

A primeira parte do Governo Fernando Collor, quando foi ministra da economia Zélia Cardoso, foi um período “heróico”, marcado por tentativas radicais mas fracassadas de estabilização, e por profundas reformas econômicas, particularmente um substancial ajuste fiscal, a liberalização comercial, a reestruturação das empresas e o conseqüente aumento da produtividade, e a privatização das grandes empresas siderúrgicas. A segunda parte de seu Governo, com o ministro Marcílio Marques Moreira, foi a volta à ortodoxia e ao gradualismo: com a brutal elevação da taxa de juros, a recessão aprofundou-se, sem que a inflação fosse controlada.

Após as denúncias de corrupção que levaram ao *impeachment* de Collor, Itamar Franco assumiu o Governo no final de 1992. A inflação continuava a parecer invencível. Em menos de um ano, quatro ministros da Fazenda se sucederam. Nenhum deles foi capaz de formular e implementar um plano consistente de combate à inflação. Finalmente, em junho de 1993, quando a inflação já havia superado a marca de 20% ao mês, Fernando Henrique Cardoso assumiu o Ministério da Fazenda, renasceram as esperanças de estabilização da economia, graças ao amplo apoio político que essa nomeação recebeu e também ao excelente grupo de economistas que se formou em sua equipe.

O primeiro resultado positivo da presença da nova equipe econômica foi o desaparecimento de uma reação violenta e irracional contra a implantação de um choque na economia. Estava claro que a nova equipe econômica iria, em pouco tempo, adotar uma terapia de choque contra a inflação, que provavelmente combinaria medidas ortodoxas e heterodoxas, na medida em que esta não tinha dúvida de que o principal componente da alta e persistente inflação brasileira era inercial.

A explicação convencional, que relaciona a inflação com o déficit público, embora válida em situações normais, provou ser equivocada no caso do Brasil. O déficit público tinha sido zerado em 1990 e 1991, mas a inflação permanecera alta. A outra explicação convencional, que atribui a inflação a um crescimento da oferta de moeda, também provou estar totalmente equivocada. Até mesmo economistas monetaristas, que durante anos haviam sido incapazes de compreender a natureza inercial da inflação brasileira, re-

conheciam agora o caráter passivo ou endógeno da oferta de moeda quando a inflação é alta e inercial.

A tese de que uma inflação alta e inercial deveria ser controlada por meio de um choque e não gradualmente, e que esse choque fosse constituído de uma reforma monetária, antecedido ou acompanhado por um mecanismo que neutralizasse a inércia inflacionária coordenando as expectativas dos agentes econômicos, foi formulada por economistas brasileiros no começo dos anos 80, quando desenvolveram a teoria da inflação inercial (no Rio de Janeiro: André Lara Resende, Edmar Bacha, Eduardo Modiano, Francisco Lopes, Mário Henrique Simonsen, Pêrsio Arida; em São Paulo: Adroaldo Moura da Silva, Yoshiaki Nakano e o autor deste livro).¹ Ficou então claro que, diante de uma inflação alta e inercial, era necessário neutralizar o desequilíbrio dos preços relativos causados pelos aumentos defasados de preços. Para isso, apenas duas estratégias podiam ser efetivas: ou um congelamento de preços acompanhado por tabelas de conversão, ou a adoção de um indexador diário que acompanhasse as variações da taxa de câmbio.

A primeira tentativa de aplicar essas idéias foi o Plano Cruzado, em 1986. Alguns dos economistas, que haviam participado ativamente da formulação da teoria da inflação inercial e do Plano Cruzado, estavam de volta ao Governo (Pêrsio Arida, André Lara Rezende, Edmar Bacha). O Plano Real, que estabilizou os preços a partir de primeiro de julho de 1994, foi idealizado por eles, sob o comando de Fernando Henrique Cardoso. Como as tentativas de estabilização por meio do congelamento haviam fracassado, a estratégia alternativa de usar um índice-moeda para realizar a conversão para os novos preços equilibrados em termos relativos foi adotada. Era uma estratégia que fora desenvolvida por André e Pêrsio em 1983-1984.²

Estava claro para os economistas neo-estruturalistas que desenvolveram a teoria da inflação inercial que a estabilização desse tipo de inflação alta e persistente deveria contemplar quatro fases: (1) preparação, na qual é essencial a realização do ajuste fiscal; (2) coordenação de expectativas, por meio da correção dos preços relativos de forma a neutralizar a inércia inflacionária; (3) choque, normalmente acompanhado de uma reforma monetária e a adoção de uma âncora nominal (a taxa de câmbio), que reduza dramaticamente a inflação; e (4) consolidação, a realização de ajustes fiscais adicionais e a manutenção de uma política monetária apertada.

As fases 2 e 3 podem ser invertidas dependendo da estratégia adotada. Em algumas tentativas anteriores de estabilização, como o Plano Cruzado, Plano Bresser e Plano Verão, o choque de preços foi realizado antes da correção dos preços relativos, que foi realizada pelas tabelas de conversão, as

chamadas tablitas. Estratégias seguindo esse modelo foram adotadas com sucesso em Israel (1985) e México (1987). No Brasil, elas fracassaram. Assim, em 1994, a decisão foi adotar uma segunda alternativa mais complexa: depois do ajuste fiscal, primeiro foi neutralizada a inflação inercial pelo mecanismo da URV (Unidade Real de Valor) — um índice-moeda atrelado à variação do dólar, para o qual todos os principais preços da economia foram convertidos entre abril e junho de 1994. Finalmente foi aplicado o choque, ou seja, a reforma monetária realizada em primeiro de julho de 1994, acompanhada de uma âncora cambial. Nesse dia, a inflação foi praticamente zerada.

A idéia extremamente engenhosa embutida no Plano Real foi a da coexistência de duas moedas ao mesmo tempo: a velha moeda, na qual a inflação seria muito alta, e a nova, uma moeda indexada, que existiu durante três meses. Esse sistema dual permitiu que os agentes econômicos convertessem seus contratos, de uma forma voluntária, da velha moeda, em que estava incorporada uma taxa de inflação esperada, para a nova moeda, que, por estar atrelada ao dólar, apresentaria uma inflação muito baixa e pressupunha preços relativos equilibrados. No segundo momento, quando a reforma monetária eliminou a velha moeda, desapareceram as pressões inflacionárias decorrentes do desequilíbrio dos preços relativos derivado do ajuste não sincronizado dos preços. Os preços relativos na nova moeda estavam automaticamente equilibrados, não sendo necessário utilizar as tabelas de conversão para eliminar dos contratos a expectativa de inflação.

No começo dos anos 90, quando a idéia de um novo choque estava desacreditada, André Lara Rezende retomou a idéia da convivência de duas moedas e sugeriu um passo adicional: que a nova moeda, plenamente conversível ao dólar, fosse emitida por um *Currency Board*, ou seja, um órgão autônomo do Governo cuja única função seria cuidar da emissão da nova moeda que seria totalmente lastreada pelas reservas internacionais do país.³ Entretanto, quando a equipe econômica de Fernando Henrique Cardoso foi composta e começou a trabalhar em um plano de estabilização, essa alternativa foi considerada muito radical. Deu-se preferência à uma proposta mais simples, elaborada principalmente por Pêrsio Arida. Em vez de emitir-se uma segunda moeda, o Governo criaria um “índice-moeda” cujo valor seria corrigido diariamente em relação à moeda antiga refletindo a inflação presente ao mesmo tempo em que estaria atrelado à variação da taxa de câmbio. Não seria uma moeda plena porque não teria poder liberatório, ou seja, os pagamentos continuariam a ser feitos por meio da antiga moeda, o cruzeiro real. Mas, sendo um “índice-moeda”, os contratos, incluindo as venda a prazo e os salários, poderiam ser voluntariamente convertidos para ele, evitando a

necessidade de uma “tablita” no dia da reforma monetária, quando a velha moeda seria extinta.

O Plano Real foi dividido em três fases. Na primeira fase, entre dezembro de 1993 e fevereiro de 1994, um ajuste fiscal provisório, baseado em cortes de gastos públicos e aumento de impostos, assegurou o equilíbrio orçamentário pelo menos para 1994. O Congresso, após alguma oposição inicial, aprovou o ajuste fiscal provisório, que a equipe econômica definiu como um pré-requisito para o lançamento da segunda fase do programa.

Na segunda parte do plano, entre março e junho, houve a neutralização da inércia inflacionária pela utilização da URV, um índice-moeda que refletia diariamente a inflação corrente. Esse índice seguia muito de perto a variação da taxa de câmbio. Ele foi usado para ajustar todos os principais preços da economia: salários, preços públicos e privados, aluguéis, contratos de longo prazo e aplicações financeiras. À medida que os contratos foram convertidos para URV, os preços em URV permaneciam estáveis, enquanto os preços em cruzeiro mudavam todos os dias. Como previsto, o mercado assegurou que a conversão dos preços de cruzeiro real para URV fosse basicamente (não totalmente) realizada segundo o valor real médio dos contratos, e não conforme seus valores nominais de pico.

A terceira fase do plano foi o choque — a reforma monetária acompanhada de uma âncora cambial — que transformou a URV em uma nova moeda, o Real, em substituição ao extinto Cruzeiro Real. A taxa de inflação foi imediatamente reduzida a quase zero, sem qualquer congelamento.

Além da neutralização da inércia por meio do mecanismo da URV, a âncora cambial teve um papel decisivo. Os agentes econômicos esperavam que a nova moeda ficasse atrelada ao dólar em uma relação de um para um. Na verdade, o Real foi imediatamente valorizado em cerca de 15%, representando, assim, uma super âncora cambial. Só nos primeiros meses de 1995 que essa âncora foi afrouxada, iniciando-se o deslizamento da taxa de câmbio nominal à medida da inflação.⁴

Conforme podemos ver pelo Quadro XXIII, 12 meses após a estabilização, a inflação continua sob controle. A taxa mensal de inflação caiu para próximo de zero em julho. Estabilizou-se em torno de 2% nos meses seguintes e mais recentemente tende para 1% ao mês. A taxa de câmbio valorizou-se substancialmente em relação ao período imediatamente anterior à introdução do Real, alcançando em abril uma valorização de 25%. A partir desse mês, entretanto, o processo valorizador foi paralisado e a taxa de câmbio sofreu uma pequena desvalorização, estabilizando-se em um nível ainda valorizado, 20% em relação ao período imediatamente anterior ao plano.

Quadro XXIII: Principais Variáveis Macroeconômicas
Após o Plano Real

	Inflação (IGP-DI)	Taxa de Juros Real ^(a)	Taxa de Câmbio Nominal	Taxa de Câmbio Real ^(b)	S. Balança Comercial (US\$ milhões)
Abril 1994	42,46	2,8		98,50	1.477
Maio	40,95	5,0		100,98	1.430
Junho	46,58	2,8		100,50	1.230
Julho	24,71	1,3	0,933	90,20	1.203
Agosto	3,34	0,8	0,899	84,03	1.522
Setembro	1,55	2,2	0,865	79,42	1.433
Outubro	2,55	1,0	0,846	76,05	644
Novembro	2,47	1,6	0,842	74,99	-492
Dezembro	0,57	3,2	0,850	76,13	-897
Janeiro 1995	1,36	2,0	0,847	75,81	-304
Fevereiro	1,15	2,1	0,841	75,06	-1.095
Março	1,81	2,4	0,889	78,39	-936
Abril	2,30	1,9	0,908	79,18	-467
Maio	0,40	3,8	0,897	79,98	-690
Junho	2,62	1,6	0,914	80,31	-775
Julho	2,24	2,2	0,929	80,21	3

(a) Taxa do OVER-SELIC deflacionado pelo IGP-DI.

(b) Deflacionado pelo IPA-OG, 1992=100. Fonte: *Boletim de Conjuntura*, IEI-UFRJ.

Fonte: *Boletim do Banco Central do Brasil*, julho 1995.

Como a Argentina após o Plano Cavallo, o principal problema enfrentado pelo Plano Real em seu primeiro ano de existência foi a valorização cambial. A excessiva valorização do Real frente ao dólar, juntamente com o aumento explosivo da demanda interna após a estabilização, fez com que a balança comercial se tornasse deficitária em pouco tempo. A fuga de capitais ocorrida no começo de 1995 em consequência da crise mexicana somou-se aos freqüentes déficits comerciais e criou uma expectativa de que as reservas cambiais poderiam se reduzir rapidamente e atingir um nível propício à ocorrência de uma séria crise de balanço de pagamentos, o que seria trágico para a economia do país.

A partir de abril de 1995, foram tomadas uma série de medidas que afastaram o perigo de uma crise cambial iminente. Fixou-se uma mini-banda cambial, periodicamente corrigida pelo Banco Central, de forma a permitir inicialmente uma pequena desvalorização real do Real, e, em seguida, o deslizamento da taxa de câmbio nominal de forma a manter a taxa de câmbio real constante. Restringiu-se a importação de alguns produtos, notadamente a de

automóveis. E, finalmente, mantiveram-se as taxas de juros reais em níveis extremamente elevados, por meio de uma rígida política monetária.

As taxas de juros reais mantidas em torno de 30% ao ano foram o principal fator responsável pelo afastamento do risco de uma crise cambial. Os juros reais muito elevados, muito maiores que os existentes nos países desenvolvidos, por um lado, atraíram capitais externos e, por outro lado, provocaram um forte desaquecimento da economia, reduzindo as importações. O segundo semestre de 1995 foi claramente um semestre recessivo. Com isso, a balança comercial voltou a equilibrar-se. Este fato, mais a retomada dos fluxos financeiros de curto prazo para o país, permitiram que as reservas cambiais brasileiras voltassem a aumentar e atingissem, no final de 1995, o montante recorde de quase 50 bilhões de dólares.

Entretanto, a manutenção de taxas de juros tão elevadas trouxe consequências adversas para a economia. Em primeiro lugar, aumentou o nível de inadimplência de pessoas e de empresas e colocou o país praticamente em recessão; em segundo lugar, elevou os gastos públicos com pagamento de juros, constituindo-se em um importante fator de elevação do déficit público em 1995, que, depois de ter sido quase zerado entre 1990 e 1994, voltou ao nível de 4% do PIB. O outro fator que determinou o ressurgimento do déficit público foi o desequilíbrio financeiro dos estados e municípios, que não souberam administrar com parcimônia o aumento de receita que obtiveram após a Constituição de 1988.

Concluindo, o Plano Real ainda não está totalmente consolidado, mas não há dúvidas de seu enorme sucesso. Foi um sucesso intelectual para seus autores, que foram capazes de desenvolver uma estratégia heterodoxa para controlar a inércia dos preços sem recorrer a um congelamento de preços. Foi um sucesso político para Fernando Henrique Cardoso, cuja eleição para a presidência deveu-se basicamente ao plano. O Plano Real foi uma reforma estritamente direcionada a atender os interesses brasileiros. Ele foi heterodoxo porque adotou a URV, mas foi também ortodoxo porque nunca negligenciou a importância do ajuste fiscal. Desde o choque, o Plano Real é sustentado por uma política monetária extremamente apertada.

É cedo, entretanto, para se afirmar que o Plano Real esteja consolidado. O país goza de grande confiança no exterior. Os empresários locais estão ansiosos por investir. As taxas de juros elevadíssimas compensando uma taxa de câmbio claramente valorizada são, entretanto, o principal obstáculo ao desenvolvimento brasileiro. Esta taxa de câmbio leva ao desequilíbrio comercial no momento em que a economia voltar a crescer. Por isso, é necessário manter a economia recessiva por meio de uma taxa de câmbio incri-

velmente alta. No passado, quando o Brasil tinha uma economia primário-exportadora, o câmbio valorizado acompanhado de tarifas elevadas sobre os produtos importados era uma estratégia de taxar a exportação de produtos primários, já que os governantes não tinham condições políticas para taxar esses produtos diretamente. Por isso, os exportadores de café, principalmente, falavam em “confisco cambial”. Hoje o Brasil é um país exportador de manufaturados. Uma taxa de câmbio valorizada é mortal para a economia brasileira.

Por que, então, não se desvaloriza o câmbio? Basicamente por receio de que a desvalorização provoque um choque inflacionário, que, no limite, poderá neutralizar a desvalorização real. Especialmente quando a economia está superaquecida, como estava no primeiro ano após a introdução do Plano Real, a tentativa de desvalorização real era perigosa. A recessão afinal alcançada no segundo semestre de 1995 não foi aproveitada para se proceder a desvalorização. As autoridades econômicas estão preferindo conviver com uma certa recessão e com altas taxas de juros para não incorrer no risco de uma retomada da inflação. Convém lembrar, porém, que realizar política econômica em países instáveis, que ainda não saíram definitivamente da crise, implica em correr riscos. Riscos que o presidente Fernando Henrique Cardoso teve a coragem de enfrentar quando lançou a URV e em seguida o Real. Riscos que devem ser calculados e medidos, mas que não podem ser evitados, já que a retomada do desenvolvimento é uma prioridade para a sociedade brasileira.

NOTAS

¹ Ver capítulo 22.

² Ver Lara Resende e Arida (1984), Lara Resende (1984), Arida (1983).

³ Ver Lara Resende (1992).

⁴ Sobre o Plano Real, ver Gustavo Franco (1995), Jeffrey Sachs e Álvaro Zini (1995), Gesner de Oliveira (1996), João Paulo Reis Velloso (org.) (1994, 1996), Bresser Pereira (1996a), Batista Jr. (1996).