bens reais. Vários economistas explicaram o fenômeno por ilusão monetária, já que os rendimentos oferecidos pelas cadernetas de poupança e demais ativos financeiros caíram muito em termos nominais, embora possam até ter crescido, em alguns casos, em termos reais. Mesmo que a ilusão monetária tenha ocorrido na prática, esta hipótese é extremamente desagradável em termos teóricos, pois viola o princípio básico da racionalidade econômica.

da inflação. Em vez da política monetária passiva, implícita na proposta heterodoxa, é preciso impor juros altos (ou reestruturar a dívida pública).

No início do Plano Real, dadas as dificuldades de reestruturar a dívida pública, 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, revelando que a revisão teórica de Pêrsio Arida, então Presidente do Banco Central, teria sido assimilada<sup>163</sup>.

#### **II.4.3 – Indexador contemporâneo e o custo de menu**

Ressaltamos no item II.II que a URV era calculada com base em três índices (IGP-M, IPCA-FIPE, IPCA-E – ver Anexo D) ao passo que a reforma Larida, de acordo com o item II.III, propunha a utilização de apenas um índice (aquele imbutido no cálculo da correção monetária da ORTN). As duas propostas tinham em comum o fato de adotarem índices de ampla utilização pelo mercado (em cada momento histórico), respeitando, dessa forma, a doutrina de máxima preservação dos mecanismos de mercado.

Todavia a utilização de 3 índices, em vez de um único é, em princípio, uma estratégia superior se se deseja amenizar as flutuações de curto prazo entre os índices de preços de uma economia<sup>164</sup>. Como os índices diferem na composição de pesos (e mesmo nos bens escolhidos) entre os diversos itens avaliados, há divergências (no curto prazo) entre seus valores. A tendência, como já ressaltamos, é de que estas disparidades se diluam no tempo. Como a URV seria de curta duração, era conveniente utilizar um conjunto de índices para amenizar os benefícios que a utilização de um determinado índice traria a certos setores da economia (aqueles cujos principais insumos recebem maior peso na construção do índice).

<sup>163</sup> O papel das taxas de juros e dos compulsórios serão destacados no próximo capítulo, uma vez que foram medidas adotadas após a introdução da nova moeda, isto é, na Fase 3 do Plano. Incluímos nesse capítulo a discussão presente na Tese de Doutorado de Arida, sobre a eficiência, para o combate à inflação, da neutralidade distributiva presente na reforma monetária Larida.

<sup>164</sup> Para os meses anteriores a março de 1994 (data em que se inicia a Fase 2 do Plano Real), a URV era calculada pela média aritmética dos três índices. No dia 27 de fevereiro de 1994, porém, o Decreto nº 1.066 estabelecia que a variação diária da URV seria calculada “com base em taxas de inflação” medida pelos mesmos três índices. A variação expressa em cruzeiros reais da URV do primeiro ao último dia do mês deveria “situar-se em um intervalo delimitado pela maior e pela menor variação mensal dos três índices mencionados”. Caso fosse interrompida a apuração de qualquer dos índices citados ou houvesse atraso na divulgação deles, a expressão monetária da URV seria estabelecida com base nos índices remanescentes, complementada por indicadores disponíveis, a critério do Ministro da Fazenda. Estas modificações davam ao Banco Central certo grau de arbítrio.



Quando apresentada ao público, a URV foi chamada de “indexador contemporâneo”, visto que seria divulgada diariamente (através de uma projeção *pro rata* da evolução dos preços nos índices escolhidos).

**“Uma economia que adote uma indexação mais contemporânea, ou seja, com menor peso para a inflação passada e maior para a inflação corrente, opõe menos resistência à queda rápida da inflação... A superioridade da URV sobre os sistemas alternativos de indexação hoje existentes deverá levar à generalização de seu uso, de forma natural, nos contratos privados” (E. M. nº. 205, parágrafo 117; 122).**

Realmente, a divulgação diária da variação URV tornava-a um indexador superior aos demais índices de preços disponíveis. Em relação aos indexadores informais de cotação diária (tais como o dólar paralelo, mercados futuros etc.), a URV também apresentava vantagens, uma vez que esses indexadores são guiados por expectativas futuras de inflação – e, portanto, sujeitas a erros, seja para cima, seja para baixo, em relação ao movimento efetivamente verificado nos preços correntes<sup>165</sup>. Seria, portanto, “natural” esperar a adesão voluntária à URV<sup>166</sup>. Por outro lado, quanto mais agentes aderissem à URV, melhor se tornaria o novo indexador (já que os preços seguiriam todos um mesmo índice, mantendo inalteradas suas posições relativas)<sup>167</sup>.

Convém, entretanto, ressaltar que, ao final do período de transição, era necessário que todos os preços da economia estivessem, obrigatoriamente, em URVs, justamente para evitar dispersões na estrutura da renda (resultante da adesão a diferentes indexadores) e conseqüente retorno da inflação, via conflito distributivo.

Um outro ponto relevante é que também para o governo era interessante que todos aderissem à URV rapidamente para (rapidamente) zerar a memória inflacionária. A

<sup>165</sup> Por outro lado, como ressaltamos diversas vezes, a convergência para um indexador “forward looking” permite o fim da memória inflacionária. Se por um lado acelera a inflação permite, por outro, a fixação do índice e o fim da inflação, como demonstram diversas experiências históricas. Existia, porém, uma série de argumentos jurídicos que tornava inconstitucional o uso do dólar ou de qualquer índice que levasse em conta mais do que a correção monetária. Para uma análise dos argumentos jurídicos ver Franco (1995, cap., 2).

<sup>166</sup> Na prática, porém, verificou-se que determinados contratos demoraram a aderir ao novo indexador. De acordo com Franco, como vimos, isto teria ocorrido devido a negociações pelo “float inflacionário”. Franco (1995, cap. 2, p.48).

<sup>167</sup> A aceitação da URV: “... seria tanto melhor quanto maiores fossem os incentivos para que a população o fizesse voluntariamente, enxergando vantagens em fazê-lo. Essas vantagens dependiam, todavia, da própria utilização da URV em larga escala, havendo, nessa matéria, o que se chamou de *network externality*, ou seja, o fato de que ‘a utilidade de uma moeda em particular, para um usuário, depende de quanto outros também a utilizam’. Sem dúvida, o mesmo vale para moedas de conta...” Franco (1995, cap. 2, p.47).

velocidade de adesão era benéfica para o programa, uma vez que a redução do período de reajustes provocada pela URV levava, em si, à aceleração da inflação, para que a média dos rendimentos contratuais se mantivesse constante<sup>168</sup>. Quanto menos durasse o programa, menores seriam os riscos de que os preços comesçassem a ser revistos em intervalos mínimos o que levaria à explosão inflacionária. E, como vimos pelas críticas de Simonsen, era importante evitar que a inflação se acelerasse em demasia - caso em que mesmo a URV não ficaria isenta de alguma inflação.

Nesse sentido, mesmo sendo apenas uma unidade de conta, a URV trazia o risco de uma explosão inflacionária causada pela “superindexação”. Para evitar que tal ocorresse, o governo tornou a URV de pouca duração (tendo obviamente o calendário político também influenciado) e proibiu que os preços finais (exceto na última semana) fossem cotados em URV. A justificativa para esta última medida era manter “Custos de Cardápio” (*Menu Costs*), ou seja, custos incorridos ao remarcar os preços e reimprimir tabelas – um conceito introduzido na literatura pela escola novo-keynesiana.

De acordo com esta escola, a presença de “Custos de Menu” explica por que, apesar dos agentes possuírem expectativas racionais, as economias estão sujeitas a ciclos na atividade econômica e no emprego (*business cycles*)<sup>169</sup>.

Segundo os novos keynesianos, quando há custos ao mudar os preços, os precificadores podem, se julgarem pequenas as variações na demanda, simplesmente decidir não reajustá-los. No caso, o custo de remarcar os preços seria superior aos benefícios monetários recebidos por mudá-los. Todavia, em termos agregados, essa pequena rigidez introduz a possibilidade de que movimentos nominais na moeda possam ter efeitos sobre o nível geral do produto (não neutralidade da moeda). Embora o precificador, tomado isoladamente, possa não perder muito por não ajustar o seu próprio preço, o efeito,

<sup>168</sup> Teoricamente a média também permaneceria constante se a redução dos períodos de reajuste fosse compensada pela queda do pico, porém reduções de pico costumam gerar grandes resistências por parte dos trabalhadores.

<sup>169</sup> Embora os autores dessa escola concordem com os novos clássicos quando estes afirmam que a economia no longo prazo tende para o pleno emprego, no curto prazo a existência de “falhas de mercado” (*market failures*) poderia levar a economias a flutuações em relação ao nível de equilíbrio. Essas falhas poderiam ter diferentes origens tais como: concorrência imperfeita; informação assimétrica; presença de externalidades; defasagens de reação entre os agentes; custos de transação; rigidez salarial; custo de menu, etc.

para a economia como um todo, pode ser grande, gerando flutuações no nível do produto (em torno à sua tendência de longo prazo de pleno emprego)<sup>170</sup>.

É interessante notar, entretanto, que se tomarmos as consequências teóricas implícitas na contribuição de manutenção de Custos de Menu no Plano Real teríamos dificuldades em esclarecer se essa medida seria benéfica para o programa. Em princípio, a obrigação de colocar preços em URV implicava em Custos de Menu para o reajuste dos preços. De acordo com a equipe do governo, isto favoreceria o plano porque evitaria a aceleração (demasiada) da inflação. Por outro lado, seguindo os novos-keynesianos, a rigidez introduzida levaria, caso houvesse um aumento nominal na quantidade de moeda (o que certamente ocorreria dada a magnitude da inflação à época), a um crescimento da demanda agregada e, conseqüentemente, do produto além do nível de equilíbrio. A rigor, poderíamos supor que esse aquecimento da demanda pré-estabilização se somaria ao efeito natural da reversão de absorção dada pelo fim da inflação – ponto levantado por Arida (1992). Poderíamos então concluir que seria, no mínimo, ambígua (em termos teóricos) a vantagem de se evitar o uso da URV em preços finais.

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, tendo inclusive reduzido seu ritmo, como demonstra a Tabela 2 abaixo:

---

<sup>170</sup> “More interesting, the welfare effects of the implied output movements are likely to be much larger than the costs of changing prices” Blanchard e Fisher (1993, p.375). Na realidade, estes dois autores fazem algumas críticas a teoria dos Menu Costs. (Ver pp. 386-387).

Tabela 2: Principais Índices de Inflação

Principais Índices de Inflação (variações mensais)						
	Período	IGP-M	IPCA-E	FIPE-3	URV	Média <sup>171</sup>
	Jan/94	39,07	39,17	40,94	*39,73	39,73
	Fev/94	40.78	39,7	37,04	*39,17	39,17
	Mar/94	45.71	43,63	41,31	46,01	43.55
	Abr/94	40.91	41,25	45,43	42,20	42.53
	Mai/94	42.58	44,21	44,66	41,69	43.82
	Jun/94	45.21	44,65	48,97	46,60	46.28

Fonte: DEPEC – Banco do Brasil – Reproduzido em Franco, G, 1995, p.54  
\*Média aritmética dos três índices conforme tabela anexa à MP 434

A aceleração inflacionária do primeiro mês após a introdução da URV era perfeitamente esperada pela teoria, porque haveria redução no período de reajustes. Todavia a 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 velha moeda para a nova e, com isto, a possível “contaminação” inflacionária.

Um outro argumento teórico utilizado, como vimos, foi que a manutenção dos “Custos de Menu” teria contribuído para a não-aceleração inflacionária. 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 foi tão grande (nas últimas semanas do referido mês) 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” (Ver Franco, 1995). Ou seja, além de não serem fornecidas provas empíricas da relevância dos Custos de Cardápio, esses seriam capazes de explicar a não-aceleração, mas não o crescimento da inflação no mês de junho.

<sup>171</sup> Vale notar que o valor apurado pela URV no mês de março foi superior ao averiguado pela metodologia da M.P. nº 434 de média aritmética entre os três índices. Nos meses de abril e maio, aconteceu o fenômeno inverso: o valor que seria constatado pela Média foi superior ao determinado pelo Banco do Brasil – o que pode ter ocorrido para anular o viés do mês de março. A diferença entre as médias e o valor averiguado é explicada pelas liberdades introduzidas no Decreto de 27 de fevereiro (ver nota 84).

Uma 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 teriam sido atrelados à URV, o que levaria a uma redução dos períodos de reajuste na economia, provocando aceleração. Um segundo grupo, no entanto, só teria aderido ao novo indexador às vésperas do Plano Real, seja por conta das dificuldades de repartir o float inflacionário 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 nova moeda, os que ainda não tinham seus preços atrelados ao “feto de moeda” teriam corrido para URV no último mês. O resultado macroeconômico desse processo seriam dois momentos de aceleração: o primeiro e o último mês.

Quanto aos salários reais, houve ganhos no mês de introdução da URV (março), conforme demonstra a tabela 3. 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<sup>172</sup>. A queda do salário real foi particularmente acentuada no último mês, quando a inflação se acelerou significativamente<sup>173</sup>.

---

<sup>172</sup> O fato dos salários reais caírem nos meses de abril e maio é intrigante uma vez que a inflação medida pela URV se desacelera levemente no período. A explicação para o fenômeno é que os dados de salários reais apresentados encontram-se deflacionados com base no IPC-FIPE fechado, com diferenças de cesta de consumo para cada categoria, ao passo que a URV é fixada no intervalo entre o índice mais alto e o mais baixo (e caso não tenha sido divulgado o índice em tempo, o governo escolhe um índice substituto).

<sup>173</sup> Convém lembrar que a perda salarial no período da URV não resultou da conversão pela média efetuada pela M.P. nº 434, Lei nº 8.800. (Ver nota 280).

Tabela 3: Salário Real Médio

Salário Real médio (Trab. Com Carteira, Sem Carteira e Funcionários Públicos)		
FONTE: PME/IBGE		
Em reais de Dez/95		
ANO	MÊS	BRASIL METROPOLITANO
1994	Jan	477
	Fev	482
	Mar	519
	Abr	505
	Mai	480
	Jun	429
	Jul	433
	Ago	441
	Set	439
	Out	435
	Nov	456
	Dez	500

O ganho salarial do mês de agosto é explicado pelo drástica redução do imposto inflacionário. A partir de novembro, porém, os ganhos passam a derivar-se da mudança de preços relativos em curso na economia em favor dos *nontradables* – mas isto já é objeto de estudo do capítulo III.

Neste capítulo buscou-se mostrar que a URV teve como base teórica o Larida. Entretanto, ressaltou-se que algumas importantes modificações foram introduzidas à proposta original. Acreditamos que as alterações incorporadas se devem às críticas internas, ressaltadas no capítulo, bem como ao aprendizado histórico com as experiências de reforma monetária do pengő-fiscal húngaro e do retenmark alemão. Em termos empíricos, verificou-se que a inflação não acelerou continuamente, mas cresceu em dois momentos: no primeiro e no último mês. Os salários reais, por sua vez, aumentaram no primeiro mês e decaíram nos outros 3 meses de vigência da URV. Em 1º de junho de 1995, a M.P. 1.053 completou, com sucesso, o processo de desindexação da economia. A Fase 2 do Plano Real alterou, assim, uma das maiores características institucionais de nossa economia: a ampla indexação legal dos contratos por índices de preços.

### III – ESTABILIZAÇÃO COM ÂNCORAS NOMINAIS:

#### A FASE 3 DO PLANO REAL

O uso de uma (ou mais) âncora(s) nominal(ais) como estratégia de estabilização geralmente é adotado quando se verifica grande dificuldade em contornar os processos inflacionários, seja pela sua longa duração (alta inflação) seja pela sua virulência (hiperinflação).

Num contexto de ineficácia da simples condução da política fiscal e monetária (e/ou desgaste profundo da capacidade de implementar pactos sociais), a âncora aparece como uma solução radical já que, ao adotá-la, o governo perde graus de liberdade na condução da política econômica. Por outro lado, justamente por tornar rígida a condução da política econômica, a adoção de uma âncora (na prática e na percepção do público) diminui a probabilidade do abandono do programa de estabilização.

Sinteticamente, a estratégia consiste em fixar nominalmente alguma variável chave da economia a fim de propiciar um poderoso referencial para o conjunto dos preços relativos. O processo pode vir a se mostrar doloroso, mas a estabilização, a essa altura, é vista como um bem maior<sup>174</sup>.

As principais âncoras nominais referidas na literatura são: âncora cambial, nas suas diversas modalidades; âncora monetária; âncora creditícia; âncora de preços e âncora salarial (congelamento do salário nominal)<sup>175</sup>.

Quando, porém, se introduz uma **reforma monetária**, a adoção de uma âncora nominal se faz necessária, antes de mais nada, porque é preciso estabelecer uma referência

<sup>174</sup> “The true anchor is the belief by the policy makers – usually rooted in and backed by widespread community beliefs – in the undesirability of inflation.” Corden, 1990, p.33. É interessante observar, no entanto, que a taxa inflação vista como intolerável mudou ao longo do tempo. Na Argentina, por exemplo, em 1967, 30% de inflação foi suficiente para dar início a um plano de estabilização que trouxe a inflação à 7.6% ao ano em 1969. Na década de 1990, a taxa de 30% seria vista como uma inflação quase sob controle. Ver Végh, 1992, p. 630.

<sup>175</sup> Num nível mais abstrato, a questão da âncora confunde-se com a própria questão do estabelecimento do nível dos preços em Equilíbrio Geral. Neste, há uma única solução de equilíbrio para as variáveis reais da economia, porém a determinação do nível dos preços requer a fixação de alguma variável nominal - visto que o sistema possui um grau de liberdade: “... General equilibrium will, in general, determine a unique solution for the real variables (and, with some Samuelsonian assumptions, also their stability). The price level, however, remains indeterminate unless one other nominal variable is fixed. This could be the money stock or the nominal wage or, in an open economy, the nominal exchanges rate. This choice lies at the heart of concept of a ‘nominal anchor’ ” (Bruno, Michel 1991, p. 9). Para uma discussão sobre o papel de âncoras nominais no Equilíbrio Geral ver Mundell, R. (1991).

de valor para a nova moeda. Como para qualquer nova medida (de dimensão, peso, volume, ou, no caso, poder de compra), é necessário fixar uma regra de equivalência entre o novo padrão monetário e alguma outra moeda, cesta de moedas ou mercadoria de ampla referência (âncora cambial). Alternativamente, a garantia do valor estável da nova moeda pode ser dada através da criação de regras de emissão monetária ou da fixação de limites quantitativos para essa emissão (âncora monetária). As metas ou regras assim estabelecidas visam sinalizar aos agentes que a expansão desordenada era coisa do passado e que o valor da moeda será preservado pela manutenção da sua escassez.

Em ambos os casos (âncora cambial ou monetária) as principais funções atribuídas às âncoras são: a) dar credibilidade ao novo padrão monetário que está sendo introduzido; b) promover a coordenação das expectativas; c) forçar os agentes a abandonarem as práticas inflacionárias de formação de preços e rendas em geral. Neste último caso, ressalta-se que a âncora possui, no curto prazo, um caráter coercitivo – sobretudo se considerarmos o caso da âncora cambial com abertura. Espera-se, porém, que a economia, após um determinado período, consiga passar de um estado de “estabilidade administrada”, imposto pelas âncoras, para um de estabilidade “espontânea”, em que as livres forças de mercado garantam preços no nível internacional. (Hermann, 1994, p.2). Vale ressaltar que, durante essa transição, a gestão da política econômica tende a enfrentar dificuldades que serão tanto menores quanto maior for a credibilidade no programa.

### **III.1 – Medidas adotadas na Fase 3 do Plano Real**

A Fase III do Plano Real começa com a instituição da M.P. 542 que substitui, a partir do dia 1º de julho de 1994, o *cruzeiro real* pelo *real* e estabelece “as condições de emissão e lastreamento da nova moeda (REAL) de forma a garantir a sua estabilidade.” (E.M. 205, parágrafo 33).

As principais medidas adotadas pela referida M.P. foram: (I) o lastreamento da oferta monetária doméstica (no conceito de base monetária) em reservas cambiais. (II) A fixação de limites máximos para o estoque de base monetária por período (até março de



1995)<sup>176</sup>. As metas poderiam ser revistas em até 20% de seu valor inicial por decisão do Conselho Monetário Nacional. Estabeleciam-se, igualmente, os procedimentos de fixação de metas de emissão para os períodos posteriores a 31 de março de 1995. (III) A introdução de mudanças institucionais no funcionamento do Conselho Monetário Nacional. (IV) A definição de uma paridade fixa entre o real e o dólar americano (de 1:1) por tempo indeterminado, ainda que esta paridade pudesse ser alterada pelo Conselho Monetário Nacional (parágrafo 4, alínea c).

Logo após a divulgação de seu conteúdo, diversos economistas criticaram a M.P. pela sobreposição de medidas adotadas, bem como pela indefinição, na prática, de certos mecanismos referidos no documento. Os questionamentos levantados podem ser classificados, basicamente, em cinco blocos, quatro deles referentes às medidas (I, II, III e IV) e um referente à sobreposição da âncora monetária com a âncora cambial. Em cada um dos próximos itens, será discutido, em primeiro lugar, a racionalidade econômica da medida para depois mencionarmos a crítica e, por fim, avaliarmos o que efetivamente ocorreu na Terceira Fase do Plano. Foi dada prioridade ao tratamento analítico das medidas que tiveram longa duração.

### III.2.1 – Lastro

Em geral, uma âncora cambial com lastro consiste numa estratégia de estabilização onde, além de se estabelecer uma paridade fixa entre a moeda nacional e uma moeda estrangeira (ou mercadoria), o governo se compromete a realizar a conversão entre as moedas, à taxa preestabelecida, sempre que solicitado<sup>177</sup>. A emissão monetária fica, em princípio, condicionada à entrada de divisas o que exige austeridade fiscal e monetária do governo<sup>178</sup>. Convencidos da gravidade do compromisso assumido (e cientes de poderem

<sup>176</sup> O estoque da base monetária foi fixado em R\$ 9,5 bilhões entre janeiro-março/1994, sendo R\$7,5 bilhões entre julho-setembro/94 e R\$ 8,5 bilhões entre outubro e dezembro/94.

<sup>177</sup> No caso da moeda de lastro vir a ser o dólar, podemos igualmente chamar esta estratégia de dolarização. Todavia é preciso ter cuidado com esta última denominação. Ela pode se referir tanto à mera indexação ao dólar dos contratos (e até dos preços), como pode indicar a utilização de uma paridade fixa com o dólar, com ou sem garantia do governo de conversibilidade na moeda de referência; ou ainda pode significar a completa substituição da moeda nacional pelo dólar americano, como é o caso do Panamá, que não tem moeda própria.

<sup>178</sup> Uma eventual crise de confiança na solidez fiscal do governo pode levar os agentes a reivindicarem o direito de sacar a moeda estrangeira. Considerando o fato de que nenhum governo que adota o regime com lastro mantém 100% dos **meios de pagamento** em reservas (embora os regimes de *Currency Board* assumam

reivindicar a moeda de lastro), os agentes aceitam a moeda nacional como análoga e a inflação interna tende a equiparar-se à inflação do país de referência.

Além de promover a rápida convergência dos preços, há outras vantagens no estabelecimento de uma âncora cambial com lastro e conversibilidade. Como neste regime há pouca liberdade em corrigir a paridade cambial, pois no caso de haver uma correção o regime corre o perigo de perder completamente a credibilidade, o risco de câmbio da economia torna-se muito baixo. O pequeno risco de câmbio, por sua vez, incentiva contratos de longo prazo em moeda externa, ao mesmo tempo em que a crença na estabilidade dos preços internos os viabiliza em moeda nacional. Por fim, o baixo risco de câmbio possibilita menores juros (em relação ao regime sem lastro) para atrair capital externo.

Há, porém, claras desvantagens na adoção dessa modalidade de âncora. Em primeiro lugar, o país que a adota atrela inteiramente sua política econômica à do país emissor da moeda-lastro. Em segundo lugar, a possibilidade de circulação de uma outra moeda reduz os ganhos de senhoriagem do governo. Somam-se a isso ainda os efeitos políticos (e culturais) da perda de soberania nacional que a utilização de uma outra moeda representa<sup>179</sup>. Dadas todas essas dificuldades, a adoção desse tipo de âncora costuma ser vista como bastante eficiente no curto prazo, porém é algo que deve ser abandonado tão logo a estabilidade dos preços se consolide<sup>180</sup>.

---

100% de lastro para a **base monetária** – ver anexo F), a sustentabilidade do programa repousa na credibilidade. Se uma grande parcela dos agentes econômicos questionarem a paridade fixada pelo governo, “... a abolição tanto da paridade como da conversibilidade será uma questão de tempo. E quanto mais tempo o governo resistir, maior será o custo em termos de perdas de reservas oficiais” (Lima, Fernando C., 1993, p.13). Igualmente, qualquer alteração na quantidade de moeda pode provocar uma fuga para a moeda estrangeira (de início por alguns especuladores e mais adiante pela “manada”) o que termina por inviabilizar o sistema e, conseqüentemente, a estabilização.

<sup>179</sup> Explicitamos aqui as vantagens e desvantagens que o lastro com conversibilidade acrescenta à âncora cambial. Voltaremos a discussão das vantagens e desvantagens do uso da âncora cambial (sem lastro) mais adiante (Ver pp. 124-5).

<sup>180</sup> Historicamente a reversão da garantia do lastro vem se mostrando problemática como explica Baptista Jr.: “A experiência de países como Bolívia, México, Peru e Uruguai, nas últimas duas décadas, indica que a dolarização pode ser um caminho sem volta. Depois que os agentes econômicos se habituam a operar com moeda estrangeira, não é nada fácil induzi-los a arcar, mais uma vez, com os custos associados à mudança de unidade monetária e convencê-los a abandonar a moeda historicamente mais estável em favor da local, mesmo que se tenha conseguido garantir uma redução apreciável da taxa de inflação. Em outras palavras, uma queda da inflação doméstica não implica, nessas circunstâncias, que a moeda nacional volte necessariamente a ser utilizada com maior frequência. Ao contrário, nas décadas de 70 e 80 ocorreram na América Latina diversos episódios em que a dolarização persistiu, e até aumentou, durante períodos de queda significativa do diferencial de inflação *vis-à-vis* do dólar.” (1993, p. 6).

Ocorre que, no lançamento da Terceira Fase do Plano, o governo estabeleceu o lastro **sem garantir** a conversibilidade entre o dólar e o real. Ora, sem a garantia da intercambialidade, o lastro é apenas simbólico, não inspira credibilidade, e, assim, dificilmente, força a convergência entre a inflação interna e a externa. Ainda por cima, como a base monetária no início de julho encontrava-se ainda extremamente contraída, julgava-se que ela poderia crescer muito até que as reservas passassem a operar efetivamente como restrição – o que enfraquecia a percepção desejada de que o lastro atuava como limite para a emissão de reais. Por último, se porventura o limite (dado pelo estoque de reservas) fosse efetivamente alcançado, a M.P permitiria simplesmente (alínea “c” do parágrafo 4) que as reservas fossem reavaliadas em reais - praticamente eliminando o caráter restritivo do lastro (Carvalho, 1994).

Na prática, a questão do lastro não parece ter tido nenhuma relevância. Ao contrário de outros planos, como, por exemplo, o Plano Cavallo na Argentina em que o dólar pode realizar transações e ser livremente trocado nos bancos, no Brasil nunca houve a livre conversibilidade. A liberdade em trocar reais por dólar continuou basicamente a mesma. Ou seja, os brasileiros continuaram a poder comprar dólar no mercado comercial, no flutuante ou, de forma não legalizada, no mercado paralelo<sup>181</sup>. Na realidade, a liberalização da Conta de Capitais no Brasil foi sendo efetuada gradualmente desde 1989, tendo a Fase 3 do Plano Real pouco influenciado o regime já existente – embora o fluxo de movimentação de divisas tenha, sem dúvida, aumentado em função das mudanças no cenário internacional de liquidez.

### III.2.2 – Âncora Monetária

Em princípio, a adesão à âncora monetária é uma tentativa de tornar a moeda nacional estável, sem a necessidade de tomar emprestada a credibilidade de outra moeda

<sup>181</sup> No mercado comercial os agentes podem comprar dólar desde que explicitem os motivos e os montantes. A taxa de câmbio comercial se aplica às operações de exportação, importação, entradas e saídas de capital para investimento direto, em bolsa de valores, aplicação em renda fixa, etc. No mercado flutuante os agentes não precisam declarar os motivos para negociar moeda externa, porém precisam declarar no Imposto de Renda as transações efetuadas. O câmbio flutuante regula, basicamente, as operações da CC5, em que não-residentes podem movimentar capitais livremente nos bancos (desde que estes declarem) e as operações referentes a compras de moeda estrangeira para turismo (sendo por isso também denominado dólar-turismo). No mercado paralelo são efetuadas compras não regularizadas pelo Banco Central. Esse mercado tinha grande importância nos períodos de alta inflação e quando a conta de capitais era ainda relativamente fechada.

(estrangeira)<sup>182</sup>. A confiança na nova moeda é estabelecida através de criação de um Banco Central Independente e/ou a criação de uma constituição monetária que preestabeleça limites para a expansão dos meios de pagamento. Neste último caso, trata-se de estabelecer metas monetárias, ou seja, regras quantitativas fixas de emissão de certo agregado monetário (M0, M1, M2, etc.)<sup>183</sup>.

Acontece que a tentativa de estabelecer metas de expansão da base monetária, no início da Terceira Fase do Plano Real, era, em si, bastante criticável. Sabia-se que a redução da inflação pela URV levaria a uma natural remonetização, mas a magnitude em que se daria o fenômeno era ainda desconhecida. Nesse sentido, o risco das metas estourarem era bastante alto e sendo assim, o programa não inspirava confiança – como ressaltaram à época diversos economistas<sup>184</sup>. A afirmação contida na E.M. 205 era, no mínimo, surpreendente:

**“Melhor garantia para a preservação da estabilidade da moeda que ora se cria não pode haver: um limite à sua quantidade, independente das pressões que se possam exercer sobre Autoridade Monetária para a emissão de moeda, seja em nível político, seja em nível de mercado financeiro, determinado apenas pelas previsíveis necessidades de remonetização da economia após a queda drástica da inflação....” (E.M. nº 205, parágrafo 40. Grifo nosso).**

Além disso, como foram fixadas pela M.P. nº 542 apenas metas para o curto prazo (para os nove meses seguintes) e normas bastante vagas para o período seguinte, o novo regime monetário, na realidade, não se enquadrava bem na dicotomia clássica entre “regras” x “política discricionária”<sup>185</sup>. Buscava-se aparentemente criar um sistema

<sup>182</sup> “A expressão ‘âncora’ ganha, neste caso, uma conotação psicológica ainda mais acentuada que no caso da âncora cambial, representando uma fé inabalável de que exista uma relação direta entre austeridade monetária e estabilização de preços ou, pelo menos, de que essa seria a expectativa dos agentes econômicos.” (Lima, 1993, p. 24).

<sup>183</sup> Existem, na realidade, diversas modalidades para esse tipo de proposta, geralmente adaptadas às características monetárias de cada país. Todas elas, no entanto, possuem em comum a defesa de que a política monetária deve seguir regras, ao invés de atuar discricionariamente. Estas idéias descendem, em grande medida, dos trabalhos de Milton Friedman. O autor, criticando as práticas keynesianas do pós-II Guerra, defendeu a possibilidade de criar um marco institucional (inclusive para a emissão monetária) que, automatizando o comportamento do governo, minimizasse as flutuações econômicas. Ver Friedman, 1953.

<sup>184</sup> Convém lembrar que Lara-Resende e Arida, quando escreveram seu artigo em 1984, já haviam alertado para a dificuldade de cumprir metas monetárias após a reforma monetária – conforme ressaltamos ao final da seção “A proposta Larida”, no segundo capítulo.

<sup>185</sup> Para Milton Friedman, o uso de políticas **discricionárias** (para elevar a renda e o emprego) só aumentam as flutuações da economia, gerando inflação cada vez maior. Para evitar este fenômeno, o melhor que o governo tem a fazer é ter **regras** de expansão monetária de **longo prazo** compatíveis com a estrutura da

intermediário, sem que isto fosse assumido ou justificado, em que eram fixados limites quantitativos de curto prazo (que podiam ainda ser reavaliados em 20%) e não se criavam normas de longo prazo.

Na prática, as metas estabelecidas foram logo estouradas, e o governo teve de acionar a ressalva, prevista em lei, de modificá-las em 20% do valor inicialmente estipulado. Como verificou-se, além disso, que as metas não funcionavam como limites efetivos para emissão – e nem, conseqüentemente, davam credibilidade ao programa – o governo foi levado, na prática, a abandoná-las após três meses do lançamento da M.P.

### III.2.3 – Críticas referentes às mudanças no Conselho Monetário Nacional

**“A desejável autonomia da Autoridade Monetária, tanto no que se refere às pressões políticas como àquelas providas do sistema financeiro, impõe uma mudança na composição do Conselho Monetário, buscando recuperar a orientação original da Lei nº 4.595 e adaptar-se a padrões adotados internacionalmente, acolhidos os aspectos institucionais peculiares da realidade brasileira<sup>186</sup>. Sucessivas mudanças na composição do CMN o tornaram um foro onde a autonomia da Autoridade Monetária fica em xeque. A inclusão de representantes do setor privado distorce o caráter de instituição pública do Conselho, pois envolve partes interessadas em decisões onde deve prevalecer exclusivamente o interesse público e o compromisso com a estabilidade. A ampliação da representação governamental, por outro lado, tem distorcido o trabalho do CMN, tornando-o sensível a pressões advindas de outros integrantes do processo de decisão pública, nem sempre sintonizados com a função precípua da Autoridade Monetária, de defender a estabilidade da moeda.” (E.M. nº 205, parágrafos 44, 45 e 46)**

Já ressaltamos no primeiro capítulo que alguns membros da equipe econômica do Plano Real se manifestaram diversas vezes favoráveis à adoção de um Banco Central Independente. A Exposição de Motivos 205 claramente pretendia ser um passo nesta direção, embora a independência **não** estivesse sendo declarada.

---

economia. Isto não implica, porém, na impossibilidade de se fazer políticas anticíclicas. No seu parecer quando o governo automatiza suas decisões, ele é naturalmente capaz de atuar de forma anticíclica. Quando, porém, busca fazê-lo de forma discricionária, apenas agrava a inflação. Ver Friedman, 1953.

<sup>186</sup> O inciso I da Lei nº 4.595 regula a emissão de moeda: Segundo este o Conselho Monetário Nacional pode autorizar emissões de moeda. “Em seguida, conforme determina esse dispositivo, o Presidente da República encaminha mensagem ao Congresso Nacional solicitando homologações das emissões e, via de regra, a homologação ocorre meses depois de as emissões terem sido feitas sem respeito a nenhum limite predeterminado. É evidente que este regime é incompatível como ordenamento monetário voltado para a preservação da estabilidade da moeda” (E.M. nº 205, parágrafo 34).

Teoricamente, o objetivo da Independência é apenas isentar o Banco Central de emitir moeda para sancionar gastos do governo (federal, estadual e municipal)<sup>187</sup>. Para os defensores mais ortodoxos da independência, o Banco Central não deve possuir as funções de Banco do Tesouro, nem a de Emprestador de última instância<sup>188</sup>. Há um único compromisso: o da estabilidade. Não há, em princípio, conjuntura externa ou interna que justifique inflar preços, mesmo que isto implique em desaquecimento econômico e desemprego. Assim, se qualquer instância de governo gastar além de seus próprios meios, deverá arrecadar os recursos necessários para o seu financiamento através da emissão de títulos do Tesouro. O Banco Central deixará a taxa de juros se elevar até o nível exigido pelo mercado para financiar o déficit. A expansão dos gastos públicos terá, portanto, como consequência imediata a elevação dos juros – o que atua no sentido de anular o efeito expansionista oriundo do excesso de despesas.

Segundo os defensores do BCI, as autoridades monetárias devem, pois, sustentar o poder de compra da moeda, meramente, controlando a sua quantidade. A evidência empírica, no entanto, tem mostrado que mesmo o Bundesbank, um dos modelos exemplares de BCI, não consegue conter a expansão monetária dentro da programação. Alguns autores questionam, inclusive, o significado da independência do B.C. alemão:

*“Helmut Schlesinger, a former central banker in Germany, states that the Bundesbank actually works in close association with the Federal government, and stresses that the success of the bank’s inflationary strategy is due to the general consensus of German society in favor of price stability (Schlesinger, 1982). Holtfrerich (1988) agrees and lists two occasions when conflicts arose between the Federal government and the Bundesbank that ended with the retreat of the bank” (Carvalho, ibidem, p. 8).*

A Independência também é questionável para outro BCI exemplar: o Federal Reserve dos EUA: “ Kane (1980), por exemplo, assegura que, apesar de sua aparente soberania, o FED modifica sua estratégia em momentos considerados estrategicamente críticos para o governo e poderosos ‘lobbies’ ”(Citado em Lima, Fernando C. p.28). Em contraposição, o Banco Central japonês é legalmente subordinado ao MOF ( Ministry of

<sup>187</sup> O desenvolvimento adequado do tema Banco Central Independente mereceria outra dissertação. Limitamo-nos aqui em fazer um sumário do que, em geral, se entende pelo tema, já que o BCI jamais foi implementado no Plano Real.

<sup>188</sup> Para certos autores o Banco Central Independente deve também zelar pela saúde do sistema financeiro, ou seja, deve atuar, quando necessário, como Emprestador de Última Instância. Ver Goodhart (1994).

Finance), e não há na constituição nenhuma independência sugerida e, no entanto, a inflação neste país é baixíssima – enfraquecendo o argumento da existência de uma correlação entre baixa inflação e BCI.

Ainda no que se refere ao significado prático, o arranjo institucional do BCI exige uma reestruturação do setor público. O governo é obrigado a manter-se numa trajetória de endividamento percebida pelo público como sustentável. Se isto não ocorrer os agentes se recusarão a rolar a dívida pública, tornando o governo insolvente. Na tentativa de atrair recursos os juros se elevarão a níveis insuportáveis ameaçando a viabilidade, inclusive política, da manutenção da independência.

Visando assegurar a independência em relação ao governo, o mandato da diretoria do BCI deve ser bastante longo e sem correlação com o calendário político. Essas características visam livrar o Banco de influências políticas, inclusive lobbies. Isentos, supostamente, de pressões, poderiam seus diretores preocupar-se com a estabilidade de longo prazo dos preços.

A autonomia do BCI, entretanto, jamais é absoluta. Até porque há responsabilidades legais a serem cumpridas, e o respeito a elas costuma ser cobrado pelo próprio Parlamento, que julga também o seu desempenho e tem a liberdade de, em casos extremos, trocar a sua diretoria.

Retornemos, agora, às medidas adotadas pela M.P. 542 e vejamos como estas se assemelham à proposta de Independência. Em primeiro lugar, retirava-se do CMN a competência para emitir moeda<sup>189</sup>, que passava a ser exercida pelo Congresso Nacional, “a quem cabe pela Constituição Federal, dispor sobre a moeda seus limites de emissão” (E.M. nº 205, parágrafo 34, Grifo no original).

Em segundo lugar, redesenhava-se a composição do Conselho Monetário Nacional na tentativa, explicitamente colocada, de lhe dar maior autonomia. A nova composição do CMN passaria a ser integrada pelos Ministros da Fazenda, do Planejamento e Coordenação Geral da Presidência da República, e Presidente do Banco Central. “Com isso, assegura-se a compatibilidade das ações do Conselho com o objetivo de priorizar a gestão monetária e

---

<sup>189</sup> “A competência para emitir moeda vinha sendo, na prática, exercida pelo Conselho Monetário Nacional, por força do art. 25 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, da Constituição Federal, ... O art. 50 desta Medida Provisória altera a citada Lei nº 8.392, retirando do Conselho Monetário Nacional a

proteger o REAL das pressões políticas e econômicas que possam pôr em risco a estabilidade do padrão monetário do país.” (ibidem, parágrafo 47).

Em terceiro lugar, foram criados canais de informação e acompanhamento da política monetária tanto para o poder executivo quanto para o legislativo<sup>190</sup>. Todavia o papel dado para este último não era efetivamente explicitado, o que enfraquecia a pretensa transparência das medidas monetárias.

Para os defensores da Independência do Banco Central, o grande empecilho para a sua adoção no Brasil, era o perfil de endividamento público, particularmente o problema das dívidas estaduais. Sem o financiamento do Banco Central, admitiam diversos economistas, o financiamento das contas públicas tornar-se-ia inviável.

É interessante notar, porém, que apesar do desejo de dar maior autonomia ao Banco Central – o que exigiria redução da dívida – houve grande crescimento do estoque da dívida pública durante a Terceira Fase do Plano Real. É importante ressaltar que este ocorreu apesar das privatizações ocorridas (entre elas, a privatização da Vale do Rio Doce e da Telebrás – ver Anexo B).

Tabela 4: Dívida Líquida do Setor Público

Dívida Líquida do Setor Público (%PIB)			
	Total*	Interna	Externa
Dez/94	29,4	20,8	8,5
Dez/95	30,5	24,9	5,6
Dez/96	33,3	29,4	3,9
Dez/97	34,5	30,2	4,3
Dez/98	42,6	36	6,6
*Inclui ajuste patrimonial (com privatização) Fonte: Banco Central Notas à Imprensa.			

O crescimento do estoque da dívida pública acima exposto explica-se, em grande medida, pelo impacto dos juros, que se mantiveram elevados durante toda a Terceira Fase do Plano Real (como veremos adiante). Aliás, a alta dos juros também comprometia os

prerrogativa de emitir moeda. Reconhece-se assim a competência do Congresso Nacional para dispor sobre a matéria.” Exposição Motivos nº 205, parágrafo 36.

<sup>190</sup> Foram criados sete Grupos Consultivos para atuarem junto ao CMN na intenção de manter “um foro onde outros setores do governo federal e de representantes da sociedade possam fazer-se ouvir junto ao CMN”. (ibidem, parágrafo 49) Foi também estabelecida uma Comissão Técnica da Moeda e do Crédito com o objetivo de coordenar as políticas fiscal e monetária e propor medidas a serem adotadas pelo CMN “no âmbito de sua competência” (parágrafo 48).



desejos de independência dos formuladores do Plano Real pela necessidade da atuação do Banco Central do Brasil como Emprestador de Última Instância.

De fato, o fim da inflação e o alto custo de liquidez colocaram em risco diversos bancos brasileiros. Uma crise sistêmica foi afastada, em grande parte, pela atuação do Banco Central do Brasil, que criou o PROER, um programa para financiar a absorção de bancos problemáticos pelos bancos “saudáveis”<sup>191</sup>. O programa foi usado, por exemplo, para financiar a absorção do Banco Nacional e do Banco Econômico. Cerca de US\$ 18 bilhões foram utilizados no programa, tendo os maiores dispêndios sido realizados entre 1995 e 1996<sup>192</sup>.

Convém frisar, a este respeito, que, ao contrário dos princípios ortodoxos da independência do Banco Central, o BCB atuou firmemente no sistema bancário, tendo com isto possivelmente contornado a hipótese de uma crise sistêmica:

*“ The most positive impact of PROER was to allow control over problem banks to be transferred to other institutions without any interruption of its activities, that is, without causing any major disruptions to its clients. The risk of bank runs were definitely eliminated and no cause for potentially contagious panic episodes arose. Despite the criticisms the program received, accused of bailing out failed bankers, an inaccurate characterization anyhow, PROER was a key element to lull the public’s disquietude, preventing the triggering of a full-fledged systemic banking crisis. (Carvalho, ibidem, p. 324)*

### III.2.4 – Incompatibilidade entre a âncora monetária e a âncora cambial: o modelo Mundell-Fleming

A M.P. nº 542 foi acusada também de conter uma grave inconsistência econômica ao lançar, simultaneamente, âncoras monetária e cambial em uma economia com mobilidade de capitais. A adoção das duas âncoras contrariava os princípios econômicos formalizados no “Modelo Mundell-Fleming”.

<sup>191</sup> “The program used funds from banks’ required reserves to finance, at subsidized interest rates, the purchase of the healthy assets, and a corresponding value of liabilities, of banks in difficulties by other banks, collateralized by eligible assets including the ones being purchased. In addition, some possibilities of reducing corporate taxes were also offered. At the same time, it was decided to create a system of deposit insurance. In fact, demand deposits were informally guaranteed by the government. The unrecoverable assets remained under the responsibility of the central bank until they can be liquidated.” Carvalho (1998, pp.323-324).

<sup>192</sup> O setor bancário brasileiro sofreu grande concentração e desnacionalização durante o Plano Real. Foge, porém, ao escopo deste trabalho discutir as importantes mudanças introduzidas.

O modelo Mundell-Fleming é um modelo IS-LM para uma pequena economia aberta em que se supõem preços constantes, livre mobilidade de capital e, na versão aqui utilizada, o câmbio é definido como a relação entre moeda estrangeira/moeda nacional<sup>193</sup>. O saldo em contas correntes é determinado pela renda e pelos preços relativos (taxa de câmbio multiplicada pela relação entre inflação interna/inflação externa). Finalmente, as expectativas são estáticas: os agentes sempre esperam uma perpetuação indefinida do presente<sup>194</sup>.

A curva LM, como no caso da economia fechada, é uma curva de equilíbrio do mercado de moeda. A oferta real de moeda  $M/P$ , em que  $M$  é a quantidade de moeda e  $P$  o nível dos preços, iguala-se à demanda por moeda  $L(Y, r)$ , em que  $Y$  é a renda e  $r$  a taxa de juros:  $M/P = L(Y, r)$ . Como a economia é aberta, a arbitragem dos juros faz com que a taxa de juros interna convirja, no tempo, para a externa:  $r = r^*$ , em que  $r^*$  é a taxa de juros internacional.

A curva IS é a curva de equilíbrio do mercado de bens:  $Y = C(Y - T) + I(r) + G + NX(e)$ , em que  $C$  é o consumo agregado que depende da renda disponível ( $Y - T$ ), sendo  $T$  os impostos e taxas pagos;  $I$  é o investimento agregado, função da taxa de juros ( $r = r^*$ );  $G$  são as despesas do governo e  $NX$  são as exportações líquidas (exportações menos importações), função da taxa de câmbio ( $e$ ). Como não existe, por suposto, inflação, não há diferenças entre variáveis reais e nominais na economia.

No modelo Mundell-Fleming, a LM é vertical num espaço câmbio-renda (o eixo vertical representa a taxa de câmbio e o horizontal a renda). Isto ocorre simplesmente porque a LM não é função da taxa de câmbio.

De acordo com os ensinamentos dos dois autores, o governo tem de optar entre fixar a quantidade de moeda ou, alternativamente, exercer controle sobre a taxa de câmbio.

Por exemplo, quando as taxas de câmbio são **flutuantes**, uma política fiscal expansionista não tem nenhum efeito sobre a renda. A explicação econômica para o fenômeno é que, numa economia aberta, a pressão altista dos juros internos, provocada pela expansão fiscal, atrai capital externo apreciando a taxa de câmbio e reduzindo as

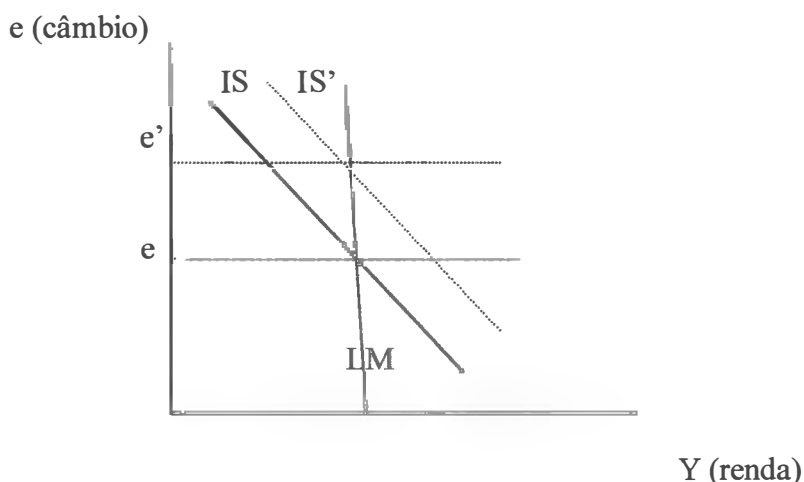
<sup>193</sup> A hipótese do “país pequeno” significa que a nação é “price taker”, isto é “tomadora de preços”, ou seja, a economia é incapaz de influenciar a taxa de juros internacional e a toma como um dado. Para uma rápida explanação do Modelo IS-LM ver Mankiw (1992).

<sup>194</sup> Ver Williamson, J. (1993).

exportações líquidas (exportações menos importações). A queda das exportações líquidas anula o impacto sobre a renda agregada, que teria sido provocado por essa política fiscal (sobre consumo e investimento), se a economia fosse fechada.

Em termos do modelo, a expansão dos gastos públicos deslocaria a IS para a direita. Como a LM é vertical, não há nenhum efeito sobre a renda, como demonstra o diagrama abaixo. No regime de câmbio flutuante o único efeito da política fiscal expansionista é a apreciação cambial<sup>195</sup>.

**Figura 3: Efeito da Política Fiscal em Regime de Câmbio Flutuante**



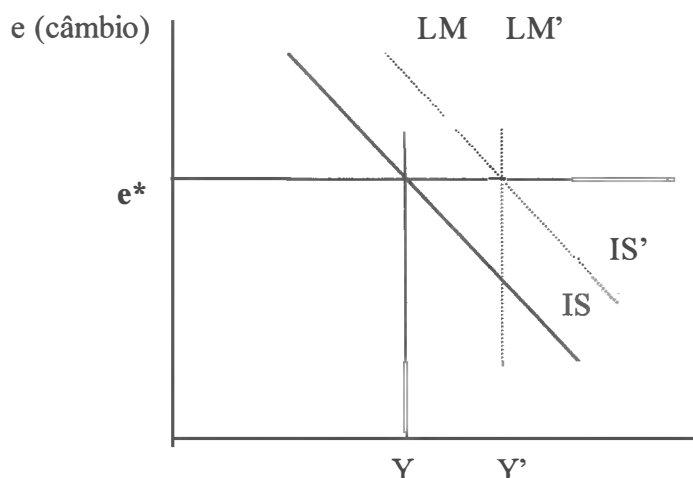
No regime de câmbio **fixo**, porém, a política fiscal influencia a renda agregada. Mais uma vez, uma política fiscal expansionista que aumente a taxa de juros atrai capital<sup>196</sup>. Agora, porém, o governo tem um compromisso em manter a taxa de câmbio num determinado nível. Para mantê-la, dado o ingresso de capitais, é preciso aumentar a oferta de moeda. O crescimento da oferta de moeda induz a um aumento dos gastos, propiciando o crescimento da renda agregada. A expansão da moeda doméstica, porém, reduz os juros até o patamar internacional – quando finalmente se estanca o movimento de entrada de capitais.

<sup>195</sup> Como na versão aqui utilizada o câmbio é definido como moeda externa/moeda doméstica, a apreciação significa um aumento da taxa de câmbio (no gráfico ela muda de “e” para “e’ ”)

<sup>196</sup> A política fiscal, no caso, tem de ser financiada via títulos e não moeda. Quando os gastos do governo só podem ser financiados via moeda, a expansão fiscal torna-se equivalente à política monetária.

Em termos do modelo Mundel-Fleming temos que, no regime de câmbio fixo, a taxa de câmbio e a renda são determinados pelo ponto de interseção entre a IS, a LM e a taxa de câmbio fixada:

**Figura 4: Efeito da Política Fiscal em Regime de Câmbio Fixo**



No caso, partindo de uma situação de equilíbrio e supondo a política fiscal expansionista aludida, a IS se desloca para direita (na figura temos o deslocamento da IS para IS'). Para manter a taxa de câmbio fixa, porém, o Banco Central tem de aumentar a oferta de moeda. A curva LM se desloca, então, para a direita elevando a renda (para Y') e o nível de emprego (função da renda).

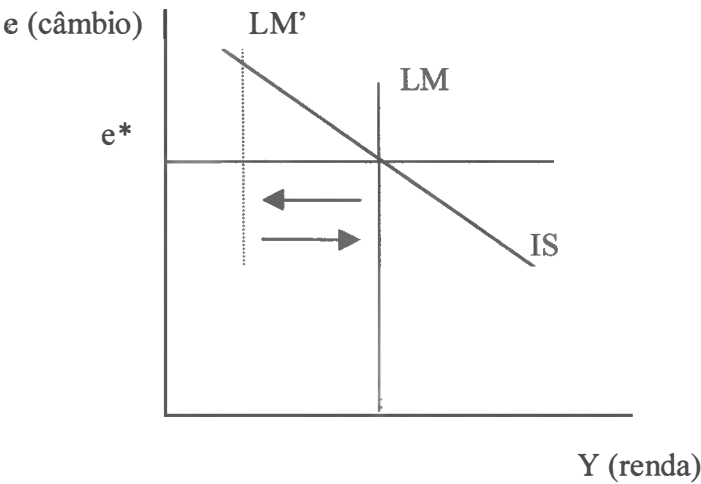
No caso da política monetária o efeito sobre a renda (e, portanto, sobre o nível de emprego) é exatamente o oposto ao da política fiscal acima explicitado: eficaz no caso do câmbio flutuante e ineficaz no caso do câmbio fixo.

De fato, com câmbio **fixo** e com livre movimento de capitais, a oferta monetária torna-se totalmente endógena e a política monetária não exerce qualquer impacto sobre a renda e o nível de emprego. Suponhamos que as autoridades monetárias façam uma política contracionista. A relação cambial será pressionada para uma apreciação (já que diminui a oferta de moeda doméstica relativamente). Surge assim espaço para arbitragem. Se, por exemplo, o governo fixa o câmbio em US\$1,00/R\$1,00, a contração monetária altera a taxa para, digamos, US\$1,50/R\$1,00 nas casas de câmbio (apreciação da moeda doméstica). Os arbitradores poderão, pois, comprar US\$1,5 por apenas um real nessas casas e depois vender os US\$1,5 para o Banco Central por R\$1,5, tendo assim um lucro de R\$0,50.

Porém, ao trocar a moeda estrangeira oferecida pelo arbitrador por moeda doméstica, o Banco Central aumenta (imediatamente) a oferta de moeda em R\$0,5. Este mecanismo mantém-se até que se anule a diferença nos mercados paralelo e oficial – o que ocorre quando a oferta de moeda retorna ao seu patamar anterior. Em outras palavras, sob um regime de taxas fixas, o governo tem de manter sempre a oferta de moeda no nível condizente com o câmbio acordado.

Em termos gráficos, temos, partindo da situação de equilíbrio ( $e^* = IS = LM$ , em que  $e^*$  representa o patamar fixado pelo governo) a política monetária contracionista deslocando a LM para esquerda. Este movimento faz com que a nova taxa de câmbio de equilíbrio ( $IS = LM'$ ) se situe num ponto ( $e'$ ) acima da taxa de equilíbrio inicial ( $e^*$ ). O movimento dos arbitadores, entretanto, desloca a LM novamente para a direita até voltar ao ponto de interseção entre as três curvas ( $IS = LM = e^*$ ).

**Figura 5: Efeito da Política Monetária em Regime de Câmbio Fixo**



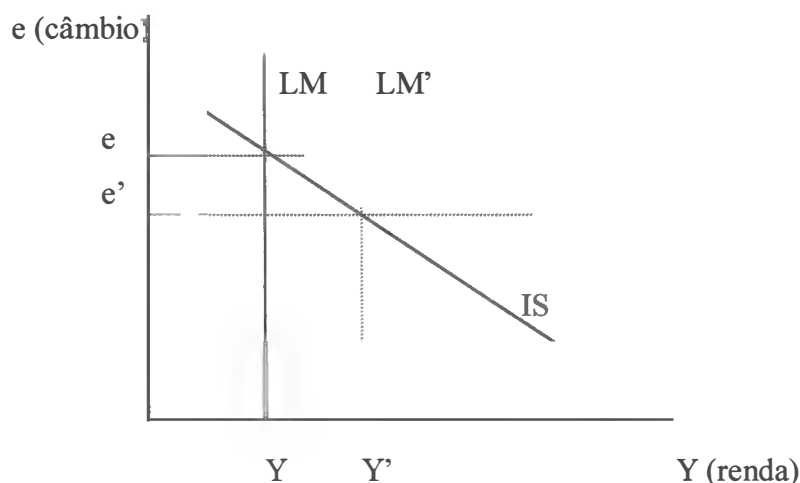
É importante ressaltar que, embora a política monetária seja ineficaz, no regime de câmbio fixo, para deslocar a renda e o emprego (como demonstra a figura acima), variações na quantidade de moeda podem ser eficientes para alterar o nível das reservas do país. Partindo sempre de uma situação de equilíbrio, em que a taxa de juros interna é igual à taxa internacional, o governo pode elevar, temporariamente, os juros domésticos através de uma política monetária restritiva (por exemplo, troca de moedas por títulos). O diferencial de juros criado atrairá capital (em busca de arbitragem de juros), e a consequência será o

crescimento do nível das divisas estrangeiras, apesar do governo ser obrigado a ampliar, como vimos, a quantidade de moeda doméstica.<sup>197</sup>

Por fim, resta analisar o comportamento da política monetária com câmbio **flutuante**. Neste caso, um aumento, por exemplo, na oferta de moeda reduz juros provocando a saída de capital. A taxa de câmbio então se deprecia aumentando as exportações líquidas e, portanto, a renda (lembrando que a renda, numa economia aberta, é função também das exportações líquidas).

Novamente no modelo, temos um deslocamento da LM para a direita (LM'), provocando um aumento da renda e do emprego (Y') e, simultaneamente, uma redução da taxa de câmbio (e'). Segue abaixo o comportamento gráfico:

**Figura 6: Efeito da Política Monetária em Regime de câmbio Flutuante**



Em suma, quando estamos no regime de câmbio fixo (em que se optou por fixar o câmbio), o governo não consegue alterar a quantidade de moeda. Ao tentar modificá-la ele

<sup>197</sup> Existem, porém, algumas formas de se afrouxar essa “camisa-de-força” sobre a política monetária imposta pelo câmbio fixo – o que é feito relaxando algumas das hipóteses iniciais do modelo Mundel-Fleming. Em primeiro lugar, existe a possibilidade de se flexibilizar o regime cambial (adotar um regime de bandas, *dirty floating*, etc. ao invés de um regime de paridade única fixa – este ponto será discutido no próximo item). Além disso, o governo pode impor restrições de importação de forma que o efeito de elevação dos preços domésticos (causado pela expansão monetária) será compensado pelo aumento do preço dos produtos importados (pela imposição de tarifas). Nesse caso, a taxa de câmbio (vista como a relação de preços externos/preços domésticos) permanece constante. No curto prazo, é também possível fazer política monetária expansionista financiando o déficit de contas correntes (causado pela apreciação real) com empréstimos externos. Evidentemente esse movimento não pode durar indeterminadamente. Por último, há ainda a possibilidade de impor controles sobre movimentos de capital recuperando parte da eficácia na política monetária (por exemplo, redução de juros sem imediata fuga de capitais que leve à alteração na taxa de câmbio).

provoca entrada ou saída de capitais pelo movimento de arbitragem de juros. Nesse regime (câmbio fixo), porém, a política fiscal é bem sucedida. Por outro lado, quando o governo decide pelo regime de câmbio flutuante, ele consegue influenciar a quantidade de moeda da economia, embora a política fiscal se torne ineficaz. É nesse sentido que se afirma que, numa economia aberta, **ou** o governo fixa a quantidade de moeda **ou** fixa a taxa de câmbio<sup>198</sup>.

Com esse modelo na cabeça ou simplesmente com a convicção da incompatibilidade das âncoras monetária e cambial, diversos economistas contestaram a versão preliminar da M.P.nº 542, publicada no dia 25 de junho de 1994. Como vimos, ela fixava simultaneamente paridade 1:1 do Real com o dólar e metas monetárias.

Na prática, porém, poucos dias depois da divulgação de seu conteúdo, já no dia 29 de junho, o governo entrou comprando dólares a 95 centavos de real por dólar no encerramento do mercado de câmbio. Como as compras de câmbio são liquidadas dois dias úteis depois de contratadas, essas compras estavam determinando a taxa de câmbio do dia 5 de julho, data das primeiras emissões de Real (Franco, 1995, p. 56). No dia seguinte (30 de junho), o BC reafirmou o procedimento da véspera e comprou dólares, em valor equivalente a cerca de R\$ 16 milhões, para entrega em 06 de julho de 1994, a 93 centavos de real por dólar. Percebeu-se então a nova estratégia de política econômica: o real adotaria âncora monetária (metas) e a taxa de câmbio seria flutuante<sup>199</sup>. O câmbio, porém, atuaria numa *banda assimétrica*, isto é, seria livre para oscilar para baixo, mas teria o teto fixo em 1 real = 1 dólar, desaparecendo, assim, o regime de minidesvalorizações cambiais pelo valor da inflação:

**“A suposta violação aos cânones de Mundell e Fleming tinha sido descartada: operava-se com uma taxa de câmbio flexível, novidade sem precedente no mercado de câmbio brasileiro, e as autoridades não se**

<sup>198</sup> A decisão entre âncora monetária **ou** cambial, entretanto, não exclui a possibilidade de alguma âncora complementar, como, por exemplo, a âncora creditícia ou âncora salarial e/ou sobre preços. Na realidade, quando se adota uma âncora monetária, é comum se adotar também uma âncora creditícia (seja através de imposições quantitativas, de altas taxas de compulsório e/ou de elevada taxa de redesconto). Neste caso, admite-se a importância dos bancos na criação de liquidez da economia e estabelece-se limites para o volume de crédito. Numa economia aberta, entretanto, controlar compulsório e/ou redesconto (formas de âncora creditícia) exige também a imposição de limites (ou alguma forma de regulação) para a captação, no exterior, de capitais de curto prazo. Se o Banco Central não os impuser, o banco comercial pode tomar recursos externos e repassá-los, escapando do compulsório exigido (ou diminuir a possibilidade de ter de recorrer a redesconto).

<sup>199</sup> Na realidade a percepção do novo regime de câmbio não foi imediata. Ver Franco (1995, p. 57).

furtaram a deixar claras duas importantes inovações: (i) que a taxa de câmbio estaria, doravante, inteiramente desindexada, abolindo-se assim de uma penada, a noção de que o câmbio era um ‘preço público’ sujeito à indexação automática e aos incansáveis pleitos de correção de ‘defasagens’; (ii) que a sustentação da taxa de câmbio em níveis artificiais resultava em compras e/ou vendas sistemáticas, como claramente vinha ocorrendo há tempos e que os limites de emissão de moeda impediriam que isto prosseguisse<sup>200</sup>”. (Franco, G., 1995, p.58)

A política de câmbio livre adotada após a emissão do real durou, no entanto, apenas três meses, tendo, ao final desse período, atingido a taxa de 84 centavos de real por dólar. Nesses meses, o Banco Central se absteve de intervir no mercado de câmbio, ao mesmo tempo em que procurava, em vão, cumprir metas monetárias rígidas. Tentava-se assim uma política de âncora monetária com câmbio flutuante. Em outubro de 1994, porém, dado, entre outras razões, o insucesso das metas monetárias, o governo resolveu mudar de âncora, abandonando a monetária em prol da cambial.

Fazendo um breve balanço do período de câmbio flutuante (entre julho e setembro de 1994), deve-se destacar dois resultados macroeconômicos importantes. O primeiro deles é que a expansão monetária, decorrente do processo de remonetização, permitiu uma redução do volume de títulos públicos em circulação (R\$ 9.168 bilhões em títulos públicos foram retirados de circulação nesses três meses). Essa mudança no perfil do financiamento do setor público tornou-se possível por dois fatores (Franco, 1995): 1) o fato do setor externo não ter pressionado a base monetária (uma vez que, com câmbio flutuante, a variação das reservas é zero) e 2) pela política fiscal contracionista adotada. A segunda consequência macroeconômica que convém ressaltar foi a pressão deflacionária nos bens comercializáveis com o exterior (*tradables*) – efeito direto da apreciação cambial numa economia aberta. Uma forte pressão começava assim a ser exercida no sentido da mudança dos preços relativos entre *tradables* e *nontradables* na economia.

Tomando o IPA industrial como *proxy* dos *tradables* e comparando-o com o índice do consumidor, ambos apurados pela FGV, podemos verificar a intensidade do movimento de alteração dos preços relativos ocorrida no período<sup>201</sup>:

<sup>200</sup> Quanto ao ponto (ii) o autor se refere a pressão expansionista da base monetária resultante da entrada de capitais em regime de câmbio administrado. Durante o primeiro semestre do ano o BC vinha adquirindo cerca de US\$ 2,5 bilhões mensalmente, o que resultou numa pressão na base de cerca de US\$ 15,1 bilhões no primeiro semestre de 1994. (idem, ibidem)

<sup>201</sup> Utilizamos o IPA industrial pela volatilidade da agricultura no período.



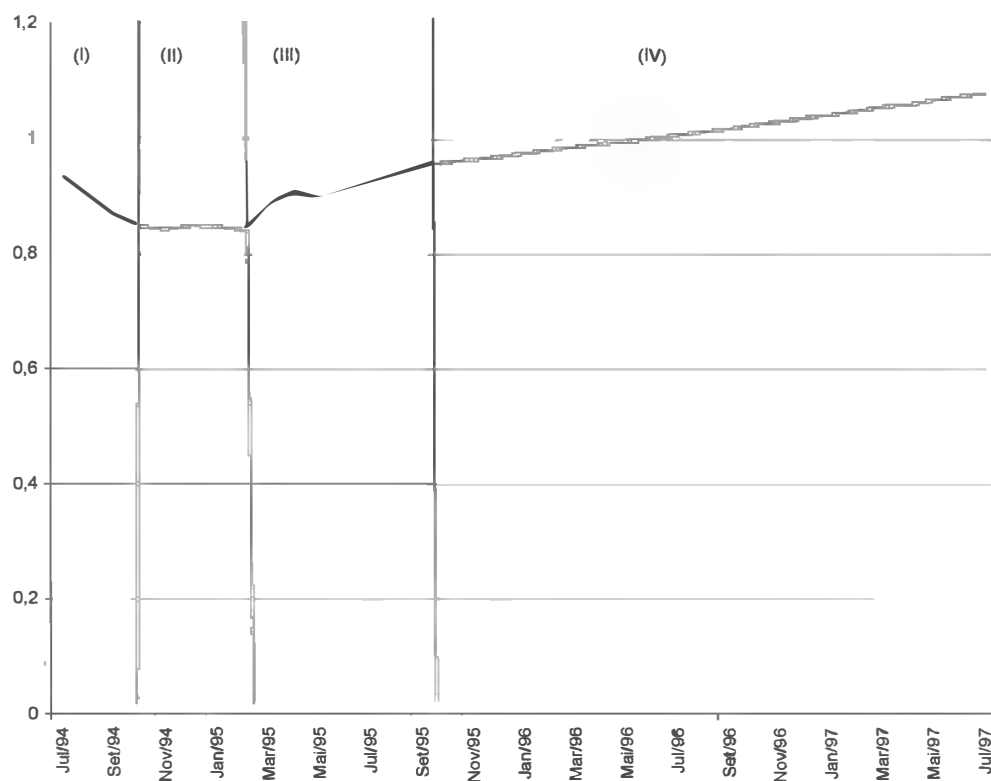
**Tabela 5: Inflação jul-set/94 (Variação Mensal%)<sup>202</sup>**

	<b>IPC-DI Brasil</b>	<b>IPA-OG Ind.</b>
Jul/94	32,45	18,45
Ago/94	2,60	-0,02
Set/94	1,46	-0,13

Fonte: Boletim de Conjuntura UFRJ, banco de dados.

De forma resumida devemos adiantar que, a rigor, se pode distinguir 4 fases bem distintas na condução da política cambial no Plano Real (Souza, 1998). A Fase I recém-ressaltada corresponde à fase de livre flutuação (entre julho e setembro de 1994). A ela se segue uma etapa de âncora cambial rígida, em que o câmbio permaneceu, na prática, fixo nos R\$0,84/US\$ por 5 meses (Fase II). Os efeitos da crise do México (iniciada em Dezembro de 1994) levaram a uma nova mudança na política cambial brasileira. Em face da perda de reservas devido ao “Efeito Tequila”, o Banco Central decretou uma minidesvalorização cambial de cerca de 6% em março de 1995. Seguiu-se a esta um período de “experimentação com pequenas correções aleatórias da cotação do dólar” (ibidem, p. 9) que revelava a indecisão em relação aos rumos da política cambial nessa terceira fase. Finalmente, o governo entrou numa quarta fase, em que pequenas desvalorizações cambiais foram convergindo para um percentual estável, em torno de 0,6% ao mês que durou até o final de 1998. O gráfico 4 abaixo ressalta as fases assinaladas:

**Gráfico 4: Fases da Política Cambial (evolução do câmbio nominal)<sup>203</sup>**



Embora o regime cambial tenha percorrido as quatro fases explicitadas no gráfico, “ninguém parece discordar da proposição de que a política cambial é o pilar básico do Plano Real. É curioso, entretanto, que a política cambial tenha sido percebida sempre como o alicerce principal do Plano Real e ao mesmo tempo tenha mudado tanto” (ibidem, p. 9).

Ao adotar o controle do câmbio como um dos principais instrumentos de política econômica (ou como “pilar básico do Plano Real”), o governo brasileiro colocou a economia numa trajetória já muito estudada pelos economistas.

<sup>202</sup> A inflação elevada de julho se deve ao fato dos índices não serem calculados ponta à ponta e por isso estarem contaminados pela variação dos últimos dias de junho, ainda na fase UR V.

<sup>203</sup> Extraído de Souza (1998).

### III.2.5 – Âncora Cambial

Em termos de definição, a âncora cambial consiste no estabelecimento de uma paridade aproximadamente fixa entre a moeda doméstica e a moeda de referência (em que a economia se ancora). Esta paridade pode ser estabelecida em relação a uma determinada moeda ou uma cesta de moedas. Ao atrelar a moeda doméstica a uma única moeda estrangeira, a economia do país que adota a âncora fica sujeita a flutuações cambiais da moeda de referência. Por outro lado, fixar em relação a uma só moeda dá maior visibilidade à âncora – o que, em princípio, auxilia a convergência entre a inflação interna e a internacional. Em qualquer dos casos, deve-se possuir um abastado volume de reservas internacionais a fim de dar credibilidade à âncora e combater possíveis movimentos especulativos.

A paridade entre a moeda doméstica e a(s) moeda(s) internacional(ais) pode, por sua vez, ser estabelecida de forma única (câmbio fixo); através da definição de um teto e um piso entre os quais a taxa de câmbio deverá flutuar (banda cambial<sup>204</sup>) ou, ainda, o governo pode fixar determinadas alterações na taxa de câmbio de acordo com uma certa periodicidade<sup>205</sup>. Se, no entanto, e em qualquer um dos três casos, as intervenções do Banco Central no mercado cambial (pequenas alterações) forem vistas como possíveis, porém de valores e datas desconhecidas, **não** se considera que o país tenha adotado uma âncora, ficando o sistema caracterizado por “flutuação suja” (*dirty floating*).

Quanto mais rígida é a definição dessa paridade, mais a âncora se aproxima do caso de câmbio fixo e, portanto, maior é a endogeneidade da moeda no sistema<sup>206</sup>. É importante, porém, ressaltar que, em princípio, a endogeneidade é vista como uma vantagem, na medida em que permite que a oferta de moeda no novo regime se adapte às variações da

<sup>204</sup> No limite de bandas, onde a intervenção monetária é permitida dentro dos limites fixados para o câmbio. Para uma defesa deste tipo de regime devido a sua maior liberdade, ver Svensson (1992).

<sup>205</sup> Se estas correções pré-fixadas forem na mesma proporção que a taxa de inflação, o sistema é chamado de *crawling peg* ou sistema de taxa de câmbio real fixa. Neste caso o câmbio segue (se ajusta) a expansão desejada dos meios de pagamento (que por suposto geram inflação). O objetivo neste caso não é a estabilidade dos preços, mas sim manter a competitividade das exportações e evitar os efeitos deletérios da apreciação cambial sobre a indústria e emprego – para uma discussão da âncora real (“real targets”) ver Corden (1990).

<sup>206</sup> Como vimos no modelo Mundel Fleming, quando se adota câmbio fixo a oferta de moeda fica totalmente endógena.

demanda real por moeda, geralmente intensas (e não previsíveis) com o término de regimes inflacionários. Por outro lado: “*As in other aspects of life, however, too much of a good thing (in this case, liquidity) may turn out to be as devastating as the lack of it ... the ready availability of liquidity allows consumers to finance as large a consumption binge as they wish (subject, naturally, to the constraint imposed by their wealth)*” (Calvo e Vegh, 1992, p.13).

As duas grandes virtudes da adoção de uma âncora cambial, geralmente ressaltadas pelos economistas, são:

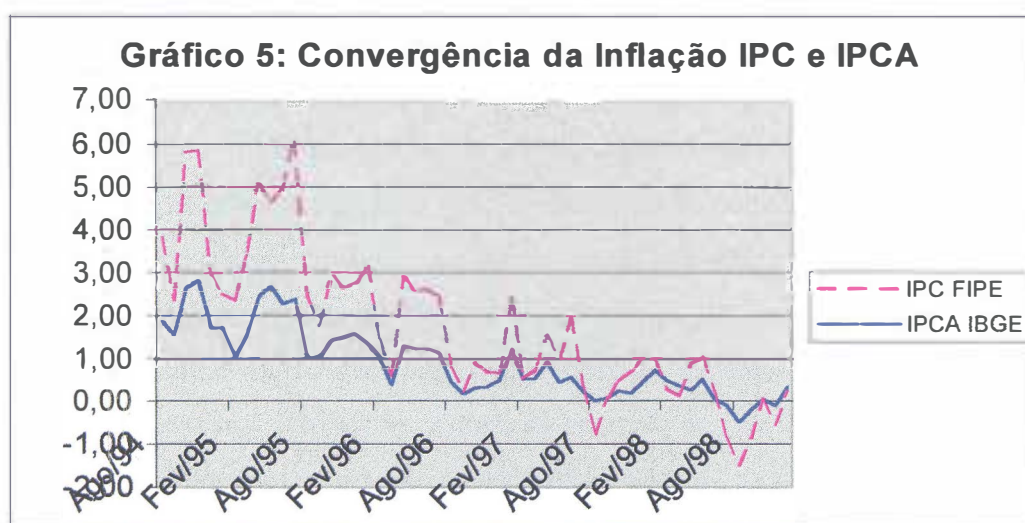
- a) permitir o estabelecimento (uma vez que a âncora seja crível) de contratos de longo prazo (destruídos em regimes de elevada inflação) e
- b) exercer fortíssima pressão sobre os preços no setor *tradables* – sendo o impacto sobre o nível geral dos preços dependente do grau de abertura da economia em questão e do grau de desequilíbrio entre oferta e demanda no setor *nontradable*<sup>207</sup>.

Em relação ao item a, vale ressaltar que dada a sofisticação do nosso sistema de indexação, os agentes econômicos, no Brasil, não haviam abandonado inteiramente o estabelecimento de contratos de médio prazo (1-3 anos) apesar da alta inflação. Quanto ao item b, cabe observar que o resultado geralmente esperado pelos economistas é de que ocorra, num momento inicial, uma distorção entre os 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 *nontradables* 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

<sup>207</sup> Quanto menor o grau de abertura, maiores são os custos de transação na importação de *tradables*, logo menores serão as reduções dos preços deste 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*, a estabilização), maior tendem a ser os preços no setor dos bens não comercializáveis, e, em conseqüência, menor a redução no nível geral dos preços.

doméstica aos padrões internacionais, representado pela queda suave e contínua das taxas. O grande mérito da âncora cambial consiste justamente em acelerar, supostamente, o processo de convergência para os padrões internacionais de inflação tendo ainda poucos efeitos recessivo sobre a economia quando comparado com medidas desinflacionárias como cortes de demanda.

No Plano Real, tomando como *proxy* dos *tradables* o IPCA/IBGE e como *proxy* dos *nontradables* o IPC/FIPE, verificamos a convergência das curvas, como demonstra o gráfico 5 abaixo<sup>208</sup>. Convém ressaltar que o desaquecimento da economia também contribuiu para o comportamento de queda contínua da inflação.



Fonte: Boletim de Conjuntura da UFRJ

Apesar das vantagens da âncora cambial no tocante à rápida convergência dos preços e ao aumento dos prazos de contratação, sua adoção tem consequências 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; (ii) faz com que a economia perca competitividade no comércio exterior; (iii) deteriora as contas externas; (iv) permite que as taxas de juros permaneçam elevadas durante certo período; iv) provoca ciclos na atividade real da economia. Vejamos as críticas por etapas.

<sup>208</sup> A queda da inflação no Brasil também foi influenciada pela manutenção de elevadas taxas de juros e pela apertada política creditícia adotada – voltaremos a este ponto mais adiante.

## (i) Absorção interna:

Já mencionamos exaustivamente que o fim de processos inflacionários leva ao crescimento da absorção interna<sup>203</sup>. Os economistas esperam, baseados na experiência de diversos países, que a adoção de uma âncora cambial reforce esse fenômeno.

A explicação teórica geralmente dada para este reforço 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. Este fenômeno é ainda reforçado pelo fim do imposto inflacionário, que sabidamente onera mais os de menor renda, e pelo retorno do crédito ao consumidor.

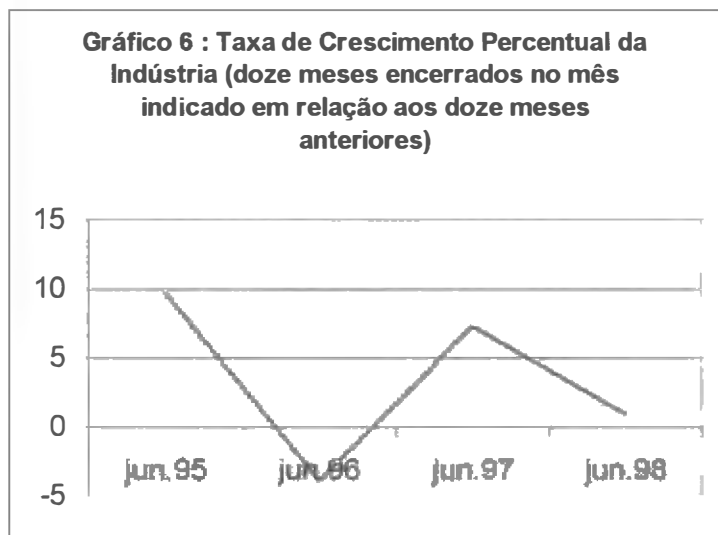
Aliás, este boom esperado após a estabilização em economias que adotam âncoras cambiais se verificou, também, no início do Plano Real. O crescimento da produção industrial no segundo semestre de 1994, anualizado, foi de quase 15%<sup>204</sup>. Em face desse movimento explosivo, diversos analistas afirmaram, inclusive, que o plano teria sido salvo pela Crise Mexicana. Explica-se: a fuga de capitais, por ela engendrada, forçou a retração de liquidez e conseqüente redução da demanda, evitando, com isto, o surgimento de (novas) pressões inflacionárias.

O crescimento industrial foi tão vigoroso no primeiro ano da Terceira Fase que, apesar da contração sofrida no primeiro semestre de 1995, a taxa de variação do produto industrial entre junho de 95/junho 94 foi de quase 10 pontos percentuais (em relação aos 12 meses anteriores). A continuidade da política contracionista de crédito adotada pelo governo (para fazer face à saída de capitais) desaqueceu a economia, provocando uma brutal retração econômica. A reversão do quadro de liquidez externa (retorno dos capitais) permitiu que o governo baixasse os juros ao mesmo tempo em que passava a corrigir a taxa de câmbio em termos reais (Fase IV da política Cambial). Essas duas mudanças na política

<sup>203</sup> Correndo o risco de sermos repetitivos, lembramos que, após um período de prolongada inflação, costuma existir um consumo reprimido - seja pelas altas taxas de juros nominais existentes no período inflacionário, seja pelo virtual desaparecimento do crédito ao consumidor em períodos inflacionários, pela existência de incerteza inflacionária e incerteza de poupança (ver discussão no cap. II) etc.

<sup>204</sup> Mais precisamente, o aumento da produção física industrial foi de 14,74%. Fonte: IBGE, Pesquisa PIM/PF, com ajuste sazonal.

econômica permitiram a recuperação da atividade industrial nos doze meses seguintes (junho de 1997/junho de 1996). No ano seguinte, porém, sob impacto da crise asiática ao final de 1997, a indústria sofreu nova queda brusca<sup>205</sup>. Na realidade, o comportamento industrial foi caracterizado por um comportamento *stop and go*, como pode ser percebido pelo gráfico 6 abaixo.



Fonte: IBGE

#### (ii) Perda de competitividade:

Um segundo problema ressaltado pelos críticos da âncora cambial refere-se à perda de competitividade decorrente da alta dos preços dos *nontradables*, mais particularmente dos salários. Ocorre que, quando se passa da alta inflação (em que em média se opera com pouco ou nenhum investimento novo) para a estabilidade, grande parte do parque industrial se encontra defasado em termos dos padrões tecnológicos internacionais. Diversos setores

<sup>205</sup> Ao longo do ano de 1998, segundo dado publicado na Gazeta Mercantil em 14 de maio de 1999 (Fonte primária IBGE), houve retração na indústria de 4,55%, não refletida no gráfico 6.

estão, portanto, competindo apenas com produtos em fase final de ciclo, onde a tecnologia é *standard* e a disputa pelo mercado se faz basicamente sobre preços<sup>212</sup>. Nessas condições, o aumento em dólares dos salários, resultante da âncora cambial, implica em significativa perda de competitividade.

Na realidade, a questão da competitividade é bastante complexa pois, por outro lado, se esperara que, ao saírem de um regime de alta inflação, os produtores iniciem uma corrida em busca da recuperação do atraso tecnológico. Esta luta em recuperar o tempo perdido faz com que as indústrias se modernizem, os ganhos de produtividade ocorram e compensem, ao menos em parte, a perda de competitividade dada pelos maiores custos de produção (salários). Na teoria econômica, aliás, a produtividade afeta o nível de taxa de câmbio real de equilíbrio, alterando a competitividade, inclusive, das indústrias exportadoras do país em questão. Vejamos este conceito mais detalhadamente.

A taxa de câmbio real de equilíbrio geralmente é definida como aquela capaz de equilibrar no longo prazo o saldo de transações correntes ( $STC = 0$ ) ou de igualar, em módulo, o saldo da conta corrente ao saldo da conta de capitais ( $STC = - SCC$ ). Neste último caso, porém, é preciso que o movimento de capitais se encontre num nível sustentável - conceito bastante difícil de se definir. Aliás, a produtividade total dos fatores também padece de dificuldades de definição e isto ocorre, sobretudo, porque ela envolve a mensuração do estoque de capital<sup>213</sup>.

Desconsiderando, porém, todas as dificuldades envolvidas na definição do que seria a taxa de câmbio real de equilíbrio e na mensuração da produtividade total, é possível afirmar que, quando a taxa interna de aumento de produtividade é superior à taxa de aumento da produtividade dos parceiros comerciais, a taxa de câmbio real de equilíbrio se aprecia (diminui, utilizando agora o conceito da taxa de câmbio definida como o preço da moeda estrangeira). Nesse sentido, a apreciação real da moeda que se segue à adoção de uma âncora cambial poderia ser apenas a correção necessária para se atingir a taxa de câmbio de equilíbrio, sem que isso implicasse em perda de competitividade.

Franco (1996), inclusive, tentou argumentar nesse sentido em relação ao real. Num texto de circulação interna, a taxa de câmbio foi apresentada como um preço qualquer que, devido a mudanças estruturais (no caso ganhos de produtividade), teria sofrido alteração em

---

<sup>212</sup> Ver Castro (1999).



seu patamar de equilíbrio. Assim, estariam equivocados aqueles que acusassem a âncora cambial de estar provocando uma ‘sobrevalorização’ da taxa de câmbio. Franco acreditava que o câmbio pré-real estava fora de seu nível de equilíbrio de longo prazo (desvalorizado). Devido ao regime de *crawling peg*, que vigorava antes da entrada do real, ter-se-ia acumulado, a partir dos anos 1990, um delta produtividade que não fora repassado para a taxa de câmbio (visto que esta era apenas modificada no valor referente à variação dos preços internos). A apreciação inicial sofrida no câmbio após a introdução do real não seria, portanto, uma ‘sobrevalorização’, mas apenas a **correção** da taxa de câmbio para o seu devido valor de equilíbrio<sup>214</sup>.

Alguns economistas, porém, contestaram a argumentação de Franco, G. (1996). Antes de mais nada, questionou-se que a taxa de câmbio pré-real estivesse desvalorizada. Olhando o comportamento do câmbio real parecia, de fato, ter ocorrido um distanciamento entre o câmbio corrente e seu valor de equilíbrio. Porém, ao contrário do que afirmava Franco, ao invés de uma desvalorização existiria uma sobrevalorização pré-real, isso se verificaria, mesmo utilizando o IPA como índice para avaliar a paridade cambial, como desejava o autor<sup>215</sup>. Esta decorreria da forte queda (apreciação) do câmbio real sofrida entre 1990-91 (período Collor) que não teria logrado ser compensada pela política de desvalorizações do Ministro Marcílio Marques Moreira.<sup>216</sup>

---

<sup>213</sup> Ver Erber (1996).

<sup>214</sup> É curioso observar que argumentos semelhantes foram utilizados em relação ao México antes do colapso cambial de 1994: *“It is true that the Mexican currency has appreciated, but such a fact is far from implying a strong devaluation of the currency. That depends on the equilibrium of the real exchange rate, which is difficult to calculate, adding to the fact that the peso had undergone a strong devaluation before the current stabilization effort started, which probably made it undervalued ... the appreciation process is a natural, and not necessarily negative, consequence of the reform process in Mexico* (Ortiz, Guillermo, 1994, p.306 - citado em Dornbush & Werner, 1994, p.255). Neste ponto a história parece realmente não trazer lições. Dois anos depois de deflagrada a crise mexicana, a mesma tese seria defendida por Kamin, Steven: *“Prior to stabilization, adverse balance-of-payments pressures are likely to cause the real exchange rate to be highly depreciated relative to the level required to induce equilibrium in the non-tradeables market. Therefore, once the nominal exchange rate is stabilized, non-tradeables prices may rise not as a result of an appreciation of the equilibrium real exchange rate, nor as a result of inertial factors, but rather in response to excess demands stemming from a pre-existing gap between the actual and equilibrium real exchange rate”* (Kamin, Steven, 1996, p.3).

<sup>215</sup> Diversos autores criticam o uso do IPA para avaliar a paridade cambial entre um país que utiliza âncora cambial e outro de inflação baixa. O questionamento decorre da observação que, quando a taxa de câmbio nominal é fixa, a valorização ou desvalorização real ocorre em função do diferencial entre a inflação interna e a externa. Acontece que o IPA é justamente o índice que primeiro converge para os patamares internacionais, ou seja, utilizando-o há uma tendência a subavaliar o grau de apreciação cambial.

<sup>216</sup> O atraso cambial seria decorrente da aceleração da taxa de inflação que teria tornado a prática de corrigir o câmbio pela inflação passada sistematicamente defasada.

Se o câmbio não se encontrava desvalorizado em termos reais, mas, ao contrário, apreciado, a queda da taxa de câmbio ocorrida nos 3 primeiros meses após a introdução do real representaria, sim, uma sobrevalorização cambial, que dificilmente seria capaz de ser compensada por ganhos de produtividade<sup>217</sup>.

Um segundo tipo de questionamento aos argumentos de Franco se referia aos próprios dados utilizados para medir a variação da produtividade brasileira. Como já ressaltado, os ganhos de produtividade total dos fatores, relevante para a taxa de câmbio de equilíbrio, são de difícil mensuração. Dessa forma, os economistas costumam usar como *proxy* os dados de produtividade do trabalho (produto por hora trabalhada). Ocorre que esses dados não são necessariamente adequados para verificar a variação da eficiência da indústria.

É verdade que os dados de produtividade do trabalho dispararam na década de 1990. Tomando como base o ano de 1990 (índice 100), a produtividade evolui para cerca de 150 em 1996<sup>218</sup>. Essa mudança qualitativa na produtividade, porém, não necessariamente reflete um correspondente aumento de nossa competitividade. Há três razões para a discrepância entre o aumento da produtividade do trabalho e efetivos ganhos de competitividade.

Em primeiro lugar, durante os primeiros anos da década de 1990 ocorreu um intenso movimento de desverticalização na indústria brasileira que, sabidamente, distorce os dados de produtividade de trabalho<sup>219</sup>.

Em segundo lugar, o fato da produtividade do trabalho ter crescido não se traduz necessariamente em redução (em dólares) dos custos de produção - e conseqüente elevação da competitividade. Na realidade, o grande aumento da produtividade ocorrido na década de 90, da ordem de 50% (até 1996) foi acompanhado de elevação, da mesma ordem de

<sup>217</sup> Seriam precisos ganhos de produtividade (no Brasil **em relação** aos outros países ao longo do primeiro ano do Plano Real) de magnitude jamais encontrada na história da indústria mundial – aproximadamente seria necessário um crescimento da produtividade **relativa** da ordem de 20%, já que o câmbio teria passado de 1,00R\$ /1,00US\$ para 0,84 R\$/US\$1,00.

<sup>218</sup> Sabóia e Carvalho citados em Castro (1997).

<sup>219</sup> “A ponderação que acaba de ser feita não pretende negar a ocorrência de substanciais ganhos de produtividade nos mais recentes anos. Trata-se de advertir que parte daquilo que é registrado como ganho de produtividade não corresponde a aumento do valor agregado por trabalhador (ou hora trabalhada). Isto, aliás, fica claramente sugerido pelos inverossímeis saltos de produtividade observados nos últimos anos em certos setores (como imagem e som), ou em determinadas áreas (como a Zona Franca de Manaus). Como é bem sabido, verificaram-se em tais casos bruscos aumentos no coeficiente importado. Trata-se, pois, em suma, de saltos verificados na terceirização para fora do país – acompanhados de reduções correspondentes no valor agregado por unidade aqui produzida”. (Castro, *ibidem*, p. 112)

grandeza, dos salários em dólares - o que significa que não houve redução dos custos pelo aumento da produtividade do trabalho<sup>220</sup>.

Em terceiro lugar, devido à estagnação da produtividade brasileira na década de 1980, enquanto o resto do mundo apresentava vigoroso progresso técnico, os ganhos de produtividade verificados na década de 1990 representavam, em grande medida, apenas a recuperação dos anos subseqüentes (*catch up*). Os enormes ganhos de produtividade foram, portanto, obtidos com relativa facilidade e tenderiam, em princípio, a perder intensidade. A partir desse momento, o resíduo de apreciação por ventura existente teria que ser compensado de outras maneiras.

As críticas a Franco (1996) mostraram-se pertinentes. Mesmo com os ganhos de produtividade obtidos; apesar das diversas políticas de incentivo às exportações adotadas pelo BNDES; e das correções efetuadas na taxa real de câmbio, o Brasil não conseguiu melhorar a sua performance competitiva o suficiente para reverter ou mesmo conter a expansão dos déficits da conta comercial (vide tabela 6 até 1997). Quanto aos resultados obtidos em 1998, estão seriamente afetados pela retração da economia, não podendo ser atribuídos a possível melhora da competitividade<sup>221</sup>. Esse comportamento sugere que, na prática, também padecemos da perda de competitividade comum aos países que adotam âncora cambial.

**Tabela 6: Balanço de Pagamentos (1)**

BALANÇO DE PAGAMENTOS						
FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL						
(Em Milhões US\$)						
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Balança Comercial	13.307	10.466	-3.352	-5.554	-8.364	-6.409
Export.	38.563	43.545	46.506	47.747	52.990	51.120
Import.	25.256	33.079	49.858	53.301	61.354	57.529

<sup>220</sup> “A melhoria de competitividade fica, em tais casos (*coeteris paribus*) restrita à inflação verificada no mercado externo”. (Ibidem, p. 113).

<sup>221</sup> Deve-se mencionar igualmente que em 1998 ocorreu desvalorização real do câmbio de cerca de 7%.

### (iii) Deterioração do Saldo de Transações Correntes e Financiamento

Uma terceira mazela que costuma atacar os países que adotam âncora cambial é a deterioração, não apenas da balança comercial, mas também do saldo de transações correntes<sup>222</sup>. Essa deterioração pode decorrer, em primeiro lugar, da existência de uma inflação residual que provoque uma apreciação real cambial que, por sua vez, reduza exportações de bens e certos serviços e eleve as importações dos mesmos<sup>223</sup>. Na realidade, ela pode ocorrer também pelo simples fato de que a economia está recebendo fluxos de capital. Em termos contábeis, o déficit de transações correntes pode surgir não pela apreciação resultante da inflação residual, mas, sim, pela entrada espontânea de capital. A causalidade neste caso inverte-se: a economia apresenta boas oportunidades de lucros, o capital entra, a taxa de câmbio real se aprecia e, **em consequência**, ocorre um déficit de transações correntes.

É importante notar, porém, que, em princípio, a atração de capitais é muito positiva:

**“A absorção de capitais externos pelos países atrasados é justificada, pela sabedoria convencional, como um meio de complementar os escassos recursos domésticos, a fim de elevar a formação de capital, e acelerar o crescimento econômico nestes países. Mesmo correntes de pensamento que não vêem a poupança como uma variável limitativa do investimento aceitam esta proposição, quando se trata da questão do desenvolvimento econômico”(Souza, 1985, p.99)**

Porém, à medida que esse processo se intensifica (com o aparecimento de sistemáticos déficits de transações correntes – DTC ), o país torna-se refém da continuidade dos fluxos de capital.

Em princípio, se o DTC está sendo financiado por um movimento espontâneo de entrada de capitais em busca de oportunidades de investimento não há problemas para a economia<sup>224</sup>. Em primeiro lugar, porque se supõe que não há grandes riscos deste movimento de capital ser rapidamente revertido. Além disso, porque os novos

<sup>222</sup> Na próxima seção comentaremos a frequência com que esse fenômeno vêm ocorrendo em países que adotam âncora cambial, bem como o tratamento dado pela teoria econômica para explicá-lo.

<sup>223</sup> O resíduo inflacionário em economias de alta inflação que subitamente se estabilizam pode, em princípio, decorrer de diversos fenômenos: pela existência de resíduos estatísticos (referente ao primeiro mês); pela manutenção de contratos pré-fixados; por falta de credibilidade na manutenção da âncora; pelo peso dos *nontradables* nos índices de inflação; etc. Dado o risco de alguma futura apreciação real do câmbio pela existência de alguma inflação residual pós-plano, alguns economistas recomendam uma desvalorização antes da adoção da âncora cambial.

<sup>224</sup> A rigor, para que esta entrada de capitais não seja de fato problemática é preciso que ela se dê em níveis sustentáveis à longo prazo.

investimentos devem aumentar a competitividade o que permitirá, após um certo tempo, a recuperação da capacidade exportadora eliminando o déficit – como ressaltado no item (ii) .

Por outro lado, se são capitais em busca de diferenciais de juros, o financiamento do déficit pode vir a se tornar bastante problemático e dependerá, essencialmente, do grau de liquidez internacional e da percepção de risco do investidor internacional na economia em questão.

A questão é que o chamado *hot money* (ou capitais de curto prazo) é sujeito a bruscas reversões em seu movimento em função de crises externas de liquidez e/ou de mudanças na percepção da estabilidade fiscal, monetária e cambial do país (*fundamentos*). Como a reversão do movimento de capitais não é acompanhada de imediata redução das importações (nem do saldo da conta de serviços) surge a necessidade de um ajuste. No curto prazo, o governo consegue manter o financiamento do déficit de transações correntes através da queima de reservas. Todavia a continuidade deste processo enfraquece a percepção de sustentabilidade da âncora (e, de qualquer forma, é inviável no longo prazo dado que as reservas são limitadas em quantidade). Mais adiante, porém, será preciso realizar o ajuste do balanço de pagamentos.

O ajuste das contas externas pode ser feito através de diversas medidas, dentre as quais destacam-se: a) desvalorizar a taxa de câmbio; b) reduzir o nível de atividade econômica; c) impor restrições tarifárias às importações (ou dar subsídio às exportações); d) impor restrições quantitativas às importações; e) estabelecer controles de capitais e de rendimentos para o exterior; f) aumentar a taxa interna de juros<sup>225</sup>.

A desvalorização real da taxa de câmbio é o mais eficaz dos mecanismos de ajuste, porém só é eficiente dentro das condições de Marshall-Lerner<sup>226</sup>. Além de melhorar o saldo da balança de transações correntes, a desvalorização altera a distribuição de renda entre

<sup>225</sup> Trataremos do papel dos juros no próximo item. Vale ressaltar que, para o financiamento do Balanço de Pagamentos, há ainda a possibilidade de recorrer a Empréstimos de Regularização. Estes, porém, geralmente são liberados mediante a imposição de algumas das medidas acima mencionadas

<sup>226</sup> Segundo a abordagem das elasticidades, a possibilidade de uma desvalorização melhorar o saldo do Balanço de Pagamentos depende das elasticidades de oferta e demanda de importações e exportações que o país em questão possui. Há dois casos particulares: 1) Quando se trata de um “país pequeno”, isto é o volume de exportações é absorvido ao preço internacional e não há limites no volume de mercadorias que o mercado pode oferecer para este país, temos a condição:  $\varepsilon_x + \eta_m > 0$ , em que  $\varepsilon_x$  é a elasticidade de oferta de exportações e  $\eta_m$  é a elasticidade de demanda de importações. No caso de um “país grande”, a condição se torna:  $\eta_x + \eta_m > 1$ , em que  $\eta_x$  é a elasticidade de demanda de exportações e  $\eta_m$  a elasticidade de demanda de importações. Ver Williamson, J. (1993).

alguns setores da economia<sup>227</sup>. Num regime de âncora cambial acredita-se que, se as desvalorizações são pequenas e anunciadas previamente, a credibilidade do sistema não é corroída<sup>228</sup>. Se, porém, a percepção do mercado for de que o país já se encontra em avançado estágio de insolvência (externa ou interna) ou de que esteja vivendo uma crise de liquidez, dificilmente será possível fazer uma desvalorização controlada da taxa de câmbio. Frequentemente ocorre nesses casos o fenômeno do *overshooting*.

Passando à segunda forma de ajuste, a redução do nível de atividade econômica atua diretamente sobre as importações, reduzindo as compras de insumos bem como de bens de consumo. Soma-se a isso o fato de que a criação de capacidade interna ociosa incentiva as empresas a buscarem novos mercados no exterior – melhorando, possivelmente, a performance das exportações.

As restrições tarifárias ou subsídios, por sua vez, equivalem ao estabelecimento de um regime múltiplo de câmbio em que a tarifação a certos produtos (ou o subsídio a outros) funcionam como formas indiretas de desvalorização cambial.<sup>229</sup> A restrição quantitativa, porém, equivale à imposição de uma tarifa marginal infinita para a importação, acima da cota permitida.<sup>230</sup>

Por fim, os controles de capitais e de rendimentos visam reduzir a proporção de capitais especulativos. Dadas as restrições impostas, para que se torne lucrativo entrar no país é preciso permanecer tempo maior do que em economias em que não se adotam controles. Na realidade, a questão da imposição de restrições ao movimento de capitais é extremamente polêmica entre os economistas. Seus críticos argumentam que as restrições prejudicam o futuro ingresso de capitais autônomos e que são ineficientes no longo prazo, dada a alta capacidade do mercado financeiro de inovar-se e burlar os controles. Por outro lado, os defensores dos controles acusam a livre mobilidade de capitais de provocar

<sup>227</sup> Se, por exemplo, a desvalorização for acompanhada de elevação dos preços, enquanto os trabalhadores não são aumentados, reduz-se o valor dos salários (e aumenta-se a renda dos exportadores).

<sup>228</sup> Israel pós-1985 fez inúmeras alterações na taxa de câmbio (e no regime) sem perder o controle sobre o câmbio. Isto permitiu que o governo israelense influenciasse em alguma medida os meios de pagamento. A introdução de âncora creditícia nesse país também contribuiu para a possibilidade de intervenções.

<sup>229</sup> No Plano Real houve um grande número de alterações na Política Tarifária, sob pressão de situações excepcionais, cuja análise, entretanto, ultrapassa os limites desse trabalho.

<sup>230</sup> Restrições tarifárias ou quantitativas assim como os subsídios são considerados tecnicamente inferiores às desvalorizações cambiais por três razões: a) podem distorcer a alocação de recursos (vantagens comparativas); b) podem gerar medidas de retaliação nos parceiros comerciais; c) podem gerar expectativas de futuras desvalorizações cambiais como solução definitiva para o ajuste do Balanço de Pagamentos. Simonsen, 1992.

recorrentes crises. Só na década de 90, citam a experiência inglesa de 1992 (seguida de dificuldades em diversos países europeus), a crise mexicana de 1994, a crise asiática de 1997, a crise russa de 1998 e, mais recentemente, a própria crise do Plano Real, em janeiro de 1999, como vítimas da volatilidade do mercado internacional de capitais.

No caso do Plano Real, como esperavam diversos críticos, houve deterioração do déficit de transações correntes (ver tabela 7 abaixo). Apesar do desempenho da balança comercial ser o principal responsável pelo saldo negativo, é importante ressaltar que a balança de serviços sofreu grande deterioração, principalmente em 1997 e 1998. A piora no saldo de serviços ocorreu, sobretudo, na categoria “outros serviços”, em que se encontra presente, entre outras contas, a rubrica “lucros e dividendos”. A desnacionalização ocorrida no processo de privatização explica, em grande medida, o crescimento desta última categoria, como ressaltaram alguns analistas<sup>231</sup>.

**Tabela 7: Balanço de Pagamentos (2)**

BALANÇO DE PAGAMENTOS						
FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL (milhões US\$)						
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Bal. Com.	13.307	10.466	-3.352	-5.554	-8.364	-6.409
Serviços:	-15.585	-14.743	-18.594	-20.483	-27.288	-30.351
Juros	-8.280	-6.338	-8.158	-9.173	-10.390	-11.948
Outros serviços <sup>1</sup>	-7.305	-8.405	-10.436	-11.310	-16.899	-18.403
Transferências Unilaterais	1.686	2.588	3.974	2.900	2.216	1.778
Bal. De Trans. Correntes	-592	-1.689	-17.972	-23.137	-33.437	-34.982
Mov. de Capital:	10.115	14.294	29.359	34.263	26.087	27.005
Inv. líquido	6.170	8.131	4.663	15.540	20.664	20.884
Amortiz.	-9.978	-50.411	-11.023	-14.419	-28.714	-33.587
Emprést. <sup>2</sup>	10.790	52.893	14.736	22.841	28.870	59.819
Cap. De curto prazo	869	909	18.834	5.752	-17.516	-29.093
Outros capitais	-216	750	-1.069	-290	4.224	8.983

1 inclui lucros reinvestidos  
2 Empréstimos a longo e médio prazos

Quanto ao movimento de capitais, cabe ressaltar a variação dos “Capitais de Curto Prazo” que cresceram de US\$909 milhões em 1994 para quase US\$19 bilhões em 1995.

<sup>231</sup> Ver Castro, A., 1999. Vale lembrar que o Turismo também exerceu importante pressão no balanço. Foge, porém, aos objetivos dessa dissertação fazer uma análise detalhada do Balanço de Pagamentos. Deseja-se apenas comentá-lo de forma sucinta.

Essa brutal variação deve-se a vários fatores: 1) ao crescimento generalizado dos fluxos de capitais para os países emergentes latino americanos<sup>232</sup>; 2) a estabilidade obtida nos preços, o que mudou a imagem do país e permitiu que o forte diferencial de juros atraísse capitais; 3) ao processo de abertura da conta de capitais, iniciado, como ressaltamos em 1989 e 4) a regularização da situação financeira do país em 1994 com a assinatura do acordo da dívida. Em 1996, a redução dos juros e a introdução de certos desincentivos à entrada de capitais – tais como a imposição de prazos mínimos de permanência para certos tipos de investimentos de portfólio, aumentos de IOF, etc. – explicam a redução do fluxo. Em 1997 a crise asiática provoca uma reversão generalizada do movimento de capitais para os países emergentes, alterando, a composição de portfólio de grandes investidores internacionais em favor de investimentos seguros, tais como os títulos da dívida pública americana. A consequência para o Brasil da crise asiática foi uma forte saída de capitais nos últimos meses, incentivada pela trajetória de deterioração do déficit de transações correntes. Em 1998, a percepção internacional da falta de solidez econômica do Brasil é agravada pela observação da insustentabilidade do quadro fiscal – exigindo o crescimento dos juros. A situação é, por fim, agravada pela moratória russa que provoca uma situação de pânico e saídas de capitais de curto prazo de 28 bilhões de dólares. Em janeiro de 1999, a continuidade do afluxo de capitais tornou-se insustentável, tendo o governo desvalorizado o real no dia 15<sup>233</sup>.

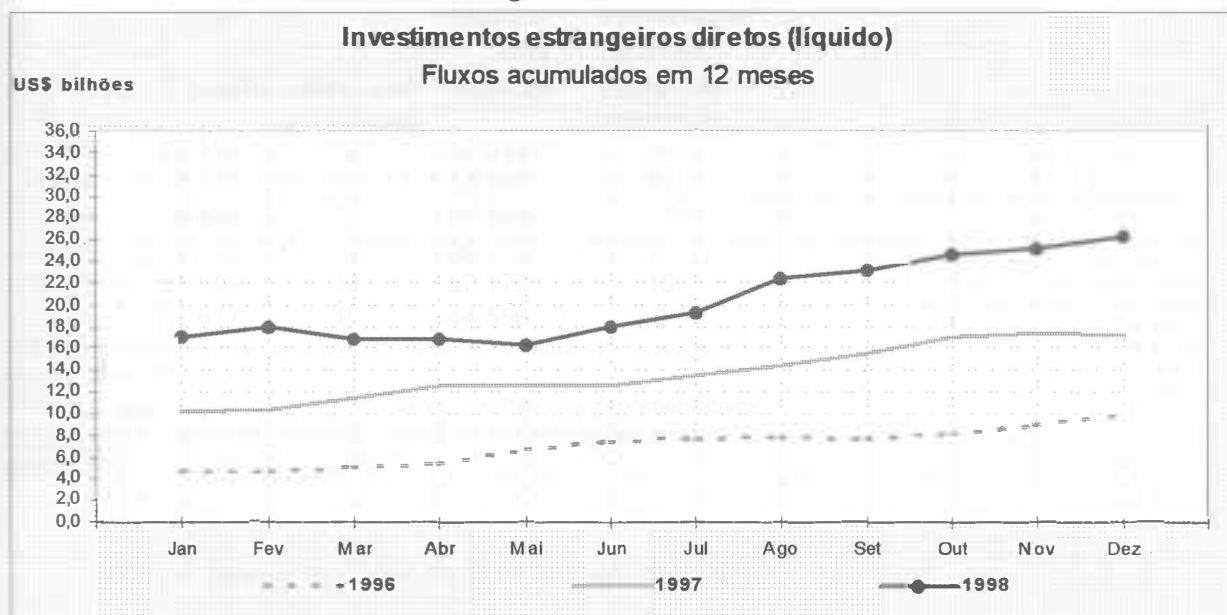
Além do movimento de capitais de curto prazo, convém mencionar o crescimento dos investimentos diretos estrangeiros no Brasil nos anos, particularmente nos anos de 1997 e 1998.

<sup>232</sup> A Argentina e o México começam a se beneficiar do novo cenário de liquidez a partir da assinatura do Plano Brady, em 1990. O Brasil, porém, só é beneficiado posteriormente, em 1994.

<sup>233</sup> Logo depois das eleições de outubro de 1998, iniciaram-se as negociações com o FMI para um empréstimo de regularização. Embora o acordo só viesse a ser firmado em 1999, o Fundo logo estabeleceu um piso para o nível das reservas de 20 bilhões de dólares. Alguns analistas ressaltaram que a estipulação de um patamar mínimo contribuiu para a criação de um ataque especulativo ao real. Outros autores acreditam que a desastrosa tentativa de mudar a política cambial em 13 de janeiro, criando uma “banda diagonal endógena”, foi um dos



Gráfico 7: Investimentos Estrangeiros Diretos



Fonte: Site do Banco Central do Brasil - Internet

O crescimento dos investimentos estrangeiros diretos ocorrido reflete uma mudança na percepção internacional em relação ao país (dada em grande medida pela estabilização), mas também resulta das boas oportunidades de negócios criadas pela privatização de determinadas empresas do setor público, além de algumas desnacionalizações ocorridas no setor bancário brasileiro. Do total dos investimentos estrangeiros diretos, a participação do ingresso de capitais para privatização, em relação ao total, cresceu significativamente na Terceira Fase do Plano Real. Em 1995, o volume de ingressos externos ingressados com esse fim foi irrisório. Porém, em 1996, a participação sobre o total foi de 25,02%, tendo crescido para 28% em 1997 e posteriormente tendo sido reduzida em 1998, para 21,29%<sup>234</sup>.

Por fim, resta ressaltar o formidável crescimento das reservas durante 1995 e 1996 bem como a reversão desse movimento nos dois anos seguintes:

responsáveis pela crise cambial – não discutiremos nessa dissertação os fatores relevantes para a desvalorização visto que nossa análise se restringe ao período 1994-1998.

<sup>234</sup> Baseado em informações do Banco Central.

Tabela 8: Reservas no Banco Central do Brasil

Reservas no Banco Central do Brasil				
Caixa <sup>1</sup>			Liquidez	Internacional <sup>2</sup>
			US\$	Milhões
Fim do Período	Posição	Meses de Importação	Posição	Meses de Importação
1993	25 878	12	32 211	15
1994	36 471	13	38 806	14
1995	50 449	12	51 840	13
1996	59 039	13	60 110	14
1997	51 359	10	52 173	10
1998	43 617	9	44 556	9

1/ Conceito operacional do Banco Central, contemplando haveres prontamente disponíveis.

2/ Agrega, aos valores do conceito "caixa", os haveres representativos de títulos de exportação e outros haveres de médio e longo prazos.

Fonte: Boletim do Banco Central

(iv) Comportamento dos juros na âncora cambial

Em geral, nos países que adotam âncoras cambiais como estratégia de estabilização, ocorre uma redução dos juros nominais em relação ao período inflacionário, mas a taxa real, permanece, em regra, acima dos juros externos durante certo tempo. Posteriormente, a taxa de juros interna tende, pelo movimento de arbitragem, a convergir para os patamares internacionais.

Existem diversas interpretações teóricas para esse comportamento dos juros. Em primeiro lugar, as taxas de juros reais elevadas (em relação ao nível internacional) seriam justificadas por falta de confiança na política antinflacionária: *“Specifically, high ex post real rates can be explained in terms of an ex post error in inflation expectations, which reflects a lack of credibility of the low-inflation policy... and hence the expectation that high inflation may return”* (Kaminsky & Leiderman, 1996, p.1). A desconfiança por parte dos agentes viria das diversas tentativas frustradas de acabar com a inflação nesses países. À medida que o programa de estabilização avançasse, porém, a política ganharia credibilidade, as expectativas seriam revisadas para baixo e a taxa nominal (e real) de juros declinaria.

Uma outra explicação, que também passa pela questão da credibilidade, atribui juros altos à necessidade de financiar o déficit de conta corrente. Nestas condições, a taxa de juros para atrair capitais tem de ser suficiente para cobrir a taxa de juros internacional, mais

a expectativa de desvalorização do investidor (risco cambial), mais o risco país (risco de *default* da dívida pública nacional)<sup>235</sup>. Os juros internos devem ainda computar eventuais diferenças na média da tributação sobre capitais entre o país em questão e o sistema financeiro internacional. Assim, quanto mais pessimistas forem as expectativas do mercado em relação a capacidade do governo honrar seus compromissos (sobretudo cambiais e financeiros) maior será o prêmio de risco exigido para o ingresso de capitais.

A manutenção de juros altos para financiar o déficit de transações correntes cria, porém, um perverso mecanismo de política econômica. O governo eleva os juros para financiar o déficit e consegue, com isso, atrair capitais. Com a entrada sistemática de recursos do exterior (e preocupado em manter a estabilidade do câmbio) o governo é forçado, a fim de evitar a expansão monetária (com resultados inflacionários), a esterilizar o fluxo adicional de reservas<sup>236</sup>.

Em terceiro lugar, argumenta-se que a taxa de juros permanece alta, após a estabilização, porque o déficit fiscal nesses países é ainda elevado e, como o governo não pode se financiar via moeda (sem comprometer o câmbio), precisa elevar os juros para financiá-lo via títulos<sup>237</sup>. O problema desta justificativa é de que ela é circular, dependendo do conceito de déficit utilizado. Se tratamos do déficit operacional (ou nominal) ele pode muito bem ser alto justamente por conta dos juros. Os juros são altos por causa do déficit e este o é por causa dos juros ...

Uma quarta justificativa para as elevadas taxas de juros consiste em atribuí-las a fenômenos reais. Neste caso, os juros dos países emergentes seriam altos porque a rentabilidade dos investimentos nessas economias seria muito maior do que em economias desenvolvidas, como por exemplo, a americana. Este argumento perdeu totalmente força após a crise do México em dezembro de 1994 – quando ficou evidente que as taxas de juros

<sup>235</sup> Trata-se da equação de arbitragem dos juros, geralmente referida como “cupom cambial”.

<sup>236</sup> Uma alternativa à elevação da taxa é encurtar a maturidade dos papéis, reduzindo assim o risco dos investidores de possuí-los. Entretanto, se as expectativas em relação à conduta da política econômica se deterioram, os especuladores costumam exigir, para a aceitação do título, a diminuição do prazo para resgate do papel e aumento na sua taxa de remuneração. Isto ocorreu no México em 1994, agravado pelo fato de os agentes começarem a exigir também títulos denominados em dólar (os Tesobonos). A mudança do perfil da dívida mexicana piorou a situação do governo quando foi finalmente decretada a desvalorização. A denominação em dólar da dívida levou o país a ficar à beira de uma moratória, só não acionada pelo amplo apoio concedido pelos EUA e pela comunidade financeira internacional.

<sup>237</sup> Ocorre, porém, que, como os títulos são, em princípio, uma promessa de monetização futura maior (montante acrescido dos juros), o crescimento da dívida pública pode acabar deteriorando a credibilidade da âncora cambial.

eram fundamentais para financiar o crescente déficit de contas correntes e não a superioridade do lado real das economia mexicana<sup>238</sup>:

**“Ocorre, porém, que antes do desastre mexicano, era possível nutrir a ilusão de que os capitais afluíam para os chamados mercados emergentes constituíam um movimento espontâneo e (praticamente) inesgotável- desde que as instituições fossem devidamente moldadas para recebe-los. Hoje, as pedras da rua sabem que juros estratosféricos, ..., atraem enormes quantidades de capital- mas que estes fundos deixarão o país ao menor sinal de distúrbio. Aliás vai ficando também evidente, que uma taxa de câmbio de sustentabilidade duvidosa provoca uma seleção adversa aos interesses do país: atrai fundos de natureza especulativa e posterga decisões quanto a investimentos na esfera produtiva.” (Castro, 1995, p.67-8)**

O problema é que a manutenção de juros altos tem diversos efeitos deletérios para a economia: a) oneram o setor produtivo, sobretudo as pequenas empresas que não têm condições de tomar empréstimo externo (e têm menores condições de enfrentar a concorrência dos importados); b) aumentam o grau de inadimplência da economia, ameaçando a saúde do sistema financeiro e bancário; c) prejudicam também o governo pois deterioram as contas públicas, através do componente financeiro do déficit<sup>239</sup>; d) tendem a provocar uma seleção adversa de capitais.

Discutido o papel dos juros em países que adotam âncora cambial, vejamos qual foi o comportamento dos juros durante a Fase 3 do Plano Real<sup>240</sup>.

As taxas de juros mantiveram-se, em média, muito elevadas (em relação ao padrão internacional) e bastante voláteis entre 1994-1998. Nesse sentido, não se verificou o

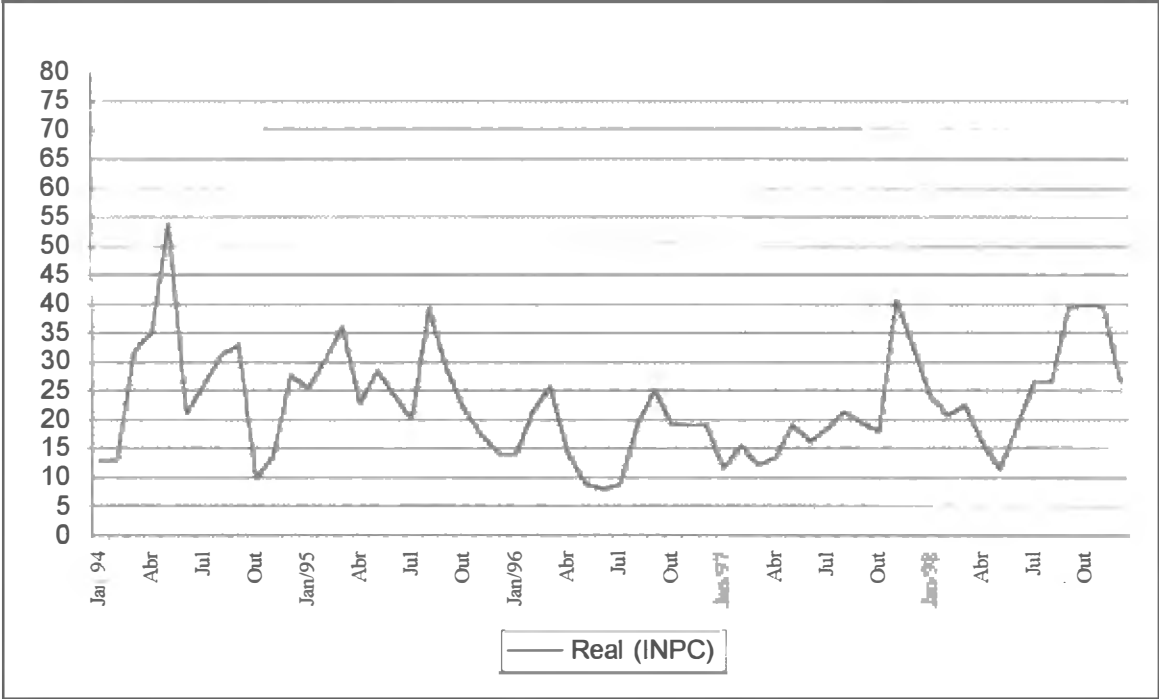
<sup>238</sup> Antes do “Tequila”, a alta taxa de juros praticada no México foi interpretada como a demonstração de um fenômeno real: elevação da produtividade e rentabilidade do setor produtivo e comercial mexicanos. Na realidade, eram justamente essas altas taxas o grande atrativo da economia mexicana e não o seu desempenho real, que, em termos de crescimento, foi medíocre. Ver Simonsen, 1995b.

<sup>239</sup> Esta questão era particularmente importante no Brasil: “Do ponto de vista teórico, toda política monetária de mercado aberto, com compra e venda de títulos públicos, afeta o serviço da dívida pública, e acaba tendo um impacto sobre a política fiscal (o orçamento do governo). Todavia, em qualquer livro-texto de Macroeconomia, esse efeito é desconsiderado pois supõe-se que o montante dessas operações é pequeno comparado com o estoque da dívida pública, e que o prazo médio da dívida é bastante longo, o suficiente para não afetar a análise no curto prazo. Entretanto, as condições da economia brasileira são bem diferentes dessas suposições de livro texto: o prazo de vencimento dos títulos públicos é bastante curto, e as operações de compra e venda de títulos pelo Banco Central representam uma proporção significativa do estoque de títulos públicos. Portanto, uma política monetária contracionista de taxa de juros elevada é ao mesmo tempo uma política fiscal expansionista, que aumenta o déficit público e como consequência aumenta também a taxa de inflação.” Barbosa, 1993, p.13.

<sup>240</sup> A análise que se segue foi publicada em Studart e Castro (1999).

comportamento esperado, teorica e empiricamente, de convergência dos juros internos aos juros externos.

**Gráfico 8: Comportamento Anualizado dos Juros Reais Over/Selic (1994/1998)**



Fonte: Boletim de Conjuntura. Exclui o valor dos juros de julho de 1994, mês de transição entre as moedas.

O discurso para as sucessivas altas de juros, acima expostas, mudou, porém, ao longo do tempo. Logo após a implementação da fase URV, a justificativa para as altas de agosto e setembro de 1994, como vimos no segundo capítulo, era conter o boom de demanda esperado pelo fim da inflação<sup>241</sup>. Na realidade, não apenas os juros cresceram, como também elevaram-se os compulsórios para depósitos à vista, a prazo, etc.- sendo uma das características do Plano Real o aperto de liquidez (ver anexo E).

Como ressaltamos no item (i) desta seção, as práticas contracionistas do segundo semestre de 1994 revelaram-se de pouca eficácia em termos de contenção de demanda. Com o aparecimento do “Efeito Tequila”, tornou-se necessário elevar os juros para conter a fuga de capital. A essa altura, porém, a economia brasileira já havia aumentado a sua

<sup>241</sup> A taxa de juros Selic permaneceu constante entre agosto e dezembro de 1994. A oscilação gráfica do período reflete, portanto, o movimento da inflação. A taxa de juros real foi negativa para julho de 1994 por conta do resíduo inflacionário de 7,7% neste mês.

vulnerabilidade externa, e a experiência mexicana demonstrava que desvalorizações, em momentos de crise, tinham como provável resposta o *overshooting* e o retorno da inflação.

Nesse momento, 1995, temerário de que o mesmo ocorresse no Brasil, o governo assumiu que os juros tinham de ser altos o suficiente para, mantido basicamente o regime de câmbio, continuar financiando o déficit de transações correntes. Admitia-se que o país perdesse credibilidade em seu regime cambial, mas esta perda de confiança era reflexo direto da crise mexicana. Crescera o risco cambial (dada o déficit de transações correntes e a fuga de capitais) e a elevação dos juros era o preço cobrado pelo mercado.

Ocorreu porém que o chamado “Efeito Tequila” foi muito mais breve do que supunha a maioria dos analistas. Rapidamente, o capital externo começou a retornar em abundância. Foi justamente esta melhoria das condições de liquidez internacional para a América Latina que permitiu a trajetória descendente de redução dos juros entre julho de 1995 e julho de 1996, apresentada no Gráfico 8, acima<sup>242</sup>.

A partir de julho de 1996, o governo anunciou mudanças no sistema de redesconto da economia, através da criação da TBC e da TBAN. Os objetivos destas taxas são reduzir o custo e facilitar o acesso de bancos ao crédito fornecido pela autoridade monetária<sup>243</sup>. Mais precisamente, a TBC visa tornar mais barato o acesso à liquidez, enquanto a TBAN tem como função permitir os bancos (desde que estes preenchessem certas exigências definidas pelo Banco Central) captar recursos para aplicação, além daqueles geralmente obtidos junto ao público. A reforma definiu quatro faixas de financiamento para os bancos. Pela primeira, pode-se obter recursos iguais à média de seus compulsórios (100% dos compulsórios sobre depósitos à vista, 30% dos incidentes sobre depósitos a prazo), lastreados em títulos públicos federais pagando apenas a TBC. Créditos acima deste montante, se lastreados em títulos públicos federais, podem ser obtidos pagando-se a

<sup>242</sup> A escalada dos juros em julho de 1995, apresentada pelo gráfico 8, resulta, novamente, de oscilação da inflação mensal, tendo a taxa de juros nominal mensal (SELIC) nesta época descrito uma redução gradual de 0,01 a cada 5 ou 6 meses, passando de 0,04 para 0,03 e 0,02 que se manteve até dezembro de 1996.

<sup>243</sup> “A mudança das regras do redesconto iniciou-se com o voto do Banco Central no CMN em favor de medidas de redução de custo e facilitação do acesso de bancos ao crédito suprido pela autoridade monetária no início de junho. O processo prosseguiu com a criação da Taxa Básica de Juros (TBC) para servir de parâmetro para a concessão de crédito pelo Banco Central, em substituição à taxa SELIC, usada até então, e a constituição de um Conselho constituído pela diretoria e chefes de departamento do Banco Central (COPOM) encarregado de sua fixação a cada mês, em moldes que se pretende semelhantes ao Federal Open Market

TBAN. As outras duas faixas são definidas em termos da possibilidade de lastreamento em papéis privados e em termos da duração do empréstimo<sup>244</sup>.

A criação da TBC e da TBAN sinalizavam uma mudança importante na política monetária:

**“Na verdade, observando-se o comportamento dos gestores da política econômica ao longo de agosto, pode-se extrair uma lição importante: a de que, embora o plano de estabilização ainda dependa fortemente do binômio juros elevados/câmbio controlado, não se deve buscar, no curto prazo, padrões extremamente rígidos na administração das taxas de juros e de câmbio. É cada vez mais evidente o fato de que as políticas monetária e cambial estão sendo conduzidas com um nível de flexibilidade que comporta pequenos ajustes a eventuais mudanças no cenário internacional, ou mesmo de acordo com a trajetória de algumas variáveis domésticas”(Sinopse da Andima, Agosto de 1996)<sup>245</sup>.**

Na prática, essa política gradualista foi realizada mantendo os juros nominais constantes (de fevereiro de 1996 a dezembro do mesmo ano) e deixando os juros reais por conta do movimento da inflação, que começou a cair mais acentuadamente a partir de agosto de 1996 (explicando as breves elevações dos juros reais apresentada no gráfico).

Nesse momento, conforme observou Souza (1998): “a âncora da estabilização foi se deslocando do câmbio para os juros”. A manutenção dos juros altos possibilitou a intensificação das desvalorizações cambiais sem proporcionais impactos inflacionários (1996, principalmente a partir do segundo semestre – fase 4 da política cambial).

De fato, a partir dessa época dificilmente se poderia argumentar pela continuidade da âncora cambial no Brasil – o que não significa que ainda existisse sobrevalorização cambial – uma vez que “o valor da moeda estrangeira (supostamente a âncora) evolui a um ritmo mais rápido do que as variáveis supostamente ancoradas (os preços)”<sup>246</sup>. Essa mudança de âncoras explica o comportamento divergente dos juros no Brasil em relação à experiência internacional. Eles não convergiram simplesmente porque, a partir de determinado ponto, mudou-se, por opção de política econômica, a principal âncora da estabilização do câmbio para o juros.

---

Committee norte-americano, responsável pela definição das estratégias de política monetária a serem aplicadas no curto prazo através do mercado aberto...” Sinopse da Andima, Agosto de 1996.

<sup>244</sup> O custo seria determinado pela TBAN acrescida de *spreads* que variavam de 2% a 8% ao ano.

<sup>245</sup> Em setembro de 1998, depois da intensificação da crise russa, o Banco Central suspendeu a concessão de assistência financeira de liquidez através da TBC e elevou a TBAN para 49,75% a.a. O Comitê de Política Monetária (Copom), em reunião no dia 16 de dezembro, reativou a Taxa Básica do Banco Central (TBC) e reduziu a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN).

O advento da crise asiática em setembro de 1997, impediu, porém, a pretendida estratégia gradualista do governo. Para evitar o colapso das contas externas, a economia viu-se sujeita a elevações sistemáticas nos juros de acordo com o humor dos mercados. Após a crise russa em agosto de 1998, foi adicionado o argumento de que os juros altos serviriam para acelerar a votação das reformas no Congresso. Entretanto, as elevações dos juros pós-crise russa e demais medidas não mostraram ser suficientes para evitar o colapso cambial<sup>247</sup>.

#### (v) Ciclo dos Negócios associado à Estabilização com âncoras

Alguns autores vêm observando que o comportamento da atividade econômica em países que adotam âncoras como estratégias de estabilização depende de dois fatores: da intensidade do fenômeno inflacionário e da modalidade de âncora escolhida pelo governo para conduzir o processo.

Em economias de baixa ou moderada inflação, os programas de estabilização (geralmente baseados em política monetária e fiscal contracionista) provocam uma recessão inicial seguida por recuperação das atividades normais<sup>248</sup>. No extremo oposto, quando se trata de economias hiperinflacionárias, a estabilização se faz com, relativamente, baixos custos em termos de produção e emprego, e de forma abrupta. Como vimos no capítulo I, na Alemanha, Áustria, Hungria e Polônia da década de 1920, ao fim da inflação se seguiu um quadro de recuperação da economia e melhoria do quadro fiscal<sup>249</sup>.

Em países caracterizados pela existência de inflação crônica, porém, os efeitos reais da estabilização vem se mostrando diferentes desses dois casos extremos (baixa inflação e hiperinflação). Observa-se que a adoção de uma âncora nominal dá início a um

<sup>246</sup> Idem, ibidem.

<sup>247</sup> A ineficácia das medidas do governo em reverter a fuga de capitais foi assinalada em Studart e Castro (1998).

<sup>248</sup> Isto ocorreu em diversas experiências como por exemplo, EUA e Inglaterra no início dos anos 1980, Costa Rica (1982-83) e Filipinas (1983-84). Em todos estes casos, a inflação caiu lenta e gradualmente, mas, uma vez sem inflação, a atividade econômica recuperou-se nos níveis pré-estabilização (Kiguel e Liviatan, 1992, pp.279-80).

<sup>249</sup> "Although new evidence suggests that these programs were recessionary (for example Wicker 1986), the induced recessions were less severe than those resulting from programs aimed at eliminating moderate inflation", Kiguel e Liviatan, 1992, p.280).



comportamento cíclico para atividade econômica, que pode começar em recessão ou em expansão do produto, dependendo da modalidade de âncora escolhida.

De acordo com Kiguel, M e Liviatan. N. (1992), os países cronicamente inflacionários que implementam um programa de estabilização baseado na âncora monetária (*money-based stabilization* ou MBS) tendem a entrar numa recessão na fase inicial. A redução da absorção interna melhora as contas externas o que possibilita, quando os preços finalmente cedem, o crescimento acima da taxa média histórica<sup>250</sup>.

Quando se adota a âncora cambial (*exchange rate-based stabilizations* ou ERBS), o movimento é inverso. Há pouca ou nenhuma recessão inicial acompanhada de queda gradual da inflação (nas hiperinflações a queda é espetacular e imediata)<sup>251</sup>. Inicia-se então um movimento de crescimento do produto acima dos níveis históricos e queda do desemprego. Esta fase expansionista em alguns casos dura vários anos antes de terminar numa crise cambial que coloca o país em recessão – e esta pode começar mesmo antes da crise cambial.<sup>252</sup>

<sup>250</sup> Os países cronicamente inflacionários que utilizaram MBS analisados pelos autores foram Argentina (1958 sob Frondizi); o programa chileno de 1974-1975 (no qual as políticas restritivas fiscais e monetárias levaram a uma profunda recessão); a fase inicial do programa argentino sob Martínez de Hoz em 1976-1977 e outros três programas iniciados em 1990 na Argentina, Brasil e Peru. Estes três últimos não conseguiram com aperto monetário vencer a inflação, embora tenha ocorrido grande recessão. É importante frisar que todos estes programas utilizaram a restrição monetária como estratégia, mas nem todos explicitaram metas monetárias. Em dois programas (argentino e chileno no meio dos anos 1970) a contração monetária foi substituída após algum tempo por uma estratégia baseada no controle do câmbio. Esta troca de âncoras também ocorreu no Plano Cavallo da Argentina em 1991.

<sup>251</sup> As tentativas de estabilização ERSB em países de inflação crônica estudados pelos 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) e México (1988 – 1992 data em que foi escrito o artigo) e Israel 1985.1 – 1992 data em que foi escrito o artigo). Estes programas adotaram diferentes versões de estabilização baseada em âncora cambial: vão desde regimes de taxa de câmbio fixa a *crawling pegs* com vários graus de mobilidade de capital. Todos tiveram queda rápida da inflação, mas não conseguiram mantê-la sob controle por longo período de tempo (a inflação acelerou). “*In most cases the programs failed to stabilize inflation over a long time span (in which cases inflation accelerated), but in some instances the programs were part of a longer-term stabilization effort during which inflation was kept at a low level*” (p. 284). Em geral, a inflação caiu fortemente, mas permaneceu acima do verificado nas hiperinflações – exceto nos programas heterodoxos da década de 1980, que combinaram a fixação da taxa de câmbio com congelamento de preços e salários.

<sup>252</sup> Segundo os autores, entre os casos estudados, apenas dois exemplos em que o programa de estabilização não terminou em crise cambial: Chile (1976) e Israel (1985). Mesmo nestes, a variação na atividade econômica e no consumo resultantes da âncora, tiveram efeitos indesejáveis: ineficiência da alocação de investimento, dificuldade em corrigir a sobrevalorização (adquirir competitividade) e salários reais acima de seu nível de equilíbrio – todos esses fatores exacerbam a fase recessiva posterior levando a uma “desnecessária” perda do produto. Além destes problemas, existe sempre a possibilidade de que o fracasso do plano (desvalorização descontrolada – *overshooting*) traga de volta a inflação e torne futuras tentativas de estabilizar ainda menos críveis – como advertem os autores.

Na percepção de ambos, portanto, a escolha entre âncora cambial ou monetária é, na verdade, uma escolha entre recessão agora (MBS) ou recessão depois (ERBS)<sup>253</sup>. E a única forma de evitar os ciclos é promover uma troca de âncoras no meio do programa, beneficiando-se o governo das qualidades de cada uma das modalidades de âncora.

Em termos teóricos, o comportamento cíclico na atividade econômica é atribuído à existência de rigidez para baixo dos preços e/ou falta de credibilidade no programa. Vejamos.

#### a) Hipótese da Rigidez dos Preços

Para Rodrigues (1984, citado em Kiguel e Liviatan, 1992), por exemplo, o fenômeno cíclico advém principalmente do problema da rigidez dos preços. No seu modelo, os bens são separados entre os *tradables* (determinados de acordo com a paridade do poder de compra) e os *nontradables* (determinados pela expectativa de inflação futura e do excesso de demanda prevalecente no mercado). Há rigidez no processo inflacionário porque as expectativas são adaptativas (ver cap. I)<sup>254</sup> e perfeita mobilidade de capital de forma que as taxas de juros internas são esperadas convergirem para os níveis internacionais. A taxa esperada de depreciação cambial é determinada pela inflação esperada em *nontradables* e pela diferença entre o equilíbrio atual e o de longo prazo da taxa de câmbio.

Nestas condições:  $r = i - \pi^e = i^* + \beta(\varepsilon^e - \pi_N^e) + \kappa$ . Ou seja, a taxa real de juros,  $r$ , é definida como a taxa nominal de juros domésticos,  $i$ , descontada a taxa esperada de inflação,  $\pi^e$ . A mesma taxa real é determinada pela taxa externa de juros,  $i^*$ , acrescida do efeito dos produtos não comercializáveis na taxa esperada de desvalorização,  $\beta\varepsilon^e$ , (onde  $\beta$  é o peso dos produtos *nontradables* no índice de preços e  $\varepsilon^e$  é a taxa esperada de desvalorização), menos o peso dos próprios *nontradables* na taxa esperada de inflação dos *nontradeables*,  $\beta\pi_N^e$ , mais um fator constante de risco,  $\kappa$ .

Nesse modelo, se o programa de âncora cambial tem credibilidade, quando a taxa de desvalorização oficial ( $\varepsilon$ ) é reduzida, as expectativas de desvalorização acompanham-na. Se

<sup>253</sup> Para os autores a MBS é preferível quando a economia tem uma longa história de estabilizações com falha, como na América latina. No entanto, quando a credibilidade é relativamente alta, uma ERBS é indicada.

<sup>254</sup> É curioso notar que a hipótese de expectativas adaptativas não é necessária para os resultados do modelo. Fischer introduz a rigidez via contratos salariais de longo prazo defasados (1986, 1988, citado em Kiguel e Liviatan, 1992) com expectativas racionais e chega a resultados semelhantes aos de Rodrigues. Ou seja, o modelo de formação de expectativas é, ao menos neste modelo, irrelevante.

os preços não são rígidos, a queda do fator  $\varepsilon^e$  é acompanhada pela queda da expectativa da inflação dos *nontradables*,  $\pi_N^e$ , na mesma proporção. Ou seja, a taxa **real** de juros não se altera. Todavia, quando há rigidez para baixo dos preços dos *nontradables* (relativa a  $\varepsilon$ ), a redução da taxa oficial de desvalorização leva a diminuição de  $\varepsilon^e$ , que não é acompanhada pela queda de  $\pi_N^e$  fazendo com que o termo  $\beta(\varepsilon^e - \pi_N^e)$  se reduza. A diminuição deste termo implica em redução nas taxas reais de juros, incentivando a demanda e fazendo surgir, inicialmente, o boom característico das estabilizações com âncora cambial. O autor busca, através de seu modelo, provar que, mesmo com credibilidade, mas com rigidez dos preços, gera-se um ciclo inicialmente expansivo quando se adota a âncora cambial como estratégia de combate a inflação<sup>249</sup>.

#### b) Credibilidade

Para outros autores como Calvo e Végh (1992), entretanto, a hipótese da credibilidade é a fundamental para gerar o ciclo. Se o programa cambial não é crível (se o público acha que ele só será mantido temporariamente), a queda da taxa **nominal** de juros, resultante da estabilização e da perfeita mobilidade de capital, é vista como passageira. Como se espera que a queda dos juros dure pouco, o preço do consumo hoje se torna menor do que o do consumo amanhã e torna-se racional antecipar consumo – o que explica o boom inicial verificado empiricamente nas ERBS<sup>250</sup>. Ou seja, quando há baixa credibilidade, os agentes antecipam que haverá uma crise no balanço de pagamentos (abandono da ERBS) e resolvem adiantar consumo (com isto aliás contribuindo para o

<sup>249</sup> No caso da adoção de âncora monetária, a redução do crescimento da oferta de moeda aliada a rigidez dos preços implica numa apreciação da taxa de câmbio real e aumento dos juros reais. No modelo, o aumento (apreciação) da  $\varepsilon$  oficial num programa crível é acompanhado pelo aumento de  $\varepsilon^e$ , que com  $\pi_N^e$  constante eleva o termo  $\beta(\varepsilon^e - \pi_N^e)$ , aumentando os juros reais. A elevação dos juros reais provoca a recessão empiricamente verificada. A queda na absorção doméstica leva a uma melhora nas contas comerciais – supondo que o efeito da elevação dos juros diminua mais a demanda agregada do que a apreciação cambial a eleva. “*Although the impact on aggregate excess demand is in principle ambiguous (because the changes in the real exchange rate and the real interest rate exert pressures in opposite directions), Rodrigues shows that initially the interest rate effect dominates...*” (Kiguel e Liviatan, idem, p. 282).

<sup>250</sup> Essas mudanças de gastos intertemporais não ocorrem com a MBS simplesmente porque os bancos centrais não têm compromisso com as suas reservas para manter uma determinada taxa de câmbio (logo não há antecipação de uma crise de Balanço de Pagamentos). Por outro lado, alguém poderia argumentar que a falta de credibilidade da MBS (temor de que o governo volte a colher o imposto inflacionário) poderia levar igualmente ao adiantamento do consumo por parte dos agentes. Neste caso, porém, o *boom* de consumo (dada a escassez de moeda) levaria a um aumento inicial dos preços – já que não há a alternativa de importar barato. O aumento dos preços anularia o efeito expansivo do adiantamento de consumo.

fracasso do programa dadas as pressões sobre o balanço de transações correntes). Não é por outro motivo que seu modelo é conhecido como *cash-in-advance model*. Na sua construção teórica sublinha-se o papel da liquidez o que, aliás, torna o *boom* implicitamente mais relacionado com o consumo de bens duráveis.

Drazen (1990, citado em Kiguel e Liviatan, 1992) explora justamente o fenômeno do boom de duráveis num modelo alternativo baseado em expectativas temporárias (mas não em *cash-in-advance setting*). Nesta construção, se os agentes esperam que o regime cambial entre em colapso numa data definida, há uma corrida às importações de duráveis. A corrida justifica-se, no caso, porque estes bens são capazes de servir de hedge contra a desvalorização (pois mantém valor no tempo) e também porque garantem a reposição do capital. Com o advento de uma crise cambial, a reposição do capital torna-se mais custosa e pode mesmo se tornar inviável, no caso de o governo vir a adotar controles sobre a conta de capital. Como, porém, a data do colapso é incerta, a onda de compras de duráveis espalha-se ao longo do programa de estabilização. Isto causa um boom no produto doméstico quando os gastos em duráveis são complementares aos bens de consumo produzidos internamente<sup>251</sup>.

Uma outra explicação freqüentemente levantada para justificar o boom de consumo é dada pela teoria da renda permanente: a redução da incerteza sobre preços relativos e sobre as políticas do governo aumentaria a renda permanente esperada pelos agentes e, em consequência, o consumo. Esta teoria, no entanto, só é capaz de explicar a fase de expansão do ciclo sem conseguir dar conta do fenômeno da reversão posterior da demanda – a menos que seja assumido que, em cada caso, as expectativas sejam incorretas. Neste sentido: “*The explanation based on expected temporariness of the ERBS is more robust in the sense that it can explain the cyclical behavior of consumption regardless of whether agents’ expectations turn out to be correct or incorrect*” (Kiguel e Liviatan, 1992, p. 299).

Uma quarta explicação para o boom de consumo inicial dada por Bruno (1992, citado em Copelman, 1996) é de que, com a queda das taxas nominais de juros (pelo fim da inflação), cresce o valor dos títulos públicos. Como estes fazem parte da riqueza dos agentes, elevam-se os gastos na economia, sobretudo de consumo.

---

<sup>251</sup> “Drazen’s model also can explain the phenomenon of the recession in output starting before the collapse of the exchange rate regime, this will occur when the realization of the collapse happens to occur at a relatively distant date in the future” (idem).

Há ainda uma quinta explicação fornecida por Copelman, (1992). Segundo esta autora, após a estabilização nas ERBS o crédito do sistema bancário para o setor privado, que em geral encontra-se muito contraído devido às incertezas das economias inflacionárias, cresce significativamente. Isto aumenta a liquidez da economia propiciando a queda dos juros, o que, por sua vez, aumenta o consumo:

*“A fall in the proportion of consumers who are liquidity constrained can generate a consumption boom in two ways. One is through a reduction in the excess savings accumulated by these households. A second is through the increase in purchases of consumer durables. All the households that prior to the stabilization were liquidity constrained and could not buy durables they wanted can do so when they are no longer constrained. This generates a bunching of purchases of consumer durables and a jump in total consumption expenditures”. (Copelman, 1992, p.5).*

Uma série de testes econométricos recentes vem tentando avaliar qual das hipóteses acima referida é a principal responsável pelo boom de demanda inicial verificado nas economias cronicamente inflacionárias que adotam ERBS<sup>252</sup>.

Independentemente dos resultados desses exercícios, o que aqui nos interessa é que as diversas experiências de ERBS vêm demonstrando padrões comuns de comportamento, alguns deles já discutidos nas seções anteriores. Kiguel e Liviatan (1992) analisam numerosos países e chegam a conclusões bastante evidentes quanto à existência de características cíclicas (comuns) às economias que adotam ERBS. Vejamos, sumariamente, quais são elas e qual foi, analogamente, o comportamento verificado na Fase 3 do Plano Real.

- **Atividade real:** A expansão do produto começa logo após a estabilização. Mesmo para os casos dos programas de curta duração também houve expansão inicial. O crescimento, porém, vai perdendo intensidade até a crise cambial. No Plano Real esse fenômeno se repetiu, como pode ser percebido pela tabela 9, abaixo:

<sup>252</sup> Para os testes ver por exemplo Copelman (1996); Kaminsky & Leiderman (1996); Végh (1992).

Tabela 9: Taxa de Variação Real do PIB (%)

Contas nacionais						
Discriminação	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Taxa de variação real do PIB (%)	4,9	5,9	4,2	2,8	3,7	0.12

Fonte: IBGE

- **Desemprego:** Caiu em todas as economias na fase expansiva do ciclo e tendeu a crescer na fase recessiva.

Na Terceira Fase do Plano Real também ocorreu ligeira retração do desemprego em 1994 (em relação ao ano anterior) e uma redução mais significativa em 1995. A partir de 1996, porém, como ocorre em geral nas economias que adotaram âncora cambial, a taxa de desemprego começa a subir. Em 1998 a taxa de desemprego aberta atinge 7,7%.

Tabela 10 – Taxa de Desemprego Aberta

Taxa de Desemprego Aberta Média Anual (%)

1993	5,3%
1994	5,1%
1995	4,7%
1996	5,4%
1997	5,8%
1998	7,7%

Fonte: IBGE

- **Contas externas:** Todos os casos de ERBS estudados pelos autores apresentaram deterioração da balança comercial e conta corrente durante o programa (mais acentuadamente na fase inicial expansiva). Os déficits são financiados por fluxos de capital.

*“The capital inflows that financed these deficits were, as a rule, reversed at some later stage of the program, thus coinciding with the beginning of the recessionary phase. The inability to finance the growing current account deficits was, in most cases, the immediate reason for the end of the boom”*  
(Kiguel e Liviatan, 1992, p.296, Grifo nosso).

Ressaltamos na seção III.2.5, mais precisamente item (v) que este fenômeno também ocorreu no Brasil. (Ver tabela 7)

- **Preços relativos:** Em geral os salários reais cresceram com o aumento da atividade econômica<sup>259</sup>, embora em alguns casos este efeito tenha ocorrido com uma pequena defasagem de tempo. A taxa de inflação nos *tradables* costuma situar-se abaixo da variação dos preços dos produtos não comercializáveis durante certo tempo convergindo posteriormente.

No plano real os salários aumentaram até 1997. A queda do crescimento do PIB em 1988, provocou, porém, uma forte retração dos salários reais médios:

Tabela 11: Salário Real Médio

Salário Real Médio*		
Em reais de Dez/95		
1994	Jul	433
1995	Jul	494
1996	Jul	523
1997	Jul	526
1998	Jul	521

FONTE: PME/IBGE

\*Trabalhadores com carteira,  
sem carteira e funcionários  
Públicos

A mudança de preços relativos entre *tradables* e *nontradables* também se verificou, como ressaltamos no início da seção III.2.5, através do gráfico 5.<sup>260</sup>

- **Consumo:** A expansão do produto se realizou, principalmente, sobre o consumo de bens duráveis.

<sup>259</sup> “Since real wages tend to rise with the expenditure cycle, it is conceivable that the former may actually cause the latter because of the higher propensity to spend out of wage income. To be an adequate explanation, however, it has to be shown, first, that the real wages affect demand more strongly than supply and, second, that real wages should rise more in an ERBS than otherwise. The answer to the first quesiton is certainly unclear from the theoretical point of view ... As for the second one, it is often mentioned ... that lagged wage indexation will cause real wages to rise when inflation is falling. However, this explantion does not work for the heterodox programs in which the foregoing type of inertia is eliminathec at the outset” (Kiguel e Liviatan, idem, p. 299).

<sup>260</sup> Convém lembrar que houve uma outra mudança de preços relativos na Fase 3 do Plano Real: entre preços agrícolas e preços industriais – esta mudança evidentemente não é consequência da âncora cambial, mas sim da generosidade das safras agrícolas do período. Nos primeiros meses da Terceira Fase do Plano, os preços agrícolas subiram acima dos preços industriais. Todavia, a partir de dezembro de 1994 e durante quase todo ano de 1995, os preços agrícolas puxaram a inflação para baixo. O fenômeno foi tão intenso que certos autores se referiram à existência de uma “âncora verde” no Plano Real.

Em relação ao consumo de duráveis, utilizando como *proxy* a produção física industrial no período 1993-8, observamos que, também aqui, o Plano Real se comportou como as demais experiências internacionais de âncora cambial em que se destaca o crescimento dos duráveis – como demonstra a tabela abaixo<sup>261</sup>. Evidentemente, o consumo aparente é ainda maior posto que as importações desses bens cresceram acentuadamente e as exportações tiveram baixo desempenho.

Tabela 12: Produção Física Industrial

PRODUÇÃO FÍSICA INDUSTRIAL						
Índices com Ajuste Sazonal do IBGE: 1991=100						
	Indústria de Transformação	Bens Intermediários	Bens de Capital	Bens de Consumo Total	Bens de Consumo Durável	Bens de Consumo Semi e Não Durável
1993	105,71	108,81	105,01	104,27	112,25	102,61
1994	104,18	120,32	100,87	109,09	129,35	104,96
1995	114,88	142,03	109,23	115,95	148,43	109,33
1996	116,76	150,37	109,87	121,15	163,75	112,51
1997	123,97	175,53	113,53	123,17	170,27	113,52

- **Déficit Fiscal:** Nos países estudados pelos autores houve grande redução do déficit fiscal após a implementação do programa – em grande parte explicado pelo aumento da arrecadação na fase expansiva do ciclo<sup>262</sup>. Na maioria dos casos, a redução inicial do déficit fiscal foi depois revertida com a introdução da economia na fase descendente do ciclo.

Nesse ponto a Terceira Fase do Plano Real **não** se comportou exatamente como as experiências internacionais. Houve grande melhora no ano de 1994, mas esta como advertido no primeiro capítulo, é mal compreendida pelos analistas. Posteriormente, em 1995, o produto **cresce** a 4,2% mas há grande **deterioração** das contas públicas, sobretudo

<sup>261</sup> O baixo crescimento, em relação aos bens de consumo duráveis, dos semi-elaborados e não duráveis entre 1994-1996 deve-se, em parte, ao peso de certos setores no índice tais como setor têxtil, calçados e confecções. Estes setores sofreram retração por conta do acentuado aumento das importações. Outros ramos industriais, porém, tiveram vigoroso crescimento como, por exemplo, iogurte, embutidos, cerveja e desodorante.

<sup>262</sup> No Chile o déficit fiscal mudou para um superávit. Nos diversos programas argentinos um corte do déficit fiscal ocorreu antes (ou concomitante) da expansão agregada de demanda durante a fase inicial do ERBS - exceto a estabilização durante o Peronismo, em que o déficit aumentou desde o princípio do programa.



nas contas primárias<sup>263</sup>. Em 1996, a economia se **desaquece** (crescimento de 2,8% do PIB) e as contas públicas **melhoram** (déficit operacional, medido em termos das Necessidades de Financiamento do Setor Público, passa de 4,88% do PIB para 2,13%). Já em 1997, ocorre o fenômeno exatamente oposto, o crescimento **aumenta** (3,7%) e a dívida **piora** (o déficit operacional cresce para 4,29%). Na realidade, em certa medida, é o comportamento dos juros o que explica esse aparente paradoxo – a exceção do ano de 1995, quando é o crescimento do déficit primário o responsável pelo fenômeno<sup>264</sup>. De fato, a queda dos juros permite uma melhora das contas públicas operacionais em 1996 (há redução dos gastos de juros de 5,23% do PIB para 2,04%). Entretanto, o advento da crise asiática reverte essa situação, em 1997, apesar da elevação dos juros só ter ocorrido ao final do ano<sup>265</sup>. Em 1998, os juros são os únicos responsáveis pelo déficit operacional de 7,54% do PIB, uma vez que as contas primárias apresentaram ligeiro superávit de 0,01% do PIB.

Vimos neste capítulo a adoção de uma âncora nominal como estratégia de estabilização. Foi ressaltado que a Fase 3 do Plano Real foi anunciada com uma série de medidas, algumas delas incompatíveis entre si, outras inviáveis na prática.

Nos três primeiros meses, o governo tentou estabelecer metas monetárias com taxa de câmbio flutuante. Após esse período iniciou-se um regime de câmbio fixo que durou 5 meses. Em março de 1995, houve uma desvalorização de 6% donde seguiram pequenas correções aleatórias. A partir de 1996, o governo começa uma política de pequenas desvalorizações cambiais que foram convergindo para um percentual estável, em torno de 0,6% ao mês, mantido até dezembro de 1998.

Apesar das mudanças sofridas no regime cambial, 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 da resistência à queda da inflação); boom inicial na atividade real da economia (festa da estabilização) e desaceleração posterior do crescimento; queda (inicial) do desemprego e reversão com a entrada em vigor

<sup>263</sup> Ver discussão ao final do Capítulo I.

<sup>264</sup> O crescimento do déficit primário, como ressaltado no primeiro capítulo, está relacionado ao aumento dos gastos previdenciários, a correção dos salários do funcionalismo acima da inflação etc. (Velloso, 1998)

<sup>265</sup> Após estar sendo gradualmente reduzido desde 1996, os juros sofrem uma elevação em outubro de 1997. A alta, porém, é tão forte que, em termos anuais, o gasto de juros do governo sobe de 2,04% do PIB para 3,37%.

da fase descendente do ciclo; a expansão do produto (também) se realizou principalmente sobre o consumo apesar de ter ocorrido aumento do investimento produtivo e ganhos significativos de produtividade; os salários reais, nos primeiros períodos do plano, também se elevaram (porém, no nosso caso, outros elementos, além da mudança de preços relativos a favor dos *nontradables*, tiveram influência)<sup>266</sup>; 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) tendo ambos convergido para a inflação internacional; houve rápida deterioração da balança de conta corrente (de forma contínua até 1997 e ligeira melhora em 1998, esta explicada pela retração da economia); tivemos nossos déficits em transações correntes financiados por fluxos de capital, abundantes durante certo tempo, que (também) se reverteram em momentos de crise de confiança. E, por fim, tivemos uma crise cambial em janeiro de 1999, de conseqüências ainda pouco definidas.

Na realidade, apenas duas características não se comportaram, no Brasil, como o previsto pela experiência histórica (e pela teoria econômica que a explica): o comportamento dos juros e do 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, 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. Vimos que este fenômeno não ocorreu no Plano Real, o que, **em parte**, é reflexo do comportamento dos juros.

---

<sup>266</sup> Como vimos, diversos analistas apontam que os aumentos do funcionalismo público no final de 1994/início de 1995 embutiam expectativas de inflação superior ao efetivamente verificado na fase inicial do Plano. Além disto, concedeu-se aumento de 43% ao salário mínimo, num contexto de inflação moderada. Não entrando no mérito de justiça dos abonos concedidos, o fato é que os indicadores apontam para uma melhora no salário real (na fase inicial do plano).

## Conclusões

Buscamos explicitar, nessa dissertação, as idéias teóricas que acreditamos estarem subjacentes à concepção de cada uma das três fases do Plano Real.

Enquanto era consensual entre os economistas que a URV descendia, basicamente, da proposta Larida, buscamos mostrar que a concepção da Fase 1 do Plano Real pode ser interpretada à luz de um intenso debate previamente existente na academia brasileira. Este debate concentrava-se na questão dos efeitos da inflação sobre o Déficit Público mas incluía também, a nosso ver, a problemática da formação de expectativas dos agentes. Além disso, ressaltamos que a construção da Fase 2 do Plano Real apresentou relevantes diferenças em relação à proposta Larida original, sendo a principal delas o abandono da idéia da circulação paralela de duas moedas.

Se, entretanto, as duas primeiras fases do Plano Real sugerem a existência de longas reflexões teóricas por parte de seus formuladores, a terceira fase do Plano veio a revelar maior pragmatismo. De fato, na forma em que foi apresentada a M.P. 542, se encontravam presentes diversas correntes de pensamento econômico, algumas delas incompatíveis entre si, como buscamos demonstrar ao longo do terceiro capítulo. Em termos rigorosos, aliás, nenhuma das medidas previstas foi integralmente mantida na Fase 3 do Plano: nem as metas monetárias, nem o lastro, nem a tentativa de dar maior autonomia ao Banco Central, ou mesmo a manutenção de uma paridade fixa do dólar (em relação ao limite superior da banda).

Apesar das mudanças (pequenas) em nosso regime cambial entre 1994-98, o Brasil beneficiou-se das vantagens usualmente oferecidas pela política de controle do câmbio, ao mesmo tempo em que sofreu de quase todas as mazelas comuns aos países que adotam este tipo de âncora. Nesse sentido, enquanto as duas primeiras fases do Plano Real foram bastante originais (principalmente na sua concepção), a terceira fase veio a percorrer, basicamente, a trajetória prevista. Duas importantes variáveis, porém, não se comportaram como o esperado: os juros e o déficit público, com buscamos mostrar no terceiro capítulo.

Em relação ao desequilíbrio fiscal, deve-se, aliás, admitir que suas conseqüências para o Plano Real são ainda pouco compreendidas. Não existe consenso, em primeiro lugar, quanto à relevância empírica do “Efeito Tanzi às Avessas” sobre as contas públicas –

ponto ressaltado no capítulo I. Em segundo lugar, dificilmente haverá concordância quanto à importância da deterioração fiscal para o colapso cambial em janeiro de 1999. Embora seja complicado negar que os investidores externos estivessem atentos à condução da política fiscal brasileira – o que pode ser aferido pelo crescimento do prêmio de juros exigido sobre os títulos denominados em dólar – as opiniões também divergem quanto à efetiva relevância do quadro fiscal na explicação do movimento internacional de capitais para o Brasil. Certos economistas atribuem menor peso aos fundamentos fiscais e maior relevância à percepção da insustentabilidade do déficit de transações correntes. Outros atribuem responsabilidade à própria mudança na disposição dos agentes financeiros internacionais em financiar países emergentes, após as sucessivas crises cambiais ocorridas entre 1997-98. A presente dissertação não se propõe a responder a essas questões, que constituem um ponto de partida para futuros trabalhos.

Nessas conclusões devemos ainda mencionar que há uma questão teórica comum aos capítulos I e III: a influência das expectativas sobre o comportamento da inflação. Vimos que o arcabouço das teorias de formação de expectativas presentes no primeiro capítulo é pouco compatível com a realidade dos fatos verificada no Plano Real. Refiro-me, no caso, a simultânea deterioração das contas públicas com a queda da inflação (inicialmente de forma vertiginosa e depois gradualmente até os patamares internacionais), conforme ressaltado ao final do Capítulo I.

Por outro lado, o corpo teórico do terceiro capítulo é perfeitamente capaz de fornecer uma explicação para o comportamento da inflação e inclusive justificar a posterior crise cambial. Tal explicação depende do conceito de credibilidade, que depende, da mesma forma, das expectativas<sup>267</sup>. Como sabemos, a âncora cambial, por si, provoca uma rápida queda da inflação, em economias abertas, logo após a sua adoção. Entretanto, dados os sucessivos fracassos do governo em promover a estabilidade, o programa dispõe, em regra, de pouca credibilidade na sua fase inicial, o que resulta numa inflação interna superior à externa, durante algum tempo. Os ganhos posteriores de confiança no programa (na fase expansiva do ciclo) permitem que essa inflação residual seja gradualmente eliminada. Com a entrada na fase descendente do ciclo, os fundamentos se deterioraram, a

<sup>267</sup> Uma outra possível explicação seria a rigidez de certos preços, examinada ao final do capítulo III.

âncora perde credibilidade, inicia-se o refluxo de capitais e, por fim, sobrevem a desvalorização.

Na realidade, as teorias de formação de expectativas apresentadas no primeiro capítulo, não levam em consideração o fato de que, por mais que os precificadores internos percebessem a trajetória da dívida pública como insustentável, a estratégia de elevar preços preventivamente (em função da deterioração das expectativas) era impraticável numa economia como a brasileira: aberta, agora desindexada, com câmbio sobrevalorizado e demanda contraída pelos altos juros. Por outro lado, a deterioração das expectativas dos agentes externos decorrente, em certa medida, do quadro fiscal permitiu um comportamento preventivo de elevação de preços – no caso, os juros exigidos para o financiamento do déficit de transações correntes. Esta observação, contudo, nos leva além do discutido nessa dissertação.

Nossa pretensão aqui foi a de buscar contribuir para a reconstrução da história das idéias do Plano Real. O que nos autoriza a fazê-la tão precocemente é o fato do Brasil ter sido um verdadeiro laboratório de planos de estabilização. Algumas das idéias contidas no Plano Real foram na realidade publicadas há mais de 10 anos e esse período caracterizou-se por um longo (bastante doloroso) aprendizado tanto por parte do público quanto dos *policy makers*. No nosso parecer, este aprendizado foi fundamental para o sucesso do Plano Real em termos de combate à inflação, assim como foi também essencial a existência de um quadro de liquidez externa que permitiu o uso da âncora cambial por tanto tempo.

Anexo A: Planos de Estabilização 1986-1991

Medidas/Plano	Cruzado I – 28 de Fev. 1986	Bresser – 15 de Junho 1987	Feijão com arroz Jan. de 1988	Verão – 14 de Jan. 1989	Collor I – 15 de Março 1990	Collor II – Fev. 1991
Diagnóstico da Inflação	Inercial – Déficit Operacional Próximo a zero	Inercial + Inflação de Demanda (Déficit Público)	Inflação de Demanda, estabilização em 15% ao mês e redução gradual do déficit público	Inercial + Demanda	Fragilidade Financeira do Estado	Indexação é a causa da retomada da inflação
Pol. Monetária & Fiscal	Acomodatícia (monetária e fiscal)	Contracionista (monetária e fiscal)	Fiscal contracionista Monetária expansionista por megassuperávits da Balança Comercial	Cortes nas despesas públicas e aumento das receitas – não aprovado pelo Congresso	Aumento do IPI, Imposto sobre exportação e agricultura. Criação do IOF. Fim de benef. /Pol. Monetária Expansiva/ Combate à Sonegação/ Reforma Administrativa e Privatização	Cortes de Gastos + Programas de Fomento e Competitividade Industrial
Preços	Congelamento previsto para durar entre 1 a 3 meses, durou 11. Energia Elétrica Aumentou 20%	3 fases 1) Congelamento por 90 dias; 2) Flexibilização – reajustes mensais; 3)liberação dos preços	Tentativa de Pacto Social em novembro. Pré-fixação dos reajustes de preços públicos e privados.	Congelamento por prazo indefinido. Energia Elétrica e combustível reajustado. Descongelamento gradual a partir de março Reajustes trimestrais	Congelamento	Aumento de tarifas e serviços públicos. Preços congelados. Descongelamento gradual via Câmaras Setoriais
Moeda	1000 Cruzeiros = 1 Cruzado	X	X	1000 Cruzados = 1 Cruzado Novo	1 Cruzado Novo = 1 Cruzeiro	X
Salário	Média dos 6 meses	3 fases como na política para preços. Inflação de junho não reposta	Suspensos por 2 meses reajustes dos funcionários públicos	Suspensão da correção monetária. Salário Jan. = Salário de dez vezes URP janeiro	Reajuste de março de acordo com a inflação de fevereiro (sem março)	Conversão pela média real dos últimos 12 meses.
Abono Salarial	8% para todos os salários, 16% para salário mínimo + Gatilho ⇒ 20%	Não houve abonos. Ocorreu redução do salário real. Suspensão do Gatilho.	Esperava-se que os trabalhadores teriam aumento do sal. real via queda da inflação	Os salários que ficassem abaixo da média seriam aumentados até atingi-la. A diferença da URPINPC seria paga em 3 parcelas	Pré-fixação dos reajustes mensais (taxas máximas de reajustes) Salário mínimo: reajuste trimestral de acordo c/ a variação da Cesta Básica	7% sobre fev. p/ sal. mínimo. Abonos sucessivos não cumulativos para todas as classes nos outros meses.

Medidas/Plano	Cruzado I – 28 de Fev.1986	Bresser – 15 de Junho 1987	Feijão com arroz Jan. de 1988	Verão – 14 de Jan.1989	Collor I – 15 de Março 1990	Collor II – Fev. 1991
Dissídios	Anuais com correção de 60% sobre o aumento do custo de vida	Maniúdos com exceção daqueles ocorridos nos 3 meses do congelamento	X	Ab. 89- Reajuste. varia entre 11,31e 18,71% de acordo com a categoria	A partir de maio reajustes pré foram abandonados – “livre negociação” com limite máximo anual sem indexação	Fora do dissídio não se poderia dar reajuste, até 1º de agosto de 1991
Índice de Preços Oficial do Gov.	IPC com ponderação do antigo IPCA. Mudança para índice ponta a ponta	Deslocada para o início da vigência do congelamento (15 de junho). Aumento de preços públicos em junho.	X	IPC continua sendo índice oficial do gov. OTN é congelada e extinta	Var. do IPA < IPC. “gorduras nos lucros”. No IPC itens como vestuário, alugueis, serviços têm maior peso e puxam o índice para cima.	Extinção da Correção Monetária, mantém metodologia dos índices
Câmbio	Fixo ao valor de 28 de fev. A balança comercial estava equilibrada	Desvalorização de 9,5%. A taxa não é congelada. Houve desvalorização real da taxa cambial. Minidesvalorizações.	Desvalorização visível nos megassuperválvis externos.	Desvaloriza em 16,38, ficando o câmbio, a partir daí, congelado. A taxa estipulada é de 1 Crz. Novo = 1 dólar.	Câmbio Flutuante. Liberados controles administrativos sobre exportação e importação – fim das licenças de importação	“
Tablita	Para converter em cruzados as dividas em cruzeiros com vencimento posterior a data do plano	Para atualizar dividas estabelecidas antes da data do plano com expectativas de inflação superiores.	X	Para converter em CN as dividas com vencimento posterior a 15 de jan. expressas em Cruzados. Juro real revisio	X	Dívidas contratadas. entre fevereiro e setembro serão deflacionadas diariamente por um fator cumulativo (1.0116)
Alugueis	Reajuste semestral (res.) ou anual (com.) por coeficiente. determinado pelo governo	Alugueis comerciais e residenciais congelados sem compensação para o prazo desde o ultimo reajuste.	X	Com o fim da OTN, os alugueis reajustes por índices próprios. Tablita p/compras à prazo.	“	Fim da Correção monetária. Maior liberalização
Indexação	Proibida por 1 ano/Fim da ORTN/Criação da OTN- congelada por 1 ano	Novo Indexador URP para sal. e tetos de preços. 1) congelamento por 90 dias; 2) reajuste mensal pelo IPC dos três meses anteriores.	X	Extinção da OTN e da URP Na prática passava a ser o IPC ou o overnight – o maior. Criação da BTN. Junho: BTN fiscal-diária	Mantém-se BTN e BTN fiscal, esta última projeta a evolução mensal da taxa de inflação.	Extinto BTN e BTN-fiscal, Overnight e Openmarket. Criação da TR e do FAF

Medidas/Plano	Cruzado I – 28 de Fev.1986	Bresser – 15 de Junho 1987	Feijão com arroz Jan. de 1988	Verão – 14 de Jan.1989	Collor I – 15 de Março 1990	Collor II – Fev. 1991
Cadernetas	Rendimento Trimestral	X	X	A partir de maio IPC + 0,5%	Dep. à vista e de Poupança Limites de conversão de 50 mil (US\$1.200) Over e Open limites de 25 mil ou 25%, o maior. Fundos de Curto Prazo. Renda Fixa, CDB/RDB: 20% do saldo do valor do resgate. Ativos bloqueados por 18 meses. Devolução em 12 parcelas a partir de setembro de 1991 com rendimento de 6% de juros reais ano.	Mantém o ‘sequestro de liquidez’. Rendimento passa a ser pela TR.
Juros/ Div. externa	Pré-fixados para os 12 meses futuros	Mantidos elevados para reduzir demanda. Moratória dos juros externos em fev. 1997	Moratória dos juros externos suspensa em jan. de 1988. Acordo com FMI.	Elevação do overnight para 25 e 30% Suspenderam-se os reempresimos por um ano	Juros nominais, queda acentuada. Juros reais elevados pelo aperto de liquidez.	Juros dependem da expectativa de inflação implícita na TR.
Inflação	Cai p/ aproximadamente zero nos primeiros meses Ágio, mudanças de índices. Cruzadinho: o índice de inflação exclui o aumento dos itens reajustados. No Cruz II o público não aceita o “expurgo”. Dispara galtilho	Inflação durante o congelamento por conflito distributivo. Aumento das tarifas + flexibilização do congelamento + preços já elevados preventivamente ⇒ permitiram repasse dos aumentos da véspera para outros preços.	Evitou no curto prazo explosão inflacionária. Manteve-se no prim. trim. 16% a 18% ao mês, depois volta a aceler-se. Juros como “preço farol”: os agentes vêem nos altos juros o sinal de que a inflação está se acelerando.	Risco de Hiperinflação.. Descrédito do congelamento + juros elevados (déficit público) + ajuste fiscal difícil (ano eleitoral) + flex. do congelamento + Extinção da OTN e URP elimina âncora para preços.	Inflação cai consideravelmente, porém a custo de recessão profunda. Não elimina fonte de expansão monetária.	Inflação percorre uma trajetória ascendente.



Anexo B

Tabela 1: Programa Nacional de Desestatização 1991/1998 (em US\$ milhões)

	Antes do Plano Real	Depois do Plano Real	Total (*)
<b>Setores Produtivos</b>	<b>11.889</b>	<b>8.931</b>	<b>20.820</b>
Aço	7.484	703	8.187
Petroquímico	2.908	794	3.702
Fertilizantes	493	-	493
Mineração	-	6.864	6.864
Outros	1.004	570	1.574
<b>Infra-estrutura e Serviços Públicos</b>	<b>-</b>	<b>13.254</b>	<b>13.254</b>
Ferroviário	-	1.491	1.491
Elétrico	-	3.735	3.735
Tele Banda B	-	7.544	7.544
Outros	-	484	484
<b>Subtotal</b>	<b>11.889</b>	<b>22.185</b>	<b>34.074</b>
Privat. Estaduais	-	21.396	21.396
<b>Total</b>	<b>11.889</b>	<b>43.581</b>	<b>55.470</b>

\*Inclui Resultado da venda e dívida Transferida. Fonte: BNDES

Como se pode notar pela tabela 1, os ganhos da privatização nos setores produtivos foram maiores antes do Plano Real do que após a sua implementação. No que tange os setores de Infra-estrutura e Serviços Públicos, inexistentes antes do Real, o resultado pós plano foi superior a treze bilhões de dólares, tornando os recursos totais da privatização pós Real mais de 3,5 vezes superior aos esforços prévios de privatização.

## **Anexo C**

### **Plano Pai: Resumo das Principais Medidas**

Em termos de linhas de atuação, o PAI dividia-se em 6 categorias. Segue-se um resumo das principais medidas referentes a cada uma delas.

#### **I) Corte e maior eficiência de gastos:**

1. Corte do equivalente a 6 bilhões de dólares nas despesas no orçamento de 1993, abrangendo todos os ministérios;
2. Elaboração de uma proposta orçamentária para 1994 baseada numa previsão realista da receita<sup>1</sup>

#### **II) Recuperação da receita**

1. Criação do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), criando receitas extraordinárias para o Governo<sup>2</sup>.
2. Amplo Combate a Sonegação. As principais medidas adotadas neste sentido visavam aumentar a fiscalização da atividade empresarial bem como fazer cobranças mais severas para a punição das fraudes já identificadas pelo fisco<sup>3</sup>. Foi também instituído um cadastro geral das pessoas físicas e jurídicas inadimplentes

---

<sup>1</sup> Além dessas medidas, buscou-se, à época, acelerar o processo de aprovação da Lei Camata, que limita em 60% a participação dos salários do funcionalismo na receita corrente da União, assim como dos Estados e Municípios. A Lei Camata foi aprovada apenas em 1998 porque havia uma contradição entre o referido teto e a Constituição, já que esta, ao garantir a estabilidade ao funcionalismo público, impedia as instâncias de governo de se ajustarem aos 60% exigidos. Para solucionar tal impasse foi realizada uma reforma constitucional eliminando a estabilidade do emprego nos casos das unidades do setor público cujo gasto com pessoal ultrapasse o limite de 60% da receita líquida. (De acordo com Giambiagi, Fábio e Além, Ana Paula, 1999, no prelo).

<sup>2</sup> O IPMF entrou em vigor em 26 de Agosto de 1993, tendo sido extinguido em 1º de janeiro de 1995. Foi então transformado, em 1996, em Contribuição, passando a denominar-se CPMF. Suas receitas são vinculadas ao Ministério da Saúde. Recentemente, foi aprovada nova alíquota de 0,38% para a contribuição, que entrará em vigor a partir de junho.

<sup>3</sup> Mais especificamente as medidas visavam: aumento no número de empresas acompanhadas diretamente no cumprimento das obrigações tributárias; início do processo de cobrança das dívidas de pessoas físicas que não recolheram o imposto sobre os valores declarados em 1992; notificação das pessoas que deixaram de apresentar sua declaração de imposto; lançamento de imposto suplementar para as pessoas identificadas como tendo renda superior à declarada em 1992/1991

com o Governo Federal, incluindo a Receita, o Tesouro, o INSS e o FGTS com proibição expressa de que os inadimplentes firmassem contratos com o governo. Por fim, foram fixados juros de mora das obrigações fiscais e das dívidas com o Tesouro e foram criadas campanhas de conscientização do consumidor/contribuinte contra a sonegação.

### **III) Relacionamento com Estados e Municípios**

1. Reduziram-se as transferências não constitucionais de recursos do orçamento federal<sup>4</sup>;
2. Buscou-se regularizar os pagamentos da dívidas estaduais e municipais vencidas com a União<sup>5</sup>.

### **IV) Bancos Estaduais**

1. Permissão ao Banco Central para exercer com autonomias as funções de executar, prevenir ou intervir, se necessário, na atuação dos bancos estaduais. Reforçava-se as regras referentes aos montantes mínimos de capital e aos limites de concessão de empréstimos ao setor público (inclusive na forma de carregamento de títulos mobiliários dos respectivos Tesouros Estaduais<sup>6</sup>).

---

<sup>4</sup> Uma das principais vias para tal movimento foi a suspensão, junto a todas as instituições financeiras, da concessão de excepcionalidades (previstas na Resolução nº 1718 do CMN), inclusive as antecipações de receitas orçamentárias (ARO).

<sup>5</sup> Para isso o governo federal suspendeu a assinatura de novos convênios, novos créditos (inclusive o aval do Tesouro Nacional para a contratação de crédito externo) e as transferências de recursos federais (exceto os constitucionais) para os Estados e Municípios inadimplentes com a União e suas entidades; criou um decreto que autoriza a retenção de até 100% dos recursos dos Fundos de Participação dos Estados e Municípios para os inadimplentes com o INSS e outras entidades federais; determinou aos bancos federais a imediata execução programada das garantias contratuais sobre todos os créditos em atraso; definiu em projeto de lei complementar as condições globais para o endividamento público.

<sup>6</sup> Era prática comum aos bancos estaduais que tivessem dificuldades em vender títulos referentes a sua dívida mobiliária recorrerem ao seguinte estratagema: a distribuidora estadual comprava os títulos referentes ao seu Estado no leilão e financiava-os através do overnight.

2. Aplicação ao sistema financeiro oficial do dispositivo do Colarinho Branco<sup>7</sup>.  
Isto impedia os bancos de emprestarem aos respectivos Estados ou a suas empresas.
3. Promoção de reestruturação nos bancos estaduais, reduzindo o número de agências, eliminando as deficitárias e transformando os bancos de desenvolvimento em carteira dos bancos estaduais.
4. Tornavam-se descredenciados como agentes financeiros do BNDES, CEF, fundos e programas do orçamento das operações oficiais de crédito, os bancos estaduais de governos inadimplentes com a União e suas entidades.

#### **V) Bancos Federais**

1. Aplicação da Lei do Colarinho Branco também aos administradores dos bancos federais;
2. Enxugamento da estrutura dos bancos e da rede de agências, fechando as consideradas desnecessárias pelos respectivos programas de reestruturação.
3. Reforço das condições legais de autonomia do BC para controlar e fiscalizar a atuação dos bancos federais, podendo inclusive intervir e liquidar;
4. Dar início aos programas de privatização dos bancos federais (foi privatizado na ocasião o Banco Meridional).

#### **VI) Privatização**

1. Concluir a privatização de empresas dos setores siderúrgico e petroquímico e o de fertilizantes; dar início à privatização dos setores elétrico e de transporte ferroviário. No

---

<sup>7</sup> A Lei do Colarinho Branco pune (com dois a seis anos de reclusão) o administrador de instituição financeira que concede empréstimo a seu acionista controlador ou empresa por ele controlada.

caso das empresas com perspectivas de rentabilidade, vender o controle acionário, mas preservar em mãos do Tesouro parcela das ações preferenciais.

2. Determinar ao Tesouro o bloqueio das contas das estatais inadimplentes que não estejam tomando providências para pôr em dia suas obrigações;
3. Simplificar e acelerar o processo de venda das pequenas participações do governo em empresas;
4. Permitir: i) que os créditos dos trabalhadores em fundos sociais sejam usados como moedas de privatização; ii) a troca de parte da dívida pública vencida e não paga das empresas estaduais e municipais de energia elétrica e saneamento para com a União por participações em programas estaduais de desestatização<sup>8</sup>. O governo ainda se comprometia a reafirmar o empenho na rápida aprovação pelo Congresso do projeto de lei que amplia a possibilidade de participação do capital estrangeiro nas privatizações, eliminando os entraves remanescentes.
5. Fortalecer os mecanismos de defesa da concorrência de modo a evitar que sejam criados monopólios ou oligopólios.
6. Criação de um Fundo de Privatização com os recursos da venda de empresas estatais arrecadados pelo Tesouro<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Este projeto de lei ficou conhecido como a permissão do uso de “moedas podres” para a privatização e foi amplamente debatido na mídia.

<sup>9</sup> “As empresas estatais que permanecerem em mãos do governo serão enquadradas em critérios estritos de realismo orçamentário e austeridade. Terão suas justas tarifas e preços, mas deverão dar conta de sua política salarial, de sua eficiência operacional, e terão de ajustar seus programas de investimentos às prioridades do governo”. (ibidem, p. 11)

## Anexo D

Reprodução do Decreto de 27 de Fevereiro de 1994

Art.1º A variação diária da expressão em cruzeiros reais da Unidade Real de Valor (URV) será calculada com base em taxas de inflação medidas pelos três índices a seguir:

- I- Índice de preços ao Consumidor (IPC), da Fundação Instituto de Pesquisa Econômica (Fipe), da Universidade de São Paulo, apurada para a 3ª quadrisemana;
- II- Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA-E), da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e estatística (IBGE);
- III- Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), da Fundação Getúlio Vargas.

§ 1º A variação da expressão em cruzeiros reais da URV do primeiro ao último dia do mês deverá situar-se em um intervalo delimitado pela maior e pela menor variação mensal dos três índices mencionados no incisos I, II, III acima;

§ 2º A variação diária da expressão em cruzeiros reais da URV será fixado pelo Banco do Brasil com base na projeção das taxas de variação dos Índices referidos no incisos I, II e III acima;

§ 3º Na hipótese de ser interrompida a apuração, interrupção ou atraso na divulgação de qualquer dos índices citados neste, a expressão monetária da URV será estabelecida com base nos índices remanescentes, complementada por indicadores disponíveis, observada precedência em relação àqueles apurados por instituições oficiais de pesquisa, a critério do Ministro de estado da Fazenda;

§ 4º O Banco Central do Brasil divulgará diariamente a expressão monetária da URV para o dia útil seguinte, aplicando-se essa mesma expressão aos dias não úteis intermediários.

Art. 2º Este decreto entra em vigor na data de sua publicação

Brasília, 27 de fevereiro de 1994; 173º da Independência e 106º da República

Itamar Franco

Fernando Henrique Cardoso

ANEXO E - Depósitos compulsórios

<i>Período</i>	<i>Recursos à vista</i>	<i>Depósitos a prazo</i>	<i>Depósitos de poupança</i>	<i>Operações de crédito</i>	<i>FIF Curto Prazo</i>	<i>FIF 30 dias</i>	<i>FIF 60 dias</i>
<i>Anterior ao Plano Real</i>	40	"	15	"	"	"	"
<i>1994 Jun</i>	100	20	20	"	"	"	"
<i>Ago.</i>	"	30	30	"	"	"	"
<i>Out.</i>	"	"	"	15	"	"	"
<i>Dez</i>	90	27	"	"	"	"	"
<i>1995 Abr.</i>	"	30	"	"	"	"	"
<i>Maio</i>	"	"	"	12	"	"	"
<i>Jun</i>	"	"	"	10	"	"	"
<i>Jul.</i>	83	"	"	"	35	10	5
<i>Ago.</i>	"	20	15	8	40	5	0
<i>Set.</i>	"	"	"	5	"	"	"
<i>Nov.</i>	"	"	"	0	"	"	"
<i>1996 Ago.</i>	82	"	"	"	42	"	"
<i>Set.</i>	81	"	"	"	44	"	"
<i>Out.</i>	80	"	"	"	46	"	"
<i>Nov.</i>	79	"	"	"	48	"	"
<i>Dez</i>	78	"	"	"	50	"	"
<i>1997 Jan.</i>	75	"	"	"	"	"	"

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, 1997.

## ANEXO F

### O Conselho da Moeda

Um Conselho da Moeda (*currency board*) é, em princípio, uma autoridade monetária que funciona meramente como uma caixa de conversão. Seu papel é fornecer moeda doméstica somente em troca da moeda estrangeira de referência (ou mercadoria) a uma taxa fixa. O Conselho portanto não atua como um Banco Central, melhor especificando, não exerce as funções de banco do tesouro e de emprestador de última instância.

Em regra, o Conselho deve manter 100%, ou mais, da base monetária como reservas, podendo estas se constituírem sob forma monetária (moeda estrangeira), títulos e outros ativos denominados na moeda de referência<sup>1</sup>. Os ativos financeiros, porém, não podem ser públicos, mas apenas privados ou emitidos por outros países.

O fato de usar uma moeda emitida pelo Conselho ao invés da própria moeda internacional (por exemplo o dólar) permite que se obtenha ganhos de senhoriagem para o governo nacional – além de não perder a “soberania” de emitir a sua própria moeda. O Conselho pode obter senhoriagem (lucro) pela diferença entre os juros ganhos com as suas reservas remuneradas (títulos e outros ativos financeiros) e os gastos de manter seu passivo, no caso notas e moedas em circulação (ao menos os Conselhos ortodoxos não aceitam depósitos como forma de passivo)<sup>2</sup>. Estes lucros vão para o governo para cobrir gastos e manter as reservas no nível exigido por lei.

A rigor, são as forças de mercado que determinarão a oferta de moeda emitida pelo Conselho. A oferta desta depende da demanda por moeda da economia e da disposição dos detentores de moeda estrangeira (exportadores ou investidores externos) de trocá-la pela

<sup>1</sup> Em geral se mantém cerca de 105 ou 110% da Base como reserva como margem de proteção para caso os títulos do ativo percam valor. O Conselho da moeda não é responsável por converter depósitos denominados em sua moeda na moeda ancorada – este papel deverá ser feito pelos bancos, que costumam cobrar uma pequena taxa para isso. Fonte: Homepage Currency Board (<http://www.erols.com/kurrency/intro.html>, atualizada em Abril de 1998). A fonte para os dados contidos nesta homepage são do “International Financial Statics, March 1998; Economic Intelligence Unit countries reports, 4 th quarter 1997 or 1 st quarter 1998; press reports”.

<sup>2</sup> Se notas ou moedas são destruídas, o lucro do Conselho aumenta uma vez que o passivo é reduzido, mas os ativos não. Em geral os lucros do Conselho são, de acordo com a homepage referida na nota anterior, cerca de 1% do PIB por ano.



moeda emitida pelo Conselho. As operações monetárias são portanto absolutamente passivas e automáticas: o Conselho não pode (em tese) financiar gastos do governo nem expandir o crédito para empresas nacionais ou bancos. Neste sentido, o governo não pode se financiar inflacionariamente, mas apenas através de suas receitas fiscais ou pela colocação de títulos do Tesouro no mercado – é isto que dá grande credibilidade aos regimes de *currency board*. A escolha por este regime geralmente é feita justamente pelo seu compromisso institucional em manter a estabilidade monetária. A independência do Conselho em relação ao governo e o compromisso de emitir somente diante de reservas impõe a austeridade fiscal.

É importante ficar claro que o Conselho também não pode fixar nem influenciar a taxa de juros da economia posto que não emite títulos próprios. Sendo caixa de conversão e não influenciando os juros as autoridades monetárias ficam num “piloto automático”(expressão utilizada tanto por seus críticos como defensores), entregue às forças do mercado.

No Conselho da Moeda a taxa de câmbio fixa também encoraja a busca por arbitragem, o que acaba fazendo com que a taxa de juros e a inflação tendam a se tornar iguais à do país ancorado. Neste regime institucional, entretanto, a convergência costuma ocorrer em menor tempo do que nos regimes de câmbio vistos anteriormente, dada a gravidade do compromisso assumido pelo governo. A credibilidade do regime de câmbio vem do próprio *modus operandi* do sistema que inviabiliza o financiamento inflacionário. Apesar disto, a inflação nas economias que assumem um regime de *currency board* após terem vivido experiências de alta inflação ou hiperinflação tendem a ser superiores à internacional, embora decrescente no tempo. A maior inflação costuma provocar, como já comentado, uma certa sobrevalorização cambial que tende a se dissipar com o tempo – fazendo surgir, no curto prazo, diferenças entre os índices de preços no atacado (inferiores) e os índices de preços ao consumidor, onde os *non-tradables* assumem maior peso. Estes fenômenos foram observados na Argentina após a implementação do *Currency Board* em 1991<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> “Plan de Convertibilidad” ou “Plano Cavallo”, lançado em abril de 1991. Basicamente, o programa argentino apoiava-se em dois pilares: i) na fixação (por lei) do câmbio nominal como âncora para os preços domésticos; ii) na criação de um novo marco legal para emissão monetária – restringindo a autonomia do Banco Central para conduzir a política monetária e sua capacidade em financiar o setor público. Foi também permitida a livre circulação do dólar podendo este ser utilizado como meio de pagamento. No *Currency*

A proposta de um programa à la “Cavallo” (Currency Board) para o Brasil ganhou força por volta de 1992 – com a divulgação dos positivos resultados argentinos<sup>4</sup>.

Historicamente, em fevereiro de 1991, já potencialmente beneficiado pela elevação da liquidez internacional pelo Plano Brady, o governo brasileiro optou novamente por um plano heterodoxo com congelamento e decretou Plano Collor II - o quinto plano de estabilização desde 1986 [Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990)]<sup>5</sup>. O Collor II, porém, como os seus antecessores, não teve sucesso em viabilizar uma estabilidade duradoura dos preços.

Diante dos sucessivos ataques especulativos ao Plano Real (Tequila em Dezembro de 1994; Crise Asiática em Setembro de 1997; Crise Russa em Agosto de 1998) e da relativa solidez argentina, vários autores passaram a defender o regime para o Brasil, inclusive logo após a flutuação do câmbio, em janeiro de 1999.

---

*Board* argentino o Banco Central fica obrigado a manter reservas num montante equivalente a 100% da base monetária, embora os títulos públicos denominados em dólar a preço de mercado pudessem fazer parte das “reservas internacionais”. Estes títulos não podem ultrapassar 20% das reservas, mas, em situações de emergência, podem chegar a 33%. Machinea (1997), p. 20. Vale lembrar que a performance argentina (após ter crescido apenas 0.1% em 1990, a economia registrou nos dois primeiros anos um crescimento anual médio do PIB de 8,7%) foi beneficiada pelo cenário de abundante liquidez internacional, criado a partir da aprovação do chamado Plano Brady, e pelo fato da economia argentina encontrar-se num nível de atividades muito deprimido - o PIB havia caído cerca de 10,5% entre 1988-1990. Vale lembrar também que, no transcurso de 1990, a taxa de inflação argentina havia atingido, 1 960%. Com a introdução do Plano de Conversibilidade, a taxa caiu abruptamente, embora tenha se mantido elevada em termos internacionais durante os três primeiros anos: “...a variação de preço, embora decrescente com o passar do tempo, registrava, após dois anos, aumento acumulado de 38%, e ainda equivalia a 7,8% anuais no primeiro trimestre de 1993” (Machinea, 1997, p. 46).

<sup>4</sup> Lara Resende, André (1992) faz uma proposta de Currency Board onde permite-se a circulação de duas moedas: uma emitida pelo Conselho e a outra continuaria a ser emitida pelo Banco Central do Brasil. Num primeiro momento, a taxa de câmbio entre as moedas seria flutuante. À moeda do Board caberia cumprir o papel de restabelecer um padrão monetário confiável por ser conversível e integralmente lastreado. Ao mesmo tempo, a moeda emitida pelo Banco Central manteria (na parcela demandada pelo público) a totalidade dos ganhos de *seignorage*. O público faria uma convergência gradual para a moeda do Currency e ganhar-se-ia espaço político para fazer as reformas, surgiria uma unidade monetária estável para os contratos e seria reduzido o risco de sobrevalorização provocada por resíduos de inflação doméstica superior à internacional. Num segundo momento a paridade entre as moedas seria estabelecida e estaria criada uma nova e confiável referência monetária.

<sup>5</sup> O Plano Collor II, na linha dos planos anteriores, tentava acabar com a indexação brasileira (através da extinção do Bônus do Tesouro Nacional (BTN), todos os fundos de curto prazo, inclusive *over e open*) e estipulava um congelamento de preços e salários (pela média dos últimos 12 meses), a serem liberados gradualmente por meio de “câmaras setoriais”. Para uma análise do Plano Cruzado ver Lopes, F. (1986), Sardenberg, C.A (1987), Solnik, A. (1987), para os Planos Verão e Bresser ver artigo do Modiano, E. do *Ordem do Progresso* (1990) e Simonsen (1995). Para o Plano Collor I recomenda-se artigo de Pastore (1990) e Mendonça de Barros, L. C. (1992). Para obter um resumo das medidas de cada um destes planos ver Anexo A.

A adoção de currency board no Brasil, porém, continua sendo refutada, em grande medida porque a extrema liquidez dos títulos brasileiros exigiria uma reestruturação prévia da dívida pública, afim de tornar o sistema viável. Dadas as dificuldades em fazê-la, a criação de um Conselho da Moeda no Brasil, ao menos nas atuais circunstâncias, implicaria numa moratória da dívida interna. O não pagamento dos compromissos, por sua vez, diminuiria drasticamente a credibilidade do governo e a capacidade do país de atrair recursos externos<sup>6</sup>.

Uma outra crítica à adoção do sistema no Brasil refere-se ao fato de que, historicamente, o Currency Board foi adotado em ex-colônias Inglesas e economias de pequeno porte. O argumento é, basicamente, que um país “grande” como o Brasil requer para o funcionamento de sua economia grandes fluxos de investimento que não podem depender da entrada de recursos externas.

Além disso, com o Currency Board perde-se completamente a capacidade de fazer política monetária anti-cíclica. Nem mesmo a política de juros para atrair reservas está nas mãos da autoridade monetária (só o Tesouro pode emitir títulos).

Por fim, a economia fica totalmente dependente da liquidez externa, podendo entrar num *stop and go* bastante prejudicial ao sistema.

---

<sup>6</sup> Além disso seria necessidade a reestruturação dos gastos do governo brasileiro, sempre complicada social e politicamente.

## Bibliografia

- Abreu, Marcelo de Paiva (Organizador): *Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana 1889-1999*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1990.
- ANDIMA, *Sinopse*, Agosto, mimeo, 1996.
- Amadeo, Edward J. S.: *Desemprego, Salários e Preços: um estudo comparativo de Keynes e do pensamento macroeconômico da década de 70*, Tese de mestrado, Instituto de Economia da UFRJ, Março de 1982.
- Arida, Pérsio & Lara-Resende, André (1984): "Inflação Inercial e Reforma Monetária" em Arida, Pérsio (organizador): *Brasil, Argentina e Israel: Inflação Zero*. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra Economia, 1986.
- Arida, Pérsio: "Neutralizar a Inflação, uma idéia promissora" em Rego, José Márcio (organizador): *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra Economia, 1986.
- \_\_\_\_\_: *Essays on Brazilian Stabilization Programs*, Doctor of Philosophy Thesis, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology, May, 1992.
- \_\_\_\_\_: "Observações sobre o Plano Real", *Economia Aplicada*, vol.3, n. Especial, Março, 1999.
- Bacha, Edmar L.: "O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro". *Revista de Economia Política*, vol 14, nº1 (53), Janeiro-Março, 1994.
- \_\_\_\_\_: "Plano Real: Uma Avaliação Preliminar". *Revista do BNDES*, v.1, n.1, jun.1994.
- \_\_\_\_\_: "Plano Real: Uma Segunda avaliação" em *O Plano Real e Outras Experiências Internacionais de Estabilização*. Brasília: IPEA-Escritório da Cepal no Brasil, Fevereiro de 1997.
- Baptista Jr., Paulo N. (1991): "Keynes e a Estabilização do Marco Alemão" em *Anais da Anpec*, 1991.
- \_\_\_\_\_: (1993): "Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais" em *Revista de Economia Política*, vol. 13, nº. 3 (51), Julho-Setembro, 1993.

- \_\_\_\_\_ (1996): "O Plano Rela à luz da experiência mexicana e argentina" em *Estudos Avançados* 10 (28), 1996.
- Barbosa, Fernando H.: "Hiperinflação e estabilização" em *Revista de Economia Política*, vol. 13, nº 4 (52), outubro-dezembro, 1993.
- \_\_\_\_\_ : "A Dinâmica Monetária da Hiperinflação: Cagan Revisitado" em *Revista de Economia Contemporânea*, nº1, janeiro-julho de 1997.
- \_\_\_\_\_ : "Inflação, Déficit Público, Bifurcação e Outras Histórias – Introdução", mimeo, 1999.
- Barros, Luiz Carlos M. (1992): "A Moeda Indexada: uma experiência brasileira" em *Economia e Sociedade*, 1992.
- Barros, José Roberto & Goldenstein, Lídia: "O Processo de Reestruturação da Indústria" em *Gazeta Mercantil*, 12/08/1996.
- Blanchard, Olivier Jean & Fischer, Stanley: *Lectures in Macroeconomics*, Cambridge: The MIT Press, 1993.
- Bomberger, William A, & Makinen, Gail E.: "A Hiperinflação húngara e a estabilização de 1945-6 em *Hiperinflação Algumas Experiências*. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, organização José Márcio Rego, 1988.
- Braga, Gustavo S. : "Preferência pela liquidez de Bancos", dissertação de Mestrado, Instituto de Economia, UFRJ, 1999.
- Bresciani-Turroni, C. (1968): *The Economics of Inflation a Study of Currency Depreciation in post-War Germany*, London: Reinpressão de Augustus M. Kelley, 1968.
- Bruno, Michael: "High Inflation and the Nominal Anchor of an Open Economy". *Essays in International Finance*, nº183, Princeton University, June, 1991
- Cagan, P. "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", *Studies in The Quantity of Money*, ed. Friedman, M. Chicago: University of Chicago Press, 1956, pp.25-117.
- Calvo, Guillermo A. & Végh, Carlos: "Inflation Stabilizations and Nominal Anchors" em Research Department, International Monetary Fund, mimeo, 1992.

Carvalho, Fernando C.: *Mr. Keynes and the Post Keynesians, Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*, Brookfield: Edward Elgar Publishing, 1992.

\_\_\_\_\_: “Alta Inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana” em *Revista de Economia Política* 10 (4), outubro-dezembro, 1994.

\_\_\_\_\_: “Reforma monetária, Indexação Generalizada e o Plano de Estabilização” em *Boletim de Conjuntura*, 1994.

\_\_\_\_\_: “The Independence of Central Banks: A Critical Assessment of the Arguments”, mimeo, 1994.

\_\_\_\_\_: “Política de Rendas: Ganhos e Perdas da Intervenção no Sistema de Preços”. *Textos Para Discussão*, nº 328, UFRJ, Março de 1995.

\_\_\_\_\_: “A Ressureição do Redesconto e a Fragilidade do Sistema Bancário depois do Real”. *Boletim de Conjuntura*, Outubro de 1996, vol 16 número 3, pp. 19-23.

\_\_\_\_\_: “Reforma Monetária e Estabilização: a 3ª Fase do Plano de Estabilização” em *Ponto de Vista*, 1994.

\_\_\_\_\_: “The Real Stabilization Plan And The Banking Sector in Brazil”, em *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, N. 206 – September, 1998.

Castro, Antônio B.: “O Plano Real e o reposicionamento das empresas”, em Reis Velloso, João Paulo (Coordenador): *Brasil: Desafios de um País em Transformação*, Fórum Nacional, José Olympio Editora, 1997, pp. 107-120.

\_\_\_\_\_: “A abertura, o Real e a assignação de Recursos, Instituto de Economia - UFRJ, 1998.

\_\_\_\_\_: “Crescimento reprimido versus Balança de Comércio como variável de ajuste” em Reis Velloso, João Paulo (Coordenador): *O Brasil e o Mundo no Limiar do Novo Século*, Vol.II, X Fórum Nacional, Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 1998

\_\_\_\_\_: “O lado real do Real: o debate e algumas surpresas” em Magalhães, João Paulo de Almeida; Santos Mineiro, Adhemar; Elias, Luiz Antônio (organizadores): *Vinte anos de política econômica*, Rio de Janeiro: Contraponto, 1999, pp.59-98.

Copelman, Martina: "The Role of Credit in Post Stabilization Consumption Booms". *International Finance Discussion Papers*, n° 569, 1996.

Corden, W. Max: "Exchange Rate Policy in Developing Countries", The World Bank, *Working Papers* 412, April 1990.

Domingues, Gabriela B.: "Emprego e Hiperinflação: Problemas Econômicos e Sua Análise a partir de Dois Modelos de Formação de Expectativas", Monografia, Instituto de Economia da UFRJ, Menção Honrosa, 1997.

Dornbusch, Rudiger; Goldfajn Ilan & Valdés, Rodrigo O.: "Currency Crises and Collapses". *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1995.

Dornbusch, Rudiger & Werner (1994). "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth" *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1994

Erber, Fábio S.: "O Mito de Travessia e a Retórica do Governo", *Boletim de Conjuntura*, vol. 16, n.3, Outubro de 1996.

Franco, Gustavo H. B: "Hiperinflação - teoria e prática" em *Inflação e Hiperinflação: Interpretações e Retórica*. organização José Márcio Rego. Editora Bional, 1990.

\_\_\_\_\_: "Alternativas de estabilização: gradualismo, dolarização e populismo". *Revista de Economia Política*, vol. 13, nº2 (50), abril-junho, 1993.

\_\_\_\_\_: *O Plano Real e outros ensaios*. Editora: Francisco Alves, 1995.

\_\_\_\_\_: "A Inserção Externa e o Desenvolvimento", mimeo, 1996.

Frenkel, Roberto (1979): "Decisiones de Precio en Alta Inflación" *Desarrollo Económico*, v.19, n.75, outubro-dezembro, 1979.

\_\_\_\_\_(1998): "Reforma Estructural y desempeño macroeconómico en los noventa: el caso argentino", mimeo, Março de 1998.

Friedman, Milton (1953): "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability" em *Essays in Positive Economics*, Chicago: The University of Chicago Press, 1953

\_\_\_\_\_: "The Role of Monetary Policy" in *The American Economic Review*, vol. LVIII, nº 1, Março, 1968.

- Garcia, Márcio (1995): "Avoiding some costs of inflation and crawling toward hyperinflation: the case of Brazilian domestic currency substitute", outubro, mimeo, 1995.
- Giambiagi, Fabio: "*A Economia Brasileira nos Anos do "Milagre": 1968/1973. Texto Didático número 34. Faculdade de Economia e Administração, UFRJ, janeiro 1988.*
- 
- "Necessidades de Financiamento do Setor Público: 1991/96 – bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil" em *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 27, abril 1997, número 1, pp. 185-220.
- Goodhart, Charles (1994): "What should Central Banks do? What should be their macroeconomics objectives and operations?". *Economic Journal*, 104, nov. pp. 1424-1436, 1994.
- Guerra Jr., Wagner Thomaz de Aquino: "O Plano Real e a Experiência Internacional sobre Políticas de Estabilização". Tese de Doutorado, USP, 1996.
- Heap, Shaun P.H. & Varoufakis, Yanis (1995): *Game Theory A Critical Introduction*, London and New York: Routledge, 1995.
- Holden, K., Peel, D.A e Thompson, J. L. *Expectations: Theory and Evidence*. Londres: Macmillan Publishers, 1985.
- Hermann, Jennifer: "M.P. 542: A Fase 2,5 do Plano Real", *Ponto de Vista*, 1994.
- Kamin, Steven, B.: "Real Exchange Rates and Inflation in Exchange-Rate Based Stabilizations: an empirical examination. *International Finance Discussion Papers*, nº 554, June 1996.
- Kaminsky, Graciela L. & Leiderman, Leonardo: "High Real Interest Rates in The Aftermath of Disinflation: Is it a lack of Credibility?" *International Finance Discussion Papers*, n 543, 1996.
- Keynes, John M.: *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Macmillan, 1954.
- Kiguel, Miguel A. & Liviatan, Nissan (1992a): "The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations. *The World Bank Economic Review*, vol. 6, nº2, pp. 279-305.



- 
- (1992b): "When Do Heterodox Stabilizations Programs Work? Lessons from Experience". *The World Bank Research Observer*, volº 7, nº 1, January, 1992, pp. 35-57.
- Kreps, David M.: "A Course in Microeconomic Theory", New York: Harvester Wheatsheaf, 1990.
- Lima, Fernando Carlos (1993) : "Âncora Monetária, Âncora Cambial e Outras Questões Náuticas". *Cadernos de Conjuntura*, Instituto de Economia UFRJ, nº17.
- Liviatan, Nissan: "Theoretical Aspects Related to Brazil's Inflation", Feb. Mimeo, 1994.
- Lopes, Francisco (1986) : *O Choque Heterodoxo- Combate à Inflação e Reforma Monetária*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1986.
- Lucas, Robert E. & Sargent, T. J. "After Keynesian Macroeconomics" em *Rational Expectations and Econometric Practice*, eds Lucas R.E and Sargent. T. J. Minneapolis: University of Minnesota Press, 1981.
- Mankiw, N. Gregory: *Macroeconomia*, Rio de Janeiro: Editora S.A. - Livros Técnicos e Científicos, 1995.
- Maquinea, José Luis: "Uma reflexão a meio caminho: dois anos de conversibilidade" em *O Plano Real e outras Experiências internacionais de Establização*. Brasília: IPEA, Escritório da Cepal no Brasil, Fevereiro, 1997.
- Merkin, Gerald: "Para uma teoria da inflação alemã: algumas observações preliminares" em Rego, José Márcio (organizador): *Hiperinflação, Algumas Experiências*. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra Economia, 1988.
- Ministério da Fazenda EM. Interministerial n. 205/m/Seplan/MS/MTB/Mps/Ms/Saf, 30 de junho de 1994. Fonte: Internet.
- Ministério da Fazenda: "Programa de Ação Imediata". Fonte: Internet
- Mundell, Robert A.: "Stabilization Policies in Developing and Socialist Countries", em *Exchange Rate Policies in Developing and Post Socialist Countries*, Cassen, E. ICE Press, 1991.
- Muth, J.: "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*, 29, 1961: 315-35.

- Myerson, R. B. *Game Theory Analysis of Conflict*, Massachusetts: Havard University Press, 1991.
- Ortega, Roberto Octavio E.: "O Plano de Estabilização Heterodoxo: A Experiência Comparada de Argentina, Brasil e Peru, 13º, Prêmio BNDES de Economia, 1989, Tese de Mestrado.
- Pastore, Affonso C. : "A Reforma Monetária do Plano Collor", em *O Plano Collor Avaliação e Perspectiva*, Faro, Clóvis (Organização), Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora, 1990.
- Pastore, Affonso C. & Pinotti, Maria Cristina.: "Política Econômica, Vulnerabilidade Externa e Crescimento" em Reis Velloso, João Paulo (Coordenador) *O Brasil e o Mundo no Limiar do Novo Século, volume II*, X Fórum Nacional, Rio de Janeiro: José Olympio, 1998.
- Pesaran, M. Hashem: *The Limits of Rational Expectations*, New York: Blackwell, 1997.
- Resende, André L. : "A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial" em *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. Rego, José Márcio (Organização). Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra Economia, 1986.
- \_\_\_\_\_: "Estabilização e Reforma: 1964-1967", em *Ordem do Progresso, Cem Anos de Política Econômica Republicana 1889-1999*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1990.
- \_\_\_\_\_: "O conselho da moeda: um órgão emissor independente". *Revista de Economia Política*, vol. 12, nº4 (48), Outubro-Dezembro, 1992.
- Sandroni, Paulo: *Dicionário de Administração e Finanças*. São Paulo: Best Seller, 1996.
- Sardemberg, Carlos Alberto: *Aventura e Agonia Nos Bastidores do Cruzado*. São Paulo: Companhia das Letras, 1987.
- Sargent, Thomas: "Os finais de quatro Hiperinflações" em Rego, José Márcio (Organizador): *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro: Paz e Terra Economia, 1986.
- \_\_\_\_\_: "Rational Expectations and the Reconstruction of Macroeconomics" em *The Rational Expectations Revolution*. Cambridge: The MIT Press, 1996.

Sicsú, João: “A URV e sua Função de Alinhar Preços Relativos”, Texto para Discussão n. 359, UFRJ, Instituto de Economia, Janeiro de 1996.

Simonsen, Mário Henrique: *Inflação: Gradualismo X Tratamento de Choque*, Rio de Janeiro: Editora Apec, 1970.

\_\_\_\_\_: *A nova economia brasileira*, cap.: V, VI. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974.

\_\_\_\_\_: *Dinâmica Macroeconômica*, cap. VII, XII. São Paulo: MacGraw-Hill, 1983.

\_\_\_\_\_: “A Inflação Brasileira: lições e Perspectivas”, *Revista de Economia Política*, vol. 5, n.4, outubro-dezembro, 1985.

\_\_\_\_\_: *30 anos de Indexação*, Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1995a.

\_\_\_\_\_: Entrevista na *Gazeta Mercantil* em 10 de fevereiro e fim de semana, 1995b.

\_\_\_\_\_ & Cysne, Rubens P.: *Macroeconomia*. Rio de Janeiro: Livro Técnico S.A., 1992.

Souza, Francisco E. P. : “Metamorfose do Endividamento Externo” em Castro, Antonio B. e Pires de Souza, Francisco Eduardo: *A economia Brasileira em Marcha Forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

\_\_\_\_\_: “Dilemas de Câmbio do Plano Real: uma Análise do Presente e Indagações sobre o Futuro Próximo”, Instituto de Economia da UFRJ, mimeo, 1998.

Studart, Rogério: *Investment Finance in Economic Development*, London: Routledge, 1995.

Studart, Rogério e Castro, Lavinia B.: “Política Econômica e Reversão de Expectativas”. *Boletim de Conjuntura*, Outubro de 1998, Vol. 18, nº3.

\_\_\_\_\_: “O Dilema da Política de Juros” *Boletim de Conjuntura*, dezembro de 1998, vol.18, nº4. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

\_\_\_\_\_: “Os Juros no Plano Real: História, Controvérsias e Perspectivas, *Boletim de Conjuntura*, março de 1999, vol.19 nº 1.

- Svensson, Lars E. O.: “Why Exchange Rate bands? Monetary Independence in Spite of Fixed Exchange Rates”. NBER, Working Paper # 4207, November, 1992.
- Velloso, Raul: “A situação das contas públicas após o Real” em Reis Velloso, João Paulo (Coordenador), *O Brasil e o Mundo no Limiar do Novo século*, X Fórum Nacional, Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 1998, pp. 101-136.
- Vegh, Carlos A.: “Stopping High Inflation”, *IMF Staff Papers*, vol. 39, nº 3, september, 1992.
- Vercelli, A. “Uncertainty, rationality and learning a keynesian perspective”, mimeo, 1996.
- VVAA. *Os Pais do Cruzado Contam por que não deu certo*. Edição de texto: Solnik, Alex. L&PM Editores, 1987.
- Werlang, Sérgio R. C.: “Simonsen, inflação, expectativas racionais e os pós-keynesianos”, *Revista Brasileira de Economia*, vol.52, nº especial, 1998.
- Williamson, John: *A Economia Aberta e a Economia Mundial – Um texto de Economia Internacional*, Rio de Janeiro: Editora Campus, 1996.
- Zini Jr., Álvaro A.: *Três Estudos sobre Inflação, Taxa de Câmbio e Reforma Monetária no Brasil*, Tese de Livre Docência, São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis da USP, mimeo, 1993.