

# Plano Bresser: a versão de otênização

---

FRANCISCO L. LOPES

**B**resser-Pereira nunca teve medo de questionar o pensamento convencional sobre os grandes problemas nacionais. No início dos anos 1980, compartilhávamos a mesma inquietude com relação à inflação brasileira. Não nos convencia o diagnóstico monetarista simplista de que a inflação era apenas o resultado direto da criação excessiva de moeda, em decorrência do déficit público. Era evidente que a própria quantidade de moeda e de seus substitutos próximos (a chamada quase-moeda) se tornara uma variável endógena na economia cronicamente inflacionada, uma variável endógena muito mais que um determinante exógeno.

Concordávamos quanto à ineficácia de uma política de combate à inflação baseada apenas em controle monetário, tanto na versão gradualista mais usual quanto na versão radical do “choque ortodoxo”, proposto por Octavio Gouvêa de Bulhões. Nosso diagnóstico era que a inflação crônica tinha um caráter preponderantemente inercial, ou seja, a inflação passada era a principal causa da inflação presente. Conseqüentemente, só poderia ser combatida através de uma atuação eficaz sobre os mecanismos de gera-

ção e sustentação da inércia, isto é, sobre os mecanismos formais e informais de indexação de salários, aluguéis, preços públicos, valores patrimoniais e ativos financeiros, além das práticas generalizadas de repasse automático de aumentos de custos para preços.

Quando assumiu o Ministério da Fazenda, ao final de abril de 1987, Bresser não podia deixar de se inquietar com o quadro macroeconômico que resultara do colapso do Plano Cruzado. O país estava em moratória externa, com inflações mensais da ordem de 20% e um gatilho salarial em operação. Logo na primeira semana de sua gestão, convocou-me a Brasília, pedindo que trabalhasse informalmente com sua equipe no desenho de um novo plano de estabilização, uma nova tentativa “heróica” (como costumava dizer) para enfrentar o descontrole inflacionário. Desse trabalho, realizado ao longo de dois meses, basicamente em colaboração com Yoshiaki Nakano e o próprio Bresser, surgiu o Plano Bresser de junho de 1987. Mas o que pouca gente sabe é que, até três dias antes do seu lançamento, o plano de estabilização em que estávamos trabalhando era um plano de otenização, com um desenho bastante diferente do que foi finalmente adotado.<sup>1</sup>

O objetivo desta nota é apresentar essa versão de otenização do Plano Bresser, que até hoje nunca foi divulgada, tentando avaliar os possíveis benefícios e desvantagens que poderiam ter resultado de sua adoção.<sup>2</sup> O apêndice 1 apresenta o esboço de decreto-lei na forma em que estava no último estágio da discussão, antes da decisão de abandoná-lo.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Em Lopes (1989, cap. 8), relatei com algum detalhe a fase final do processo de elaboração do Plano Bresser. O apêndice 2, ao final deste texto, reproduz o trecho relevante do livro.

<sup>2</sup> A idéia de otenização foi introduzida no debate sobre política de estabilização no Brasil por Arida (1984). O tema foi também aprofundado por Lara-Resende (1984), Arida e Lara-Resende (1985), Simonsen (1984) e Lopes (1984a), entre outros. Ver Lopes (1989, cap. 6), para mais detalhes sobre a origem da idéia e seu desenvolvimento.

<sup>3</sup> Nas intensas discussões ao longo da semana que antecedeu o lançamento do Plano Bresser, surgiram diversas propostas de modificação desse esboço. Marcos Milliet, então presidente do Banco Central, chegou a propor a criação formal de uma nova unidade monetária, a DOTN, a exemplo do que ocorreu, sete anos depois, com a URV do Plano Real.

## O esquema de otenização

O plano tratava basicamente de preços, salários e aluguéis. Quase não havia referência à política cambial ou a bancos e sistema financeiro. Não se pretendia uma reforma monetária que substituísse o cruzado pela OTN.

A intenção era apenas “organizar” a dinâmica de preços, salários, aluguéis e valores nominais, de modo a obter uma relativa estabilidade de valores e preços em unidades de OTN, a despeito da permanência da inflação crônica nos valores e preços em cruzados. A partir dessa dinâmica organizada em termos de preços em OTN, seria produzida uma convergência gradual para a estabilidade de preços em cruzados. O instrumento para isso seria a regra de formação do valor em cruzados da OTN.

As principais características do esquema de otenização podem ser resumidas em cinco itens, mais a regra de formação do valor da OTN.

### *Uso da OTN como moeda de conta*

Seria facultativo o uso da OTN “em todas as expressões pecuniárias que se traduzem em moeda nacional”, inclusive preços, balanços e contratos, com exceção de cheques sobre depósitos à vista (arts. 1º e 2º).<sup>4</sup>

Seria obrigatório o uso da OTN, mas sem excluir o uso facultativo simultâneo de valores em cruzados, em todos os contratos e registros comerciais, notas fiscais, materiais de publicidade, etiquetas e tabelas de preços de valor superior a meia OTN. O CIP e a Sunab poderiam exigir a impressão do valor em OTN da mercadoria nas embalagens, etiquetas de fábrica, listas ou tabelas de preços (arts. 13 a 15).

### *Congelamento e controle de preços em OTN*

Haveria um congelamento inicial dos preços em cruzados por apenas 45 dias, seguido de um congelamento *soft* dos preços em OTNs, que pro-

---

<sup>4</sup> No que se segue, são indicados entre parênteses os artigos relevantes do decreto-lei apresentado no apêndice 1.

duziria um reajuste automático dos preços em cruzados, em função da regra de formação do valor da OTN (arts. 11 e 12).

A partir do fim do congelamento, passaria a existir um regime de controle de preços em OTN no contexto de um Sistema Nacional de Administração de Preços, com reavaliações periódicas, em bases anuais, dos preços em OTN, mas também a possibilidade de reavaliações mais frequentes (arts. 16 e 17).

### *Estabilidade de salários e aluguéis em OTN*

Os salários e aluguéis seriam pagos de acordo com valores de referência em unidades de OTN, calculados com base nos valores reais médios dos últimos seis meses. Ficaria extinto o gatilho salarial instituído pelo Plano Cruzado (arts. 18 a 22).

### *Tablita para conversão em OTN das obrigações prefixadas*

As obrigações preexistentes em cruzados sem cláusula de correção monetária ou com correção monetária prefixada seriam convertidas em obrigações em OTN (portanto, com correção monetária pós-fixada em cruzados). Seria utilizada uma tabela de fatores diários de conversão (conhecida na época como "tablita", a partir da sua utilização anterior na Argentina), que embutiria uma inflação mensal de 18%. Nada era dito sobre obrigações com correção monetária pós-fixada: ficaria a cargo do Conselho Monetário Nacional baixar normas para esse caso e para administrar a adaptação dos mercados financeiros e de capitais ao novo ambiente (arts. 23 e 24).

### *Vetor do IPC*

O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), calculado pelo IBGE, seria redefinido, de modo a evitar que a taxa de inflação do primeiro mês posterior ao congelamento fosse contaminada por uma ilusão estatística, resultante da metodologia usual de cálculo de índice de preços com base em

médias mensais de preços. Isto exigiria que o IPC de junho de 1987 fosse calculado de modo que as variações de preços ocorridas antes do início do congelamento tivessem impacto apenas no índice do próprio mês – isto é, junho –, sem causar reflexo estatístico no mês subsequente, julho (arts. 25 e 26). Ver o apêndice 3 para uma discussão detalhada.

### A regra de formação da OTN

A principal idéia do plano era que, com a dinâmica inflacionária “organizada” de modo a garantir uma razoável estabilidade dos valores em OTN de preços, salários e aluguéis, seria possível coordenar uma convergência gradual para a estabilidade de preços em cruzados, através da regra de evolução do valor em cruzados da OTN. Ou seja, a otenização seria essencialmente um esquema de coordenação de preços e custos, que possibilitaria a redução gradual da inflação sem distorções significativas nos preços relativos ou nos salários reais. Toda a estrutura de preços e rendimentos seria ancorada na unidade de conta OTN e a estabilização dos preços em cruzados resultaria da evolução no tempo da “taxa de câmbio” entre a OTN e o cruzado.

A regra de formação do valor em cruzados da OTN está definida nos arts. 3º a 10. Em princípio, esse valor seria corrigido no primeiro dia de cada mês, permanecendo fixo até o início do mês seguinte (art. 3º). Mas contemplava-se, também, a possibilidade de correções intermediárias dentro do mês (art. 4º), a critério do Conselho Monetário Nacional. Isto aumentaria a eficiência da OTN como unidade de conta, provavelmente aumentando o grau de adesão dos agentes econômicos ao esquema de otenização (como ocorreu no Plano Real, sete anos depois), mas representava uma idéia temerária para a época. Vale lembrar que em 1987 a economia brasileira ainda não havia atingido o estágio de utilização de indexadores diários, como a OTN fiscal ou BTN fiscal.

Nos quatro primeiros meses do programa, isto é, junho, julho, agosto e setembro de 1987, a correção mensal da OTN – realizada sempre no primeiro dia do mês – seria igual à variação percentual do IPC no mês anterior

(arts. 6º a 8º).<sup>5</sup> Nessa fase, a indexação produzida pelo esquema seria neutra, tendendo meramente a perpetuar a taxa de inflação existente. Possivelmente a inflação teria abrandado um pouco com o congelamento inicial dos preços em cruzados (de apenas 45 dias), mas este não seria o instrumento principal da estabilização. O congelamento teria apenas uma função política, buscando justificar as mudanças de regras para salários, aluguéis e contratos em geral. Essa fase inicial do programa (à semelhança da fase da URV, no Plano Real) tentaria apenas implantar e legitimar o esquema de otenização, com o objetivo de organizar a dinâmica inflacionária.

A desinflação começaria efetivamente a partir do quinto mês, outubro de 1987, quando a correção mensal da OTN passaria a ser calculada pela soma de dois fatores, denominados fator de inércia e fator de ajuste (art. 10). O fator de inércia seria igual a 80% da variação percentual do IPC no mês anterior. O fator de ajuste seria nulo entre outubro e dezembro de 1987, mas em seguida seria igual à diferença entre a inflação do mês anterior e a correção do valor da OTN aplicada no mesmo mês. Ou seja, o fator de ajuste teria o objetivo de corrigir integralmente qualquer erro cometido na fixação do valor da OTN no mês anterior. Dessa forma, seria evitada a crítica de que apenas parte da inflação anterior estaria sendo repassada à OTN através do fator de inércia.<sup>6</sup>

Por exemplo, para o mês de fevereiro de 1988 o fator de inércia seria igual a 80% da taxa de inflação apurada para o mês de janeiro de 1988. O fator de ajuste seria a diferença entre a inflação do IPC em janeiro de 1988 e a correção da OTN aplicada no início daquele mês. Somando o fator de inércia ao fator de ajuste, teríamos o percentual de correção da OTN no início de fevereiro.

---

<sup>5</sup> O decreto-lei parece ter ficado omissivo em relação ao tratamento a ser dado à variação da OTN em junho de 1987, o mês de lançamento do plano, mas é lógico que a intenção era manter a regra anteriormente vigente de correção da OTN.

<sup>6</sup> O que, de fato, seria verdade na regra aplicada ao longo dos meses de outubro a dezembro de 1987, quando o fator de ajuste seria nulo. Isto provavelmente era desnecessário e este aspecto do plano certamente teria sido muito criticado, mas sempre haveria a possibilidade de corrigir posteriormente qualquer subestimativa inicial, através de uma modificação no cálculo do fator de ajuste. O art. 10 do decreto mantinha aberta a possibilidade de alteração das fórmulas de cálculo dos fatores por ato do Poder Executivo.

## A dinâmica da estabilização

Uma questão que muito atormentou o grupo que estava preparando o plano de estabilização foi se a regra proposta para a formação da OTN realmente produziria uma queda consistente da taxa de inflação ao longo do tempo. Muito papel e tinta foi gasto (numa época em que ainda não era comum o uso de planilhas eletrônicas), para simular diferentes trajetórias de desinflação sob variadas hipóteses. Havia, em particular, a preocupação de que o fator de ajuste pudesse dificultar a queda da inflação.

Na realidade, a essência da dinâmica da desinflação nesse plano pode ser identificada com um modelo simples de duas equações. Indicando por  $p_t$  a taxa de inflação no mês  $t$  e por  $c_t$  a correção da OTN no início do mesmo mês, admitamos que:

$$p_t = \beta c_t + (1 - \beta) p_{t-1} \quad (1)$$

onde o parâmetro  $\beta$  (que tem valor entre zero e um) indica o grau de efetividade do esquema de otenização na determinação da dinâmica de preços da economia. Quando  $\beta$  é igual a um, a inflação é completamente determinada pela regra de formação da OTN; quando  $\beta$  é igual a zero, a regra da OTN é totalmente irrelevante e a inflação é totalmente determinada pela inércia inflacionária. Outros componentes do processo inflacionário, resultantes de pressões de custos ou demanda, são ignorados para simplificar a dinâmica do modelo.

A regra de formação da OTN estabelece que:

$$c_t = 0,8 p_{t-1} + (p_{t-1} - c_{t-1}) \quad (2)$$

onde o primeiro termo é o fator de inércia e o segundo o fator de ajuste.

Com um pouco de manipulação algébrica, podemos reduzir essas duas equações a:

$$p_t = [\beta p_{t-1} + (1 - \beta) p_{t-2}] - 0,2 \beta p_{t-1} \quad (3)$$

que mostra que a trajetória de inflação resultante do plano pode ser decomposta em dois componentes. O primeiro é um componente inercial, definido pelo termo entre colchetes como uma média móvel das taxas de inflação nos dois meses anteriores. O segundo é um componente de desinflação, resultante do redutor introduzido na definição do fator de inércia da regra de formação da OTN. É fácil perceber que essa equação de diferenças finitas não tem solução com inflação positiva no longo prazo (isto é, se  $p_t = p_{t-1} = p_{t-2} = p^*$  então  $p^* = 0$ ). Ou seja, a dinâmica inflacionária induzida pelo esquema de otenização faria a taxa de inflação necessariamente convergir para um equilíbrio de longo prazo com taxa nula, ou seja, com estabilidade de preços.

Com adequadas condições iniciais, esta última equação gera sempre uma trajetória de queda consistente da taxa de inflação.<sup>7</sup> Era infundado o temor de que o fator de ajuste pudesse abortar, ou mesmo reverter, a desinflação, ainda que este fator realmente introduza um componente adicional de inércia no processo.<sup>8</sup>

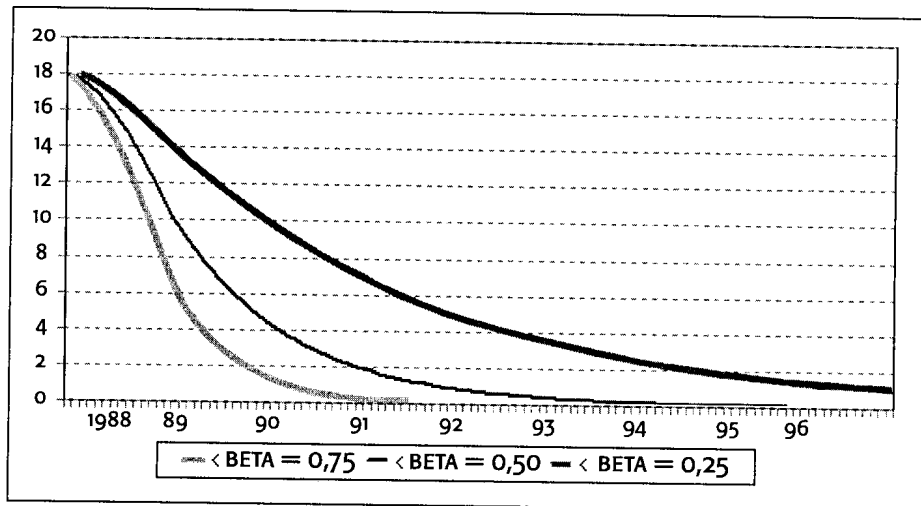
Neste modelo simples, a velocidade da desinflação depende apenas da dimensão do parâmetro  $\beta$ , que está associada ao grau de influência do esquema de otenização sobre o processo de formação dos preços. Um valor maior de  $\beta$  significa que os preços seguem mais perfeitamente a evolução da OTN. No limite, com  $\beta$  igual a um, a otenização seria perfeita. A figura a seguir simula algumas trajetórias de desinflação, para diferentes valores de  $\beta$ , partindo de uma inflação inicial estabilizada em 18% ao ano. Com  $\beta$  igual a 0,50, a taxa de inflação cairia para metade do valor inicial em um ano e meio, e para cerca de 10% do valor inicial no terceiro ano.

<sup>7</sup> Isto é, se  $p_{t-1} =$  ou  $< p_{t-2}$ , então a equação (3) garante que  $p_t < p_{t-1} - 0,2 \beta p_{t-1} < p_{t-1}$  qualquer que seja o valor de  $\beta$ .

<sup>8</sup> Sem o fator de ajuste, a equação (2) seria reduzida para  $c_t = 0,8 p_{t-1}$ , transformando (3) em  $p_t = (1 - 0,2 \beta) p_{t-1}$ . Isto mostra que a presença do fator de ajuste é responsável pelo termo com segunda defasagem da inflação na equação (3) do texto, o que obviamente opera como um elemento retardador da desinflação.



TRAJETÓRIAS DE DESINFLAÇÃO DA TAXA DE INFLAÇÃO EM 12 MESES PARA  
DIFERENTES VALORES DO PARÂMETRO BETA  
(POSIÇÃO INICIAL COM INFLAÇÃO ESTABILIZADA EM 18% AA)



Como é possível que a presença do fator de ajuste, cuja finalidade seria garantir o repasse integral da inflação passada na variação da OTN, não impedisse o declínio consistente da taxa de inflação em direção a zero? Isto parece incompatível com o resultado que obtivemos em Lopes (1994), que demonstra que a presença de um mecanismo de reposição integral da inflação num modelo de inflação inercial com redutores faz com que a taxa de inflação se estabilize no longo prazo em um nível mínimo maior que zero. A explicação para a aparente contradição é que, na realidade, a regra de formação da OTN não produziria uma reposição integral da inflação passada, no sentido da regra de *catching up* analisada por Lopes (1994), ainda que o fator de ajuste pudesse dar essa impressão.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Uma regra de *catching up* ou de reposição de picos exigiria que periodicamente a equação (2) fosse substituída por  $c_t = (\sum p_t) - (\sum c_{t-1})$  onde o número de termos dos somatórios seria definido pela periodicidade da reposição. Por exemplo, num regime de reposição a cada dois períodos, a equação (2) se aplicaria ao primeiro período, mas seria substituída por  $c_t = p_{t-1} + p_{t-2} - c_{t-1}$  no segundo período, e assim sucessivamente. Como está demonstrado em Lopes

A noção de reposição integral da inflação passada, que tanto dominou as discussões políticas e jurídicas sobre os planos de estabilização no Brasil, tem a ver com a recomposição de picos prévios de renda real, não com a manutenção da renda real constante ao longo da desinflação.<sup>10</sup> Na realidade, no modelo composto pelas equações (1) e (2), a estabilidade do valor real da OTN no longo prazo depende apenas do parâmetro  $\beta$  da equação (1) – a equação de formação de preços –, independentemente da equação (2) – a equação de indexação para OTN, rendimentos ou salários.<sup>11</sup> Isto é um resultado pouco compreendido, mas que se aplica a todos os modelos de inflação inercial com uma equação de preços e uma equação de salários (ou rendas): o salário real é determinado pela equação de preços e a taxa de inflação é determinada pela equação de salários.<sup>12</sup>

O fato de que a regra de formação da OTN da equação (2) permitiria a desinflação consistente da economia, apesar de corrigir integralmente a cada mês qualquer erro que houvesse sido cometido na fixação do valor da OTN no mês anterior, seria talvez o grande “truque” do programa. Ele ficaria defendido da crítica de que apenas parte da inflação anterior estaria sendo repassada à OTN, mas sem precisar criar uma inércia de *catching up* (ou de

---

(1994), neste caso a taxa de inflação de longo prazo seria sempre positiva, ainda que tão menor quanto mais longo fosse o período entre reposições sucessivas. Ou seja, a taxa de inflação de longo prazo seria menor se o *catching up* ocorresse em base anual do que se ocorresse em base semestral. Mas basta que exista inércia de reposição com período finito, para que o sistema deixe de convergir para inflação zero.

<sup>10</sup> Ver, por exemplo, Lopes (1984a).

<sup>11</sup> A prova da proposição é simples. Da equação (1) podemos derivar  $(\Sigma p_t) = \beta (\Sigma c_t) + (1-\beta) (\Sigma p_{t-1})$ , onde os somatórios devem ser entendidos como de horizonte infinito a partir do lançamento do programa de estabilização. Por definição, temos  $(\Sigma p_t - \Sigma p_{t-1}) = p^* - p_0$ , onde  $p^*$  é a taxa de inflação de longo prazo e  $p_0$  é a taxa de inflação anterior ao início do programa. Conseqüentemente, obtemos:

$$(\Sigma c_t) - (\Sigma p_t) = [(1-\beta) / \beta] (p_0 - p^*)$$

Como a desinflação faz com que  $(p_0 - p^*) < 0$ , a estabilidade do valor real da OTN (que corresponde a um valor nulo para o termo do lado esquerdo da equação) ocorre somente se  $\beta = 1$ , isto é, se o esquema de indexação for 100% efetivo. O principal, porém, é notar que essa estabilidade não depende em nada da equação (2).

<sup>12</sup> Ver Lopes (1984b).

reposição de picos prévios), que poderia ser fatal para o objetivo de estabilização no longo prazo.

## Conclusão

Em Lopes (1989), descrevi com algum detalhe a fase final do processo de elaboração do Plano Bresser, num texto que reproduzo no apêndice 2. Relatei como, na véspera do lançamento do plano, fui acometido por uma crise de pânico e como, na última hora, decidimos adotar um esquema de congelamento semelhante ao Plano Cruzado, mas com a grande diferença de substituir o gatilho salarial pelo mecanismo da URP. Esse mecanismo – que foi a principal novidade do programa – fixava aumentos mensais de salários ao longo de cada trimestre (a partir do início do plano), com base na inflação média observada no trimestre anterior. Em princípio, a URP deveria ser aplicada tanto a preços quanto a salários, à semelhança do que aconteceria com a OTN na versão de otenização do programa, mas na prática sua aplicação ficou restrita aos salários.

O Plano Bresser reduziu a taxa de inflação do IPCA (sem vetor) de 19,7% em junho para 9,2% em julho e 4,9% em agosto. Em seguida, a taxa voltou a subir, registrando 7,8% em setembro e 11,2% em outubro. Ao final do ano estava em 14,1%, chegando a 18,9% em janeiro de 1988.

Como avaliar esse resultado? A avaliação tradicional é de que foi apenas mais uma experiência fracassada de congelamento, mas minha opinião é diferente. A rigor, não sinto necessidade de alterar em nada a avaliação positiva que publiquei em Lopes (1989), mesmo à luz de toda a experiência que acumulamos em matéria de combate à inflação ao longo das duas últimas décadas. O Plano Bresser foi construído com objetivos limitados, que pareciam adequados à conjuntura econômica e à realidade política da época, e os cumpriu satisfatoriamente.

Mas o que poderia ter acontecido se a versão de otenização tivesse sido adotada? Na realidade, sinto-me menos seguro em relação ao que publiquei sobre isto em Lopes (1989). Aquela avaliação, escrita em 1988, reproduz a linha de raciocínio e as dúvidas que me levaram à crise de pânico em junho

de 1987 e que terminaram abortando o programa de otenização. Mas qual seria minha reação hoje a essas dúvidas e inseguranças? Teria sido melhor para o país se a versão de otenização do Plano Bresser tivesse sido implementada?

Minha análise de 1988 destacou duas dúvidas. A primeira era que a aplicação de um redutor na OTN poderia destruir sua legitimidade como indexador se a inflação não declinasse rapidamente e, se isso ocorresse, a adesão ao esquema de otenização ficaria comprometida. Mas essa dificuldade seria mais grave com relação à aplicação da OTN nos mercados financeiros (onde, de qualquer forma, estava limitada a alguns contratos e obrigações de longo prazo do setor público) do que com relação à sua aplicação a preços e salários. Neste último caso, o fator de ajuste deveria ser suficiente como garantia de que o esquema não produziria perdas permanentes de renda real.

A segunda dúvida dizia respeito ao potencial desestabilizador do fator de ajuste. O temor era que uma seqüência de choques inflacionários pudessem produzir uma aceleração da taxa de inflação durante alguns meses, suficiente para destruir a credibilidade do programa de estabilização. Mas na realidade a equação (3) mostra que o fator de ajuste teria apenas o efeito de amortecer a propagação de um choque adverso sobre a dinâmica inflacionária, sem afetar seu impacto final.<sup>13</sup>

De fato, a vulnerabilidade a choques adversos é uma fragilidade de qualquer estratégia gradualista de combate à inflação e significa apenas que é necessário contar também com o fator sorte. Quanto mais gradualista o programa, maior o risco de perda de credibilidade devido a choques adversos sobre os preços. Isto apenas sugere que se deveria usar no fator de inércia o maior redutor possível, considerando as naturais resistências nas áreas política e sindical, complementando-o com um congelamento temporário,

---

<sup>13</sup> Sem o fator de ajuste, esta equação ficaria reduzida a  $p_t = (1 - 0,2\beta) p_{t-1}$ . Neste caso, um choque inflacionário representado por um fator aditivo na equação (1) em  $t = 0$  teria um impacto maior sobre a inflação de  $t = 1$  do que se estivesse valendo a equação (3). O impacto final do choque sobre a inflação a partir de  $t = 2$  seria, entretanto, igual nos dois casos.

de modo a garantir que, pelo menos nos primeiros meses do programa, a taxa de inflação seria de fato declinante. Isto era exatamente o que se pretendia na versão de otenização do Plano Bresser.

Se desconsiderarmos essas duas dúvidas, a proposta de otenização parece merecer uma avaliação bem mais favorável. Certamente ela teria produzido melhores resultados que o Plano Bresser, pois afinal o esquema da URV era apenas um mecanismo de reprodução inercial da inflação, sem qualquer redutor, ao passo que a regra de formação do valor da OTN teria um efeito redutor permanente sobre a taxa de inflação. Um melhor desempenho no esforço de estabilização teria permitido uma permanência mais longa de Bresser no ministério e talvez a construção de um capital de credibilidade que permitisse um programa mais consistente e duradouro, com avanços na área fiscal, na renegociação da dívida externa, na montagem de instituições sólidas de política monetária (como o Copom), no saneamento do sistema financeiro (Proer e saneamento de bancos públicos estaduais) e, até mesmo, no regime cambial (livre flutuação).

Ao pensar em como poderia ter evoluído no médio prazo o Plano Bresser se a versão de otenização tivesse sido adotada, vemos logo o que provavelmente teria sido sua maior fragilidade: a ausência de uma base política sólida para sustentar uma linha consistente de política econômica por longo período de tempo. A experiência dos dois mandatos de Fernando Henrique, somada à do início do governo Lula, confirmou nossa antiga suspeita de que a estabilização seria necessariamente uma prova de resistência de longo alcance, exigindo algo como uma década de políticas persistentes e impopulares para se consolidar (1994-2004?). É difícil imaginar como isso poderia ter sido realizado com os presidentes Sarney e Collor.

Como a versão de otenização do Bresser se compara ao Plano Real? Os dois planos usavam a mesma idéia de otenização, mas de forma diferente. No Plano Real, a otenização foi usada apenas na fase de transição da URV e, em seguida, a desindexação por meio da reforma monetária fez o sistema saltar para uma indexação anual de salários e rendimentos. Na versão de otenização do Plano Bresser, não se contemplava uma reforma monetária e a indexação em base mensal seria perpetuada pela regra de formação da

OTN. O Plano Real foi certamente mais bem concebido, porém as diferenças não me parecem decisivas. Eram certamente menos importantes do que as diferenças entre os contextos políticos em que os dois planos teriam de ser lançados. Outra diferença decisiva estava na situação das contas externas. O sucesso do Plano Real dependeu crucialmente da âncora cambial, que provavelmente seria insustentável com as condições de dívida externa e balanço de pagamentos existentes em 1987.

Estas últimas considerações sugerem uma questão final. Se a versão de otenização do Plano Bresser tivesse sido tentada em 1987 e eventualmente abandonada, teria isto inviabilizado o Plano Real de 1994? Certamente uma otenização fracassada no governo Sarney poderia ter queimado a idéia, inviabilizando para sempre um esquema do tipo URV no Brasil. Considerando todos os riscos e possibilidades, talvez tenha sido mesmo melhor que a versão de otenização do Plano Bresser nunca tenha sido tentada.

### Referências bibliográficas

ARIDA, Pérsio. Neutralizar a inflação: uma idéia promissora. *Economia em Perspectiva*, Conselho Regional de Economia de São Paulo, set. 1984.

\_\_\_\_\_; LARA-RESENDE, André. Inertial inflation and monetary reform in Brazil. In: WILLIAMSON, John (Ed.). *Inflation and indexation*. Washington: Institute for International Economics, 1985. Reproduzido em: ARIDA, Pérsio (Org.). *Inflação zero: Brasil, Argentina, Israel*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

LARA-RESENDE, André. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. *Gazeta Mercantil*, 26 set. 1984. Reproduzido como Texto para Discussão n. 75, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia.

LOPES, Francisco. Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. *Revista da Anpec*, nov. 1984a. Reproduzido em: *O choque heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária*. Rio de Janeiro: Campus, 1986. cap. 18.

\_\_\_\_\_. Sistemas alternativos de indexação salarial: uma análise teórica. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, abr. 1984b. Reproduzido em: *O choque heterodoxo*:

*combate à inflação e reforma monetária*. Rio de Janeiro: Campus, 1986. cap. 12.

\_\_\_\_\_. *O desafio da hiperinflação: em busca da moeda real*. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

\_\_\_\_\_. Inertial inflation and the failure to stabilize. *Revista Brasileira de Economia*, v. 48, n. 4, p. 519-527, out.-dez. 1994.

SIMONSEN, Mario Henrique. Desindexação e reforma monetária. *Conjuntura Econômica*, nov. 1984.

## **Apêndice 1**

### **O decreto-lei**

#### **Da expressão de valores pecuniários em OTN**

Art. 1º. É facultativo o uso de unidades da Obrigação do Tesouro Nacional (OTN) nas demonstrações contábeis e financeiras, nos balanços, nos títulos, nos preços, nos precatórios, nos valores de contratos e em todas as expressões pecuniárias que se traduzem em moeda nacional, ressalvadas as restrições definidas pelos parágrafos deste artigo.

§1º. Os cheques e quaisquer outros registros relativos a depósitos à vista no sistema financeiro continuarão sendo expressos exclusivamente em unidades da moeda nacional – o cruzado.

§2º. Os orçamentos públicos somente poderão ser expressos em cruzados, devendo entretanto ser também estimados em unidades de OTN, depois de eliminado o efeito da projeção inflacionária implícita sobre o saldo de despesas e remanescentes de receitas, de maneira a adaptá-los à estabilidade dos preços, quando expressos em unidades de OTN.

Art. 2º. Os valores pecuniários em unidades de OTN escrever-se-ão seguidos do símbolo \$OTN.

#### **Do valor da Obrigação do Tesouro Nacional**

Art. 3º. O valor da OTN será sempre corrigido à zero hora do primeiro dia de cada mês.

Art. 4º. O Conselho Monetário Nacional poderá estabelecer, por períodos limitados de tempo, a correção do valor da OTN por períodos inferiores a um mês.

Art. 5º. A variação percentual do valor da OTN em cada mês será sempre aferida através da comparação entre o valor da OTN no último dia do mês e o valor da OTN no último dia do mês imediatamente anterior.

Art. 6º. A variação percentual do valor da OTN em julho de 1987 será igual à variação percentual em junho do índice de preços ao consumidor (IPC) da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Art. 7º. A variação percentual do valor da OTN em agosto de 1987 será igual à variação percentual do IPC em julho de 1987.

Art. 8º. A variação percentual do valor da OTN em setembro de 1987 será igual à variação percentual do IPC em agosto de 1987.

Art. 9º. A partir de outubro de 1987, a variação percentual do valor da OTN em cada mês será calculada somando-se o fator de inércia do mês, que corresponde ao objetivo de redução da inflação, com o fator de ajuste do mês.

§1º. O fator de inércia do mês será igual a 80% (oitenta por cento) da variação percentual do IPC no mês imediatamente anterior.

§2º. O fator de ajuste do mês assumirá valores positivos, quando a inflação verificada for maior do que a correção monetária da OTN, ou negativos, quando a inflação verificada for menor do que a correção monetária da OTN.

§3º. O fator de ajuste do mês será igual à diferença, no mês imediatamente anterior, entre a variação percentual do IPC e a variação percentual do valor da OTN no mesmo mês.

§4º. O fator de ajuste será nulo nos meses de outubro, novembro e dezembro de 1987.

Art. 10. A fórmula de cálculo dos fatores de inércia e ajuste, especificadas no art. 9º, poderá ser alterada por ato do Poder Executivo.

### Dos preços

Art. 11. Ficam congelados todos os preços em cruzados a partir de 15 de junho de 1987 e até 31 de julho de 1987.



§1º. O congelamento se baseará nos preços à vista efetivamente praticados à zero hora de 12 de junho de 1987, exceto no caso de aumentos anteriormente autorizados pela Seap, CIP ou Sunab.

§2º. O Ministério da Fazenda fixará normas para a conversão dos preços a prazo em preços à vista, com eliminação da correção monetária implícita.

§3º. O congelamento previsto neste artigo se equipara, para todos os efeitos, a tabelamento oficial de preços, podendo ser suspenso ou revisto, total ou parcialmente, por ato do Poder Executivo.

§4º. A Secretaria Especial de Administração de Preços (Seap), o Conselho Interministerial de Preços (CIP), a Superintendência Nacional de Abastecimento (Sunab), órgãos do Ministério da Fazenda, o Conselho Nacional de Defesa do Consumidor, a Polícia Federal e órgãos do Ministério da Justiça exercerão vigilância sobre a estabilidade de todos os preços, incluídos, ou não, no sistema oficial de controle.

§5º. Ficam os ministérios da Justiça e da Fazenda autorizados a estabelecer imediatamente com os governos dos estados, municípios e Distrito Federal, mecanismos para a fiel aplicação deste decreto-lei nas áreas de suas respectivas competências e para a defesa dos consumidores.

Art. 12. A partir de 1º de agosto de 1987, todos os preços em cruzados de mercadorias ou serviços poderão ser corrigidos, em cada período consecutivo de 30 dias, em percentual no máximo igual à variação percentual do valor da OTN no mesmo período.

Parágrafo único. O Ministério da Fazenda poderá estabelecer exceções à regra de reajuste de que trata este artigo, inclusive liberando, total ou parcialmente, os preços de setores altamente competitivos.

Art. 13. A partir de 15 de julho de 1987, todos os contratos e registros comerciais, inclusive notas fiscais, material de publicidade, notas de compra e venda, etiquetas e tabelas de preços nos comércios atacadistas e varejistas, que fazem referência a preços de mercadorias ou serviços de valor superior a uma OTN, serão obrigatoriamente expressos em unidades de OTN.

§1º. A conversão dos preços para unidades equivalentes de OTN far-se-á segundo a relação entre o valor ao qual o preço foi congelado e o valor da OTN de julho de 1987.

§2º. A obrigatoriedade da expressão em unidades de OTN, de que trata este artigo, não implica proibição da expressão simultânea de valores equivalentes em cruzados, desde que seja explicitada a data a que se refere à conversão do valor em unidades de OTN para o valor equivalente em cruzados.

§3º. Fica autorizado o Ministério da Fazenda a baixar normas relativas à aplicação deste artigo, podendo inclusive estabelecer isenções temporárias ou permanentes.

Art. 14. Fica autorizado o Conselho Interministerial de Preços (CIP) a exigir, no caso de produtos industriais, inclusive de valor menor do que uma OTN, a impressão do valor em OTN da mercadoria nas embalagens ou em etiquetas de fábrica.

Art. 15. Fica autorizada a Sunab a exigir, no caso de mercadorias e serviços, inclusive de valor inferior a uma OTN, a publicação das listas ou tabelas de preços expressos em unidades de OTN em local visível e de fácil acesso.

Art. 16. O valor em OTN dos preços incluídos no Sistema Nacional de Administração de Preços sofrerá reavaliações em base anual, que poderão significar aumento ou redução do preço em cruzado, em função de variações no custo de produção e produtividade.

§1º. O Sistema Nacional de Administração de Preços incorpora todas as normas atualmente existentes de controle e acompanhamento de preços da Secretaria Especial de Abastecimento e Preços (Seap), do Conselho Interministerial de Preços (CIP), da Superintendência Nacional de Abastecimento (Sunab) e de quaisquer outros órgãos públicos, e poderá ser revisto a qualquer momento por ato do Poder Executivo, em função da estabilidade dos preços ou de fenômeno conjuntural.

§2º. Em casos excepcionais, determinados por fenômenos conjunturais e a critério dos órgãos oficiais de controle de preços, poderão ser autorizadas até três reavaliações extraordinárias de preço antes que se cumpra o período normal de 12 meses entre duas reavaliações anuais consecutivas.

§3º. Nos primeiros seis meses posteriores ao início do congelamento, as reavaliações previstas neste artigo serão realizadas de forma extraordinária-

ria com o objetivo de corrigir desequilíbrios de preços relativos existentes no dia do congelamento.

§4º. As reavaliações extraordinárias de preços autorizadas pelo CIP procurarão corrigir os desequilíbrios de preços relativos resultantes das diferenças das datas, para diferentes setores, da última lista de preços protocolada e autorizada pelo CIP antes de 15 de junho de 1987.

§5º. As correções de preços previstas neste artigo não estarão sujeitas ao teto de variação percentual máxima igual à variação percentual da OTN estipulado no art. 12.

Art. 17. A elevação de qualquer preço em percentual superior à variação do valor da OTN no período decorrido desde o último reajuste deste mesmo preço, sem justificativa inequívoca decorrente das sistemáticas de reavaliação previstas no art. 16, ou de aumento excepcional e conjuntural de custos, sujeito a comprovação perante o poder público, configura crime contra a economia popular, sujeitando seu autor às sanções legais previstas na Lei Delegada nº 4.

#### **Dos vencimentos, soldos, salários, pensões e proventos**

Art. 18. Ficam extintos, a partir de 1º de julho de 1987, os reajustes pelo IPC dos salários, vencimentos, soldos, pensões, proventos de aposentadoria e remunerações em geral, do setor público ou privado, previstos no art. 20 do Decreto-lei nº 2.284, assim como os reajustes automáticos previstos no art. 21 do citado decreto-lei e regulamentados pelo Decreto-lei nº 2.302.

Art. 19. Todos os salários e vencimentos pagos por empresas, e as respectivas pensões e proventos de aposentadoria, serão, a partir de 1º de julho de 1987, pagos com base em valores de referência em unidades de OTN.

§1º. O valor de referência em unidades de OTN previsto neste artigo corresponde ao valor médio da remuneração real dos últimos seis meses, e será calculado multiplicando-se os salários em cruzados recebidos entre janeiro e maio de 1987, e o salário presumido de junho de 1987, pelos fatores de conversão em unidades de OTN de julho de 1987, definidos no anexo I,

que correspondem a cada um dos meses. Os valores resultantes deste cálculo serão somados e o total dividido por seis. Esta média aritmética definirá o valor de referência em unidades de OTN.

§2º. Para efeito do cálculo previsto no parágrafo anterior, o salário presumido de junho será igual ao salário efetivamente pago, acrescido do excedente inflacionário resultante da sistemática de reajuste automático prevista no parágrafo único do art. 1º do Decreto-lei nº 2.302, de 21 de novembro de 1986.

§3º. No caso dos contratos de trabalho celebrados após janeiro de 1987, será respeitado, onde for aplicável, o princípio de isonomia com as remunerações dos ocupantes de mesmo cargo ou função, com contratos de trabalho vigentes em janeiro de 1987, sem prejuízo, entretanto, das promoções por mérito ou aumentos salariais espontâneos ocorridos posteriormente.

§4º. As promoções ou aumentos por mérito obtidos por qualquer trabalhador após janeiro de 1987 serão excluídos da fórmula de cálculo prevista no §1º.

Art. 20. A negociação coletiva será ampla, respeitando as atuais database de negociação, e não estará sujeita a qualquer limitação que se refira à alteração do valor de referência em unidades de OTN do salário.

§1º. As empresas não poderão, sob qualquer pretexto, repassar aos preços de seus produtos ou serviços os aumentos salariais resultantes de alterações no valor de referência em unidades de OTN dos salários.

§2º. A aplicação de redutor, temporário ou permanente, aos valores em OTN dos salários somente será permitida mediante acordo coletivo, com aprovação de dois terços dos empregados, e no caso de empresas sofrendo de dificuldades econômicas ou financeiras.

Art. 21. Nos dissídios coletivos, frustrada a negociação a que se refere o artigo anterior, não será admitido aumento a título de reposição salarial, sob pena de nulidade da sentença.

Parágrafo único. Incumbe ao Ministério Público velar pela observância desta norma, podendo, para esse efeito, interpor recursos e promover ações rescisórias contra as decisões que a infringirem.

### **Dos aluguéis**

Art. 22. Os aluguéis residenciais e comerciais serão, a partir de 1º de julho de 1987, contratados e pagos com base em valores de referência em unidades de OTN.

Parágrafo único. Para os contratos em vigência, o valor de referência em OTN será calculado multiplicando-se o aluguel efetivamente pago no mês do último reajuste pelo fator de conversão em unidades de OTN de julho de 1987, definido no anexo I, que corresponde àquele mês, e aplicando-se em seguida o redutor de 0,6879. (Nota: Isto corresponde ao fator pico-média no caso de reajuste semestral projetado com inflação de 18% ao mês.)

### **Do mercado de capitais**

Art. 23. O Conselho Monetário Nacional, no uso das atribuições estatuídas pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, baixará normas destinadas a adaptar os mercados financeiros e de capitais ao disposto neste decreto-lei.

Art. 24. As obrigações de pagamento, expressas em cruzados, sem cláusula de correção monetária ou com cláusula de correção monetária prefixada, constituídas antes de 15 de junho de 1987, deverão ser convertidas em unidades de OTN relativas à data de seus vencimentos, dividindo-se o montante em cruzados pelo fator de conversão fixado no §1º.

§1º. O fator de conversão será diário e calculado pela multiplicação da paridade inicial, igual a um, cumulativamente por 1,005532 para cada dia decorrido a partir de 15 de junho de 1987. (Nota: Este fator corresponde a 18% ao mês para um mês de 30 dias.)

§2º. As taxas de juros estabelecidas nos contratos referentes às obrigações, de que trata este artigo, deverão incidir sobre os valores em cruzados, anteriormente à sua conversão em unidades de OTN.

### **Do Índice de Preços ao Consumidor**

Art. 25. O IBGE deverá calcular o IPC de junho de 1987 de modo que as variações de preços ocorridas antes do início do congelamento tenham impacto apenas no índice do próprio mês, sem causar reflexo estatístico no mês subsequente.

Parágrafo único. O IPC do mês de junho de 1987 utilizará apenas os preços observados no dia 15 de junho de 1987 ou, quando isto não for tecnicamente possível, a média dos preços observados na semana que se inicia no dia 15-6-1987, ou ainda a melhor aproximação estatística possível para alcançar o resultado estatístico previsto neste artigo.

Art. 26. A partir de julho de 1987, o IPC será calculado com base na média dos preços apurados entre o dia 15 do mês em curso e o dia 15 do mês imediatamente anterior.

#### ANEXO I

### Definição dos fatores de conversão em unidades de OTN de julho de 1987 de que tratam os arts. 19 e 22

Para fins do cálculo dos fatores de conversão em unidades de OTN de que tratam os arts. 19 e 22, será inicialmente definido o fator auxiliar, igual ao resultado da divisão do IPC de junho pelo valor da OTN de julho. A partir deste fator auxiliar, os fatores de conversão em unidades de OTN de julho de 1987 serão calculados da forma abaixo:

JULHO DE 1986	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO POR 104,72
AGOSTO DE 1986	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO POR 106,48
SETEMBRO DE 1986	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO POR 108,31
OUTUBRO DE 1986	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO POR 110,37
NOVEMBRO DE 1986	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO POR 114,00
DEZEMBRO DE 1986	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO POR 122,09
JANEIRO DE 1987	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO POR 142,86
FEVEREIRO DE 1987	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO POR ??? <sup>14</sup>
MARÇO DE 1987	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO POR ???
ABRIL DE 1987	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO POR ???
MAIO DE 1987	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO PELO IPC DE MAIO
JUNHO DE 1987	:	FATOR AUXILIAR DIVIDIDO PELO IPC DE JUNHO

---

<sup>14</sup> Os fatores a partir de fevereiro de 1987 ainda não haviam sido calculados quando essa versão do decreto foi elaborada.

## Apêndice 2

### A versão de otenização e o Plano Bresser

No dia 9 de junho de 1987, uma terça-feira, iniciou-se a fase final de preparação do Plano Bresser. Até então, eu tivera apenas quatro reuniões de trabalho, com o ministro Bresser e seu principal assessor, Yoshiaki Nakano, e uma reunião mais ampla, no fim de semana anterior, em que também estavam presentes o secretário-geral do Ministério da Fazenda, Mailson da Nóbrega, Andrea Calabi, da Secretaria do Tesouro, o presidente do Banco Central, Fernando Milliet, e seu diretor da dívida pública, Alkimar Moura, e Ricardo Santiago, que acabara de ser nomeado secretário executivo da Seap, o órgão do Ministério da Fazenda para coordenação do abastecimento e do controle de preços. Como havia no ar muitos boatos de novo congelamento, a preparação do plano vinha sendo feita, desde meados de maio, com uma quase obsessiva preocupação em relação ao sigilo.

Havia sido decidido que o novo programa de estabilização seria anunciado na sexta-feira, dia 12 de junho, de modo que naquela terça-feira era necessário iniciar o processo de acabamento do esboço do decreto-lei que eu e Nakano havíamos preparado. Isto exigia a ampliação do grupo de trabalho, para incluir outros membros da equipe econômica, e a consulta eventual a alguns economistas que não participavam do governo mas eram da confiança de Bresser. Com o aumento do número de pessoas envolvidas, a probabilidade de vazamento aumentava de forma preocupante e, àquela altura, só havia ainda chance de preservar o sigilo porque o decreto deveria ser anunciado em quatro dias.

O esboço de decreto-lei que tínhamos naquele momento previa um congelamento de preços por três meses, acoplado a uma otenização da economia. Os salários e aluguéis passariam a ser pagos de acordo com valores de referência em unidades de OTN, calculados com base nos valores reais médios dos últimos seis meses. As obrigações preexistentes em cruzados seriam convertidas em unidades de OTN, usando uma tabela de fatores de conversão, que embutia uma inflação mensal de 18%, a exemplo da tabela de conversão de cruzeiro para cruzado adotada pelo Plano Cruzado. Os

preços de mercadorias e serviços de valor superior a meia OTN teriam de ser obrigatoriamente expressos em cruzados e em unidades de OTN. A partir do quarto mês, quando terminava o congelamento inicial de preços, passar-se-ia a um regime de congelamento de preços em unidades de OTN, com a possibilidade de reavaliações eventuais dos preços relativos existentes no início do congelamento, ou para observar aumentos de custos em OTN, desde que devidamente comprovados junto ao poder público. A Sunab ficava autorizada a publicar listas ou tabelas de preços em OTN e o CIP poderia exigir, no caso de produtos industriais, a impressão do valor em OTN da mercadoria nas embalagens ou etiquetas de fábrica.

O decreto não contemplava uma mudança do padrão monetário nacional, que continuaria sendo o cruzado. A OTN funcionaria apenas como um indexador geral para preços, rendimentos e sistema financeiro, e isto, pensávamos nós, é algo que, de qualquer maneira, a própria inflação tende a fazer espontaneamente ao longo do tempo. A essência do plano estava, entretanto, na regra de determinação do valor em cruzados da OTN, que o Conselho Monetário Nacional poderia fazer variar em períodos inferiores a um mês. A regra era que a variação percentual do valor da OTN em cada mês seria calculada pela soma de dois fatores, que eram chamados de fator de inércia e fator de ajuste. A princípio, o fator de inércia seria igual a 80% da inflação do mês anterior, mas este percentual poderia ser alterado por ato do Poder Executivo. O fator de ajuste seria igual à diferença verificada no mês anterior entre a inflação e a variação da OTN. Ou seja, o fator de ajuste reperia automaticamente no mês seguinte qualquer subestimativa da OTN.

Naquela terça-feira, houve intensa discussão sobre o decreto e suas conseqüências, primeiro na casa do ministro da Fazenda, depois na do presidente do Banco Central. De noite, não consegui dormir bem e, na quarta-feira, levantei-me transtornado. Estava convencido de que a proposta não ia funcionar! O problema é que a otenização que estávamos contemplando era, na realidade, uma desotenzização. A tendência espontânea da economia de caminhar para o uso da OTN como unidade de conta alternativa ao cruzado só ocorria porque havia a percepção geral de que a OTN oferecia uma boa defesa para a erosão de valores resultante da alta de preços. A OTN



como moeda adequadamente indexada era um caminho natural para o repúdio ao cruzado desencadeado pela inflação alta. Se não existisse uma OTN com credibilidade, a fuga seria na direção do dólar paralelo, como de fato aconteceu em muitos outros países. Ao colocar um redutor na OTN, nossa proposta corria o sério risco de desmoralizar essa moeda alternativa. Se o programa funcionasse bem, com a taxa de inflação declinando uniformemente ao longo do tempo, não haveria problema. Se, entretanto, houvesse alguma dificuldade de execução e a inflação não declinasse, ou declinasse muito lentamente, a OTN perderia a credibilidade e a economia ficaria sem o seu último salva-vidas. Nesse caso, o risco de dolarização e hiperinflação passaria a ser muito maior.

Nossa fórmula para determinação do valor da OTN também me preocupava. Na segunda fase do plano, após o congelamento inicial, o fator de ajuste faria com que qualquer subestimativa na OTN fosse integralmente corrigida no mês seguinte. Como consequência, era perfeitamente possível que uma seqüência de choques inflacionários produzisse uma aceleração da taxa de inflação durante alguns meses. Isso poderia ser suficiente para destruir toda a credibilidade do programa de estabilização. Aliás, esta é a grande fragilidade das estratégias gradualistas de combate à inflação. Para manter a adesão dos agentes econômicos a regras de repasse apenas parcial da inflação passada, é necessário que a taxa de inflação seja declinante ao longo do tempo. Uma seqüência de choques inflacionários pode, em pouco tempo, destruir todo um longo trabalho de amortecimento gradual da alta de preços.

No café da manhã da quarta-feira, dia 10 de junho, comuniquei ao Bresser as minhas preocupações e sugeri que o lançamento do plano fosse adiado por um mês. Era necessário mais tempo, ponderei eu, para que todas as implicações do decreto fossem devidamente analisadas. A discussão tinha ficado restrita a um grupo muito reduzido de assessores. Parecia-me fundamental conversar também com alguns economistas mais experientes. O pessoal que tinha vivido na prática o dia-a-dia do Plano Cruzado, principalmente no Banco Central, não podia deixar de ser consultado. Com mais

um mês de trabalho, seria possível aperfeiçoar e modificar o plano e ter mais segurança quanto a seus resultados.

Bresser ficou assustado e disse-me que não havia possibilidade de atrasar o lançamento do choque por tanto tempo. O Palácio do Planalto já tinha sido informado e já começara a agir. A liderança do PMDB também já estava a par do que se planejava. Um adiamento poderia inviabilizar o plano. No máximo, seria possível postergar o lançamento para a segunda-feira seguinte, dia 15.

Naquele momento, entrei em pânico. O risco é muito grande, disse eu, e nós não temos a menor segurança de que esse esquema de otenização com redutores possa funcionar. Além disso, argumentei em desespero, o presidente da República não dera ainda o menor indício de que aceitaria as duas condições que estabelecêramos para fazer o choque: o cancelamento ou adiamento da Ferrovia Norte-Sul e a transferência da Sofi para o Ministério da Fazenda. (Sofi é a Secretaria de Orçamento e Finanças, que tem a responsabilidade de elaborar o orçamento da União. Sua transferência para a Fazenda significava esvaziar completamente o Ministério do Planejamento.) Minha conclusão foi categórica: eu não quero ser co-responsável pela eclosão da hiperinflação no Brasil; se o choque vai ser feito nessas condições, então não contem mais comigo.

Naturalmente, minha crise de insegurança teve um impacto terrível sobre a equipe que estava trabalhando no plano. Afinal, eu supostamente era o especialista em choques, que tinha a experiência de ter participado na elaboração do Plano Cruzado. Se o especialista tinha dúvidas sobre a proposta em consideração, como ficavam os outros? Aquela quarta-feira foi seguramente um dos dias mais desagradáveis da minha vida. Fiquei a tarde toda sentado na varanda da casa do ministro da Fazenda, apenas olhando para o jardim e para o lago Paranoá, firmemente decidido a abandonar a empreitada. Enquanto isso, a casa ficou cheia, com o pessoal da Fazenda e do Banco Central a discutir e fazer contas, no que parecia uma tentativa desesperada de ganhar segurança sobre a viabilidade da proposta.

Quando caiu a noite, Bresser reuniu toda a equipe e tentou restabelecer a calma e o moral do grupo. A situação econômica do país é da maior

gravidade, disse ele, e algo tem de ser feito imediatamente. Vamos examinar como o esboço de decreto-lei pode ser modificado para reduzir os riscos e viabilizar um plano de emergência viável. A essa altura, um membro do grupo fez uma observação inspirada. O governo, disse ele, parece um indivíduo que quer ir do Rio a Niterói. Em vez de tentar construir um avião Mirage que ele nem vai saber pilotar, por que a gente não o coloca simplesmente na barca Rio-Niterói?

Com essa nova postura, o trabalho da equipe voltou a render. A idéia de otenização foi abandonada. Ficou decidido que o plano seria simplificado ao máximo, contendo apenas um congelamento de três meses, sem mexer na correção monetária da OTN ou na política de desvalorização diária da taxa de câmbio. Haveria uma “tablita” de fatores de deflação para as obrigações preexistentes, a exemplo do que foi feito nos planos Austral e Cruzado, mas sem mudança de padrão monetário. Como regra de saída do congelamento, seria adotada uma sistemática de repasse gradual, como a que havia sido proposta e estudada pelo Eduardo Modiano, da PUC-Rio, e que veio a ser o mecanismo da URP. Paralelamente, o governo anunciaria a intenção de continuar combatendo o déficit público (o que, tendo em vista o ministro do Planejamento da época, dificilmente iria além da intenção) e de avançar na renegociação da dívida externa.

Na tarde de quinta-feira, dia 11 de junho, o esboço do novo plano estava pronto. Passei a noite seguinte em claro com Nakano, o consultor-geral da República e um brilhante assessor dele, que parecia ter na memória todas as leis existentes, e redigimos a versão definitiva do decreto-lei, que seria anunciado no dia seguinte. Trabalhávamos numa mesinha na copa da casa do ministro, com um microcomputador ligado em outro cômodo, onde eu ia digitando a versão final do decreto que o consultor-geral rabiscava em folhas soltas de papel. De manhã cedo, o decreto-lei estava pronto e, para o bem ou para o mal, a economia não seria mais a mesma no dia seguinte, depois que ele fosse promulgado.

Na minha opinião, o Plano Bresser, que foi o resultado final dessa aventura, deve ser motivo de orgulho para todos os que participaram da sua

elaboração. A noção de que o plano fracassou, que alguns colunistas de economia repetem até hoje, parece-me um completo equívoco. O plano tinha objetivos limitados e os cumpriu integralmente. Fez a taxa de inflação despencar dos 26% ao mês de junho para taxas mensais de um dígito nos seus primeiros cinco meses. Isso deu à economia condições para sair da grave recessão em que se encontrava e tirou o sistema financeiro de uma situação seriíssima de inadimplência generalizada. Para possibilitar o controle futuro do déficit público, foi gerado um autêntico choque de tarifas, que recompôs o preço real dos combustíveis, dos produtos siderúrgicos e da energia elétrica, os quais estavam fortemente defasados desde, pelo menos, a gestão Dornelles, em 1985. Pelo mesmo motivo, os preços mínimos agrícolas para a safra de 1987 receberam aumentos reais, que chegaram a 50% em alguns casos, de modo a compensar a volta da correção monetária no crédito agrícola. Também diversos preços controlados pelo CIP receberam recomposições significativas, como, por exemplo, os da indústria farmacêutica. Tudo isso naturalmente fez com que a taxa de inflação fosse ascendente no segundo semestre de 1987. De fato, desde o início do programa, nossa expectativa tinha sido a de que, por essas razões, a inflação estaria em torno de 10% ao mês em dezembro de 1987.

O início de 1988, quando a taxa de inflação mostrou certa tendência à estabilização, sugerindo que o realinhamento de preços relativos estava completado, teria sido tecnicamente o momento correto para lançar novo esforço no sentido de controlar a inflação. A possibilidade de um novo choque chegou a ser discutida pela equipe de Bresser em novembro de 1987. A conclusão, porém, é que não havia condições mínimas para isso. A credibilidade do governo só fazia cair e o orçamento da União para 1988 configurava um autêntico escândalo, inviabilizando qualquer meta de contenção do déficit público. Além disso, os reajustes salariais concedidos pelo próprio governo haviam produzido grandes desnivelamentos dentro da massa de salários, o que complicava muito o desenho de um novo plano de congelamento. Naquela situação, o melhor que Bresser tinha a fazer foi o que realmente fez: apresentar seu pedido de demissão.

### Apêndice 3

#### O vetor do IPC

Os arts. 25 e 26 traziam uma inovação que foi incorporada à versão definitiva do Plano Bresser e também copiada nos planos de congelamento posteriores (Verão e Collor). Essa inovação ficou conhecida pela denominação “vetor do IPC” e deu origem a grande controvérsia e a muitas decisões judiciais de reposição de “perdas passadas”, que em nossa opinião foram totalmente equivocadas.

O objetivo do vetor do IPC era evitar que a taxa de inflação do primeiro mês posterior ao congelamento fosse contaminada por uma ilusão estatística resultante da metodologia usual de cálculo do índice de preços. Nessa metodologia, a taxa de inflação entre um mês e o mês seguinte é calculada pela variação percentual entre os preços *médios* apurados nos dois meses. O problema está exatamente no uso de preços médios.

Se existe uma taxa de inflação constante de 18% ao mês e o mês tem 21 dias úteis, pode-se imaginar que a inflação por dia útil é da ordem de 0,8%. Se fosse possível apurar o valor do índice de preços a cada dia útil, partindo de um valor 100 no início do mês, chegaríamos ao valor 118 no final do mês e registraríamos uma média mensal próxima a 109. No final do mês seguinte, o índice diário atingiria o valor 139 (resultante de aplicar 18% sobre 118), com uma média, para o mês, próxima a 129. O instituto de pesquisa apuraria a inflação entre esses dois meses dividindo a média 129 pela média anterior, 109, obtendo os mesmos 18%.

Imagine-se, porém, que os preços foram congelados ao final do primeiro mês e que o congelamento funciona perfeitamente. O índice diário ficaria estabilizado no valor de 118 ao longo do segundo mês, registrando portanto uma média de 118. Não teria havido qualquer inflação neste mês, mas a taxa medida pelo instituto de pesquisa, com base nas médias mensais, resultaria da divisão de 118 por 109, ou seja, cerca de 8,5%. Um analista ingênuo (e provavelmente toda a mídia) poderia concluir que os preços haviam subido 8,5% após o congelamento, o que, como vimos, por hipótese não seria verdade. A inflação medida de 8,5% no mês de congelamento seria apenas uma ilusão estatística, produzida pela metodologia de construção

dos índices de preços a partir de médias, mensais. Em certo sentido, neste caso a própria metodologia de apuração da inflação estaria criando uma inércia inflacionária, que, a despeito da estabilização absoluta dos preços obtida (por hipótese) no curto prazo, poderia comprometer o sucesso da estabilização ao ser repassada em aumentos futuros de salários e outros custos.

O objetivo do vetor do IPC era o de eliminar essa “inércia metodológica”, alterando a forma de cálculo do índice de preços do mês anterior ao congelamento. O art. 25 do decreto-lei coloca isto explicitamente, ao estabelecer que o IPC de junho de 1987 deveria ser calculado “de modo que as variações de preços ocorridas antes do início do congelamento tenham impacto apenas no índice do próprio mês, sem causar reflexo estatístico no mês subsequente”.

No nosso exemplo numérico, isso teria de ser feito atribuindo o valor 118 (correspondente ao valor de fim de mês do índice diário) ao índice do mês anterior ao congelamento, ao invés de utilizar a média registrada de 109. Conseqüentemente, a taxa de inflação do mês anterior ao congelamento seria aumentada para cerca de 28% (equivalente a 1,18 multiplicado por 1,085) e a taxa de inflação do mês do congelamento cairia para zero, refletindo corretamente a estabilidade de preços.

Fica claro, portanto, que o vetor do IPC teria o efeito de reduzir a inflação medida no mês imediatamente posterior ao congelamento, quando comparada ao que seria registrado por um índice tradicional baseado em médias mensais, mas apenas na mesma magnitude em que *aumentaria* a inflação medida no mês imediatamente anterior ao congelamento. É um grande equívoco, portanto, pensar que o vetor faria desaparecer parte da inflação efetivamente ocorrida, ainda que esta, infelizmente, tenha sido a conclusão de muitos analistas econômicos, de toda a imprensa e do Judiciário, que mandou pagar as chamadas “perdas” do Plano Bresser e de outros planos de congelamento.

Talvez a impressão de que parte da inflação efetivamente ocorrida seria “garfada” do índice de preços tenha resultado da decisão de propor o congelamento no meio do período normal de apuração do índice de preços, isto é,

o congelamento começaria no dia 15 de junho. O período normal de apuração do índice seria de 1 a 30 de junho, mas, com o congelamento, a técnica do vetor exigia que esse índice fosse calculado a partir de preços observados no próprio dia 15, na semana posterior ao dia 15 ou “na melhor aproximação estatística possível”.

Mas como seria calculado o índice de julho? Uma opção seria calcular esse índice com preços médios apurados entre 15 de junho e 30 de julho, voltando a adotar o período normal de apuração, de 1 a 30, a partir de agosto. Mas isso teria o inconveniente de aumentar o período de apuração do índice de julho para 45 dias, em vez dos tradicionais 30 ou 31 dias.

A outra opção, que foi adotada tanto no decreto de otenização quanto na versão final do Plano Bresser, seria redefinir o período normal de apuração, de modo que o índice de julho fosse calculado com base nos preços médios apurados entre 15 de junho e 15 de julho, e assim por diante.

O que realmente ocorreu, portanto, foi que a inflação de junho foi calculada dividindo o índice “vetor” de preços do dia 15 de junho pela média apurada entre 1º e 31 de maio, e a inflação de julho foi calculada dividindo a média apurada entre 15 de junho e 15 de julho pelo índice “vetor” de preços do dia 15 de junho. De agosto em diante, as taxas de inflação foram calculadas com índices de preços médios apurados entre o dia 15 do mês anterior e o dia 15 do mês corrente, mas essa mudança de período de apuração produziu a impressão de que parte da inflação havia sido omitida, o que realmente não ocorreu.

Talvez parte da desconfiança na metodologia do vetor pudesse ter sido evitada se a data do congelamento fosse fixada para coincidir com o final do período de apuração. Por exemplo, se o congelamento fosse implantado em 30 de junho, a inflação de junho poderia ter sido calculada dividindo o índice “vetor” desse dia pelo índice dos preços médios apurados entre 1º e 31 de maio, e a inflação de julho seria calculada dividindo o índice de preços médios apurados entre 1º e 31 de julho pelo índice “vetor” do dia 30 de junho. Neste caso, não haveria mudança no período de apuração do índice, mas a inflação de junho absorveria todo o resíduo inflacionário produzido

pela metodologia do índice de preços, permitindo que a inflação de julho refletisse a realidade do congelamento.

A principal desvantagem dessa solução é que a inflação do mês anterior ao congelamento ficaria artificialmente sobrecarregada (subindo, em nosso exemplo, de 18 para 28%), o que poderia dar munição para uma desestabilização futura das expectativas. A solução proposta, e efetivamente adotada, que combinou o vetor do IPC com uma mudança do período de apuração, tinha a vantagem de evitar esse problema, pois o efeito estatístico do uso do vetor no cálculo da inflação do mês anterior ao congelamento era compensado pela redução da distância entre a data do vetor e o final do período de apuração anterior.