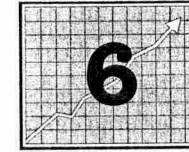


(continuação)

Medidas/Plano	Cruzado I — 28 de fev. de 1986	Bresser — 15 de junho de 1987	"Feijão com arroz" — jan. de 1988	Verão — 14 de jan. de 1989
Câmbio	Fixo ao valor de 28 de fevereiro — a balança comercial estava equilibrada.	Desvalorização de 9,5%. A taxa não é congelada. Houve desvalorização real da taxa cambial. Minidesvalorizações.	Desvalorização real visível nos megassuperávits da balança comercial.	Desvaloriza em 16,38%, ficando o câmbio, a partir daí, congelado. A taxa estipulada é de 1 Crz. Novo = 1 dólar.
Tablita	Para converter dívidas com vencimento posterior a data do plano.	Para atualizar dívidas estabelecidas antes da data do plano com expectativas de inflação superiores.	X	Para converter dívidas posteriores a 15 de jan. Juro real revisito.
Aluguéis	Reajuste semestrais para aluguéis residenciais e anuais com coeficiente determinado pelo governo para os aluguéis comerciais.	Aluguéis comerciais e residenciais congelados sem compensação pela inflação ocorrida desde o último reajuste.	X	Com o fim da OTN, aluguéis reajustados por índices próprios.
Indexação	Proibida por um ano. Fim da ORTN e criação da OTN — congelada por um ano.	Novo indexador URP para salários e tetos de preços de acordo com a política de congelamento (três fases).	X	Extintas a OTN a URP. Na prática, o indexador passava a ser o IPC ou o overnight — o maior. Criação da BTN. Junho: BTN fiscal-diária.
Cadernetas	Rendimento Trimestral	X	X	A partir de maio IPC + 0,5%.
Juros e Dívida externa	Acordo prévio com o FMI (1985). Juros prefixados para os 12 meses futuros. Moratória dos juros externos em fevereiro de 1987.	Juros mantidos elevados para reduzir demanda.	Suspensa moratória em jan. de 1988. Novo acordo com FMI.	Elevação do overnight para 25 e 30%. Reempréstimos suspensos por um ano.
Inflação	Próxima a zero nos primeiros meses. Agio, mudanças de índices. Cruzadinho: o índice de inflação exclui itens corrigidos. Expurgo não é aceito no Cruzado II. Dispara gatilho salarial.	Aumento das tarifas decretado pelo governo no início do plano + expectativa de novo congelamento fizeram com que os preços subissem às vésperas do Plano. Perspectiva de flexibilização (fase 2) permitiu repasses de preços.	Evitou no curto prazo explosão inflacionária. Manteve-se entre 16% a 18% ao mês nos três meses iniciais. Inflação se acelera depois de três meses.	Descrédito do governo + juros elevados + ajuste fiscal difícil (ano eleitoral) + flexibilização do congelamento + fim da OTN e URP eliminam âncora dos preços.

## Capítulo



# Privatização, Abertura e Desindexação: A Primeira Metade dos Anos 90

(1990-1994)

Lavinia Barros de Castro

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

Talleyrand, diplomata francês

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

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

## Introdução

A primeira metade dos anos 90 marca a posse do primeiro presidente eleito pelo voto direto, fato que não ocorria desde 1960 no país. A inflação havia ultrapassado 80% ao mês e a economia, que crescera a uma taxa média em torno de 7% entre 1930-80, há uma década se encontrava estagnada. Nesse contexto, é eleito, pelo povo brasileiro, Fernando Collor de Mello, numa operação de autêntico *marketing* eleitoral, sem precedentes na história do Brasil.<sup>1</sup>

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



tradicionais, como Leonel Brizola (Partido Democrático Trabalhista — PDT) e o futuro presidente do Brasil, Luiz Inácio Lula da Silva, do Partido dos Trabalhadores — PT. Collor trazia um discurso centrado na denúncia da corrupção, assistência às camadas mais desfavorecidas da sociedade e promessas de profundas reformas estruturais, tendo assumido o governo em março de 1990.

As reformas propostas por Collor, de fato, introduziram uma ruptura com o modelo brasileiro de crescimento com elevada participação do Estado e proteção tarifária, ainda que, na prática, a abertura comercial e financeira, bem como o processo de privatização, apenas deram seus primeiros passos no período de 1990-94. A política industrial também ficou abaixo dos objetivos traçados, sempre subordinada à questão prioritária do combate à inflação. Já os planos econômicos Collor I e II não apenas fracassaram em eliminar a inflação, como resultaram em recessão e perda de credibilidade das instituições de poupança. Na realidade, após uma série de escândalos, revelação de esquemas de corrupção e dois planos econômicos malsucedidos, Fernando Collor de Mello foi destituído do poder, no final de 1992, mostrando mais uma vez que: “o poder despreza aqueles que não sabem ocupá-lo”, como citado na primeira epígrafe deste capítulo.

A partir da posse de Itamar Franco como o novo presidente da República deu-se continuidade ao processo de reformas. Mais importante: foram lançadas as bases do programa de estabilização que finalmente daria fim aos 30 anos de indexação da economia brasileira, iniciada em 1964 com a criação da ORTN. A Unidade Real de Valor (URV), criada na primeira metade de 1994, foi o instrumento que permitiu essa desindexação, após as sucessivas experiências fracassadas desde o Plano Cruzado. A consolidação da estabilidade, entretanto, exigiu mais do que a desindexação, como será discutido.

Estudar as reformas do período, a mudança de paradigma do papel do Estado na economia e a construção do Plano Real como estratégia bem-sucedida de combate à inflação são os principais objetivos deste capítulo. Para isso, o dividimos em sete seções. Após esta introdução, a segunda seção discute a “mudança do modelo (de desenvolvimento)” pela qual passou a economia no início dos anos 90. Em seguida, a terceira seção discute o processo de privatização e a abertura econômica. A quarta e a quinta seções se dedicam a examinar as tentativas de combate à inflação do período de 1990-94, buscando ressaltar as razões para o fracasso das experiências do governo Collor e as razões para o sucesso do Plano Real, respectivamente. A sexta seção discorre sobre os dados do período, ressaltando o comportamento do PIB, a inflação, o balanço de pagamentos e as contas fiscais. As conclusões são apresentadas na sétima seção.

## A Mudança de Modelo

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

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

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

## A CEPAL E O MODELO DE SUBSTITUIÇÃO DE IMPORTAÇÕES

Os principais problemas das economias latino-americanas que justificavam, segundo a Cepal, um esforço de industrialização através da proteção aduaneira e da ação do Estado eram: (1) a deterioração dos termos de troca (principalmente em função do repasse, no caso dos países primário exportadores, dos ganhos de produtividade para os produtos finais e do não repasse dos mesmos nos países do “centro”, em função de estruturas oligopolísticas características da produção de manufaturados); (2) o desequilíbrio estrutural no balanço de pagamentos, resultante da exportação de produtos de baixa elasticidade-renda e importação de produtos de alta elasticidade-renda (sendo a única solução definitiva a própria industrialização); (3) os rendimentos crescentes da indústria (argumento da indústria nascente); (4) o desemprego, visto como resultado do alto crescimento



demográfico, da importação de técnicas capital intensivas, do baixo crescimento da demanda internacional por produtos primários e da insuficiência no desenvolvimento de setores que poderiam absorver a mão-de-obra expulsa pelas máquinas; 5) a vulnerabilidade a ciclos econômicos, conseqüência da especialização em atividades primário-exportadoras; 6) a inadequação de técnicas modernas à disponibilidade de recursos dos países “periféricos”; 7) a existência de economias de escala na indústria; e 8) a indivisibilidade do capital — o que justificava a ação do Estado dando o “passo inicial”.<sup>3</sup>

A lógica do modelo de Substituição de Importações (SI) pode ser assim sumariada: um choque externo (por exemplo, a crise de 1929, guerras mundiais etc.) põe em xeque a capacidade de importação dos países primário-exportadores. Dada a restrição do BP, o governo utiliza-se de mecanismos cambiais ou tarifários para induzir um processo de substituição de importações pela produção local. Ocorre, porém, que a própria SI aumenta a demanda interna (renda), o que faz crescer as importações de insumos e bens de capital, acarretando uma nova crise de divisas, que leva a uma nova onda de SI e assim sucessivamente. Na superação contínua dessas contradições reside a essência da dinâmica do processo de SI. O problema é que, à medida que o processo avança através de sucessivas respostas à “barreira externa”, vai-se tornando cada vez mais difícil e custoso prosseguir. Ocorre uma mudança na pauta de importações: reduz-se a participação de bens de consumo final e aumenta-se a de produtos intermediários (com maior defasagem temporal entre o investimento e a efetiva produção). Aumenta, também, a relação capital/produto, reduzindo-se a eficiência dos investimentos. Além disso, conforme o processo avança, surgem itens de elevado conteúdo tecnológico, mais difíceis de serem produzidos internamente.<sup>4</sup>

No caso brasileiro, ao MSI foram acopladas, a partir de 1968, algumas ferramentas de apoio às exportações, o que permitiu ao país alcançar altas taxas de crescimento. Entretanto, o modelo de industrialização adotado deixou algumas seqüelas para a economia, entre elas: uma estrutura de incentivos distorcida em certos setores (por exemplo, em alguns segmentos de bens de capital, em que não se atingiu escala e praticamente não houve transferência de tecnologia); um certo viés antiexportador (exceto nos segmentos em que as atividades exportadoras foram incentivadas); e endividamento do Estado (sobretudo no período do II PND).<sup>5</sup> Todavia, apesar de algumas ineficiências, há um certo consenso de que, no início dos anos 80, a estrutura industrial brasileira já estava completa e integrada.

Outro aspecto relevante do “modelo de crescimento” brasileiro até os anos 70 foi uma certa convivência com a inflação, sobretudo após o desenvolvimento de um sofisticado sistema de indexação a partir de 1964. A alta participação do Estado e a convivência com elevadas taxas de inflação foram, porém, questionadas ao final dos anos 70 e início dos anos 80, com o advento do segundo choque do petróleo e

dos juros internacionais. Na realidade, a esses choques se seguiram uma situação de crise de liquidez externa (sobretudo a partir da moratória do México em 1982) e de crise fiscal, com conseqüências diretas sobre o processo inflacionário.

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

Por ocasião de um encontro do Institute for International Economics em Washington, D.C., o economista John Williamson listou uma série de reformas que os países em desenvolvimento deveriam adotar na área econômica para que entrassem em uma trajetória de crescimento auto-sustentado. Essa lista foi intitulada de “Consenso de Washington”, pois o mesmo acreditava ser um conjunto de medidas com que a maioria dos economistas ali presentes estava de acordo. Sumariamente, as propostas de Williamson visavam assegurar a disciplina fiscal e promover ampla liberalização comercial e financeira, além de forte redução do papel do Estado na economia.<sup>6</sup>

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



## Privatização e Abertura

As políticas de intensificação da abertura econômica e de privatização do governo Collor se inseriam no contexto da chamada nova Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE), lançada no início do governo. De acordo com Erber e Vermulm, a PICE foi concebida como uma “pinça”, com uma “perna” para incentivar a competição e outra para incentivar a competitividade.<sup>7</sup> Em termos da velha metáfora, acreditava-se que seria preciso uma “cenoura” e um “chicote” para fazer a “carroça da indústria nacional” voltar a andar. É importante notar, entretanto, que a recuperação do atraso industrial era visto pelo governo não apenas como uma prioridade *per se*, como também uma condição necessária para se obter uma estabilidade duradoura dos preços.

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

Nos anos 90, o Plano Nacional de Desestatização (PND) foi considerado prioritário. Através dele, pretendia-se (além de contribuir para um redesenho do parque industrial e para a consolidação da estabilidade): reduzir a dívida pública (via aceitação de títulos como moeda de privatização), bem como utilizar os cruzados novos bloqueados como recursos para a privatização (ver seção “Os Dois Planos Collor”).<sup>8</sup> A privatização do período, entretanto, provou ter metas muito mais otimistas em termos de receita e cronograma, do que se verificou na prática. Nos governos Fernando Collor e Itamar Franco (1990-94) foram privatizadas 33 empresas federais (as empresas estaduais só entraram no programa posteriormente). Os principais setores foram o de siderurgia, petroquímica e fertilizantes, e o total de receitas obtido foi de US\$8,6 bilhões, com transferência para o setor privado de US\$3,3 bilhões em dívidas.

A natureza relativamente modesta das privatizações realizadas em relação aos prognósticos iniciais dos governos Collor e Itamar Franco possui várias explicações: (1) muitas empresas públicas estavam em má situação financeira e precisavam ser saneadas para que existisse interesse na sua aquisição; (2) existia grande dificuldade em avaliar os ativos de diversas estatais, após anos de alta inflação; (3) havia resistência do público e um governo que perdia credibilidade; (4) alguns

setores, tais como de jazidas minerais e setor elétrico, não podiam, pela Constituição de 1988, ser vendidos para estrangeiros; 5) operações mais complexas exigiam *per se* ganhos de experiência de privatização, que ainda não existiam. Além de todos esses fatores, a dificuldade em vencer a inflação acabou por ocupar o maior espaço dentre os esforços do governo, deixando as privatizações em segundo plano.

Mas, como dito no início desta seção, a agenda de reformas não se limitou às privatizações. De fato, o governo Collor também foi marcado por profundas mudanças na política de comércio exterior uma vez que, simultaneamente à adoção do câmbio livre, intensificou-se o programa de liberalização da política de importações, que havia tido início ao final dos anos 80. Assim, no governo Collor, foram extintas as listas de produtos com emissão de guias de importação suspensa (o chamado “Anexo C”, que continha cerca de 1.300 produtos) e os regimes especiais de importação (exceto Zona Franca de Manaus, *drawback* e bens de informática). Na prática, acabaram as formas mais importantes de controles quantitativos de importação, para dar lugar a um controle tarifário, com alíquotas cadentes. Foi também anunciada uma reforma tarifária na qual se anunciou que todos os produtos teriam reduções graduais ao longo de quatro anos, a partir do qual atingiriam uma alíquota modal de 20%, dentro de um intervalo de variação de 0 a 40% (Tabela 6.1). Preanunciando reduções graduais, o governo pretendia preparar os produtores nacionais para a transição para uma economia mais aberta.<sup>9</sup>

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

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

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



Comparando a experiência brasileira com a de outros países latino-americanos ou, mesmo, com algumas experiências asiáticas, o ritmo e a extensão das reformas introduzidas no período Collor/Itamar podem ser considerados como razoavelmente moderados, compreendendo as dificuldades que a indústria nacional teria após anos de baixo nível de investimento e turbulência econômica.

### Os Dois Planos Collor

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

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

Foi, contudo, na área financeira que se deu a maior (e bastante traumática) mudança: o seqüestro de liquidez. Todas as aplicações financeiras que ultrapassassem o limite de NCr\$50.000 (cerca de US\$1.200, ao câmbio da época) foram bloqueadas por um prazo de 18 meses. O governo se comprometia a devolver os cruzados novos bloqueados, transformados em cruzeiros em 12 prestações iguais e sucessivas a partir de setembro de 1991. Os recursos bloqueados receberiam correção monetária mais juros de 6% ao ano. Todos os débitos existentes deveriam ser liquidados na moeda antiga, bem como o pagamento de impostos (por um período de 60 dias). Pretendia-se igualmente que os recursos fossem utilizados em privatizações, o que, como visto, se verificou apenas parcialmente.

O diagnóstico do Plano Collor era de que existia uma “fragilidade financeira do Estado”, que o plano propunha resolver através de uma desindexação parcial da

economia e desoneração temporária do pagamento de juros sobre a chamada “moeda indexada”. Esta nada mais era do que depósitos bancários (oferecidos ao público com o nome de “contas remuneradas”) que tinham por contrapartida títulos públicos e privados de *overnight*. Assim como a moeda de curso corrente, a “moeda indexada” tinha liquidez absoluta, mas, ao contrário da primeira, possuía rendimento superior à inflação e, embora não pudesse servir de meio de troca, cumpria as funções de reserva de valor e de unidade de conta na economia.

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

A maior crítica ao Plano Collor foi formulada por Afonso Pastore, para quem o bloqueio dos ativos monetários restringia apenas o *estoque* de moeda indexada existente, mas não acabava com o processo que a criava, ou seja, não eliminava o seu *fluxo*.<sup>10</sup> Pastore argumentava que, como evidenciado pela teoria quantitativa da moeda, é o fluxo de moeda que gera inflação — e não o seu estoque — tornando o plano em si inconsistente. Seu argumento parte do princípio de que, em economias monetárias modernas, é comum às instituições financeiras carregarem em suas carteiras títulos públicos e privados financiando-os integralmente com depósitos de *overnight*, sem que se verifiquem, porém, taxas de inflação da ordem de grandeza da que ocorria no Brasil.

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



o dia — e o risco de caixa se tornava zero. A conclusão do autor é de que mantendo a zeragem, o Banco Central não conseguia ter controle sobre o fluxo de moeda (fixava apenas o juro do *overnight*).<sup>11</sup>

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

A forma de alcançar o controle da inflação no Plano Collor II era através da racionalização dos gastos nas administrações públicas, do corte das despesas e acelerando o processo de modernização do parque industrial. O Plano também propunha dar fim a todo e qualquer tipo de indexação da economia, considerada a principal causa de retomada da inflação. Dessa forma, foi extinto o BTN (Bônus do Tesouro Nacional), que servia de base para a indexação dos impostos, e também todos os fundos de investimento de curto prazo (inclusive os que eram cobertos por operações de *overnight*). Em seu lugar, foi criado o Fundo de Aplicações Financeiras (FAF), que teria por rendimento a Taxa Referencial (TR), baseada numa média das taxas do mercado interbancário. A TR, porém, ao contrário dos antigos indexadores, introduzia um elemento *forward looking* para a indexação no Brasil. Em vez de a indexação se basear em movimentos da inflação passada, como no mecanismo de correção monetária, a TR embutia expectativas de inflação futura. Nas palavras de Franco, criava-se, assim, o “neogradualismo”. Neste, a dinâmica de formação dos preços seria “predominantemente *forward looking*, de tal sorte que a memória inflacionária, ou o componente auto-regressivo da inflação, teria uma influência pequena sobre a inflação corrente”.<sup>12</sup>

O neogradualismo partiria do princípio de que as pessoas observam o comportamento fiscal corrente do governo e dele inferem suas expectativas de inflação. Tudo se passaria como na atuação de um “círculo virtuoso”, em que os cortes fiscais baixam a inflação, e (desde que não haja choques de nenhuma espécie) isso gera mais credibilidade e novos espaços políticos para melhorar os “fundamentos” (maiores cortes fiscais), o que, por sua vez, dá mais credibilidade e gera novas pequenas vitórias contra a inflação e assim sucessivamente — permitindo a inflação cair lentamente. O problema é que, embora fosse logicamente defensável como estratégia de estabilização, o neogradualismo não funcionou. A rigor, durante alguns meses, ele possibilitou a queda da taxa de inflação. Porém, a sucessão de escândalos políticos, que culminou no processo de *impeachment* do presidente Collor, inviabilizou toda e qualquer ação de política econômica que dependesse da credibilidade do governo.<sup>13</sup>

O processo de *impeachment* não configurou uma ameaça à estabilidade das instituições, tendo o vice-presidente Itamar Franco assumido o poder em seguida, em outubro de 1992. A pasta do Ministério da Economia — então ocupada pelo ministro Marcílio Marques Moreira — foi novamente dividida entre o Ministério da Fazenda, assumido inicialmente por Gustavo Krause, e o Ministério do Planejamento, sob o comando de Paulo Haddad. O primeiro, porém, permaneceu apenas dois meses no poder, tendo o segundo assumido a pasta da Fazenda, em dezembro de 1992 e nela permanecendo até março de 1993.<sup>14</sup> Seguiu-se um período de alta rotatividade nos cargos. De fato, após a saída do ministro Haddad sucederam-se ainda quatro ministros da Fazenda antes da posse do ministro Malan em 1995: Elizeu Resende, que também permaneceu apenas dois meses no cargo; o futuro presidente da República, Fernando Henrique Cardoso, que ocupou a pasta entre maio de 1993 e março de 1994 e liderou a equipe econômica que concebeu o Plano Real; Rubens Ricupero, que o sucedeu e ficou no posto até setembro de 1994, sendo o titular da Fazenda quando o Plano Real foi decretado em 30/06/1994; e Ciro Gomes, que foi ministro no lugar de Ricupero, desde setembro de 1994 até o final do governo Itamar Franco. Foi neste contexto conturbado que nasceu o plano que viria marcar a estabilização da economia.

### O Plano Real: Concepção e Prática

O Plano Real foi originalmente concebido como um programa em três fases: a primeira tinha como função promover um ajuste fiscal que levasse ao “estabelecimento do equilíbrio das contas do governo, com o objetivo de eliminar a principal causa da inflação brasileira”; a segunda fase visava “a criação de um padrão estável de valor denominado Unidade Real de Valor — URV”; finalmente, a terceira concedia poder liberatório à unidade de conta e estabelecia “as regras de emissão e lastreamento da nova moeda (real) de forma a garantir a sua estabilidade”.<sup>15</sup>

A chamada “primeira fase” do Plano Real foi composta, conforme explicitava a própria Exposição de Motivos, por dois esforços de ajuste fiscal: o Programa de Ação Imediata (PAI), lançado em maio de 1993 pelo então ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, e a aprovação do Fundo Social de Emergência (FSE), em fevereiro de 1994, já com o ministro Rubens Ricupero.<sup>16</sup>

O PAI visava, basicamente, redefinir a relação da União com os estados e municípios e do Banco Central com os bancos estaduais e federais, além de promover amplo combate à sonegação. Além disso, o programa estabelecia novos tributos e incluía a assinatura de um acordo da dívida externa com o FMI e os bancos credores. Já o FSE era constituído pela desvinculação de algumas receitas do governo federal, cujo objetivo era atenuar a excessiva rigidez dos gastos da União ditada

pela Constituição de 1988. No discurso do governo, visava-se, com aquele Fundo, resolver a questão do financiamento dos programas sociais brasileiros, identificados como prioritários. Seu caráter “emergencial” se devia ao fato de que, originalmente, era previsto vigorar por um período de apenas dois anos (1994-95). Na prática, o Fundo foi sendo sistematicamente prorrogado com o passar dos anos, embora com outros nomes.<sup>17</sup>

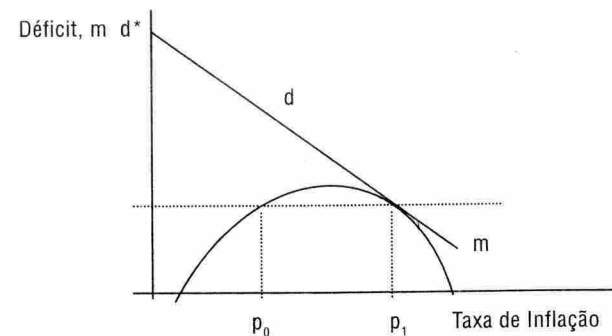
O diagnóstico do desajuste das contas públicas como (principal) causa da inflação brasileira torna o Plano Real, já na sua concepção, diferente de alguns dos seus precursores das décadas de 1980 e 1990. Esse diagnóstico não significava, todavia, que o Plano Real (como, aliás, todos os seus antecessores desde o Plano Cruzado, em 1986) não desse grande importância à necessidade de desindexação para a estabilidade dos preços — sendo este o objetivo da “segunda fase”, com a criação da URV. O que se está aqui ressaltando é que, diferentemente dos outros planos, o ajuste fiscal foi visto como pré-condição, ou melhor, a principal condição (de acordo com o trecho citado) para o fim da alta inflação — daí sua colocação como primeira etapa para a estabilização.

A leitura fiscalista da inflação brasileira presente no Plano Real é, todavia, bastante peculiar e pode ser mais bem compreendida através da interpretação de Edmar Bacha.<sup>18</sup> De acordo com este, a coexistência entre déficit operacional baixo (menos de 1,0% na média 1991-1993) e alta inflação não deveria ser interpretada (como por ocasião do Plano Cruzado) como prova da pouca relevância do desajuste fiscal para a inflação. O fenômeno estaria longe de significar que as contas públicas estavam relativamente equilibradas. Ao contrário, existiria no Brasil um “déficit potencial”.

O autor 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. Dessa forma, existia um desajuste fiscal *ex ante* (isto é, entre os gastos e as receitas orçadas) muito elevado, mas conforme a inflação corroía os gastos do governo em termos reais (e suas receitas mantinham-se relativamente protegidas), surgia, *ex post*, um déficit apenas moderado. A relativa adequação entre o hiato de recursos orçados e o resultado fiscal era realizada através de dois procedimentos. Em primeiro lugar, o orçamento embutiria, em regra, uma previsão inflacionária bem inferior à efetivamente observada. Como as receitas públicas no Brasil se encontravam indexadas (pela inflação verificada) e as despesas eram fixas em termos nominais, a subestimativa da inflação favorecia a redução do déficit. Em segundo lugar, o Ministério da Fazenda adiava freqüentemente a liberação das verbas orçamentárias. 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.<sup>19</sup>

### O EFEITO OLIVERA-TANZI E O “EFEITO TANZI ÀS AVESSAS”

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



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



As mudanças introduzidas pelo PAI e pelo FSE, todavia, não se mostraram suficientes para assegurar o equilíbrio fiscal sequer em 1995. Na realidade, o desajuste fiscal que antes se refletia na inflação passou (em parte) a se espelhar no crescimento da relação Dívida/PIB nos anos seguintes.

De maneira geral, o governo foi extremamente otimista nas suas perspectivas em aprovar perante o Congresso reformas estruturais consideradas, na concepção do Plano, fundamentais. Ao contrário do que previa toda a teoria, porém, a falta de ajuste fiscal não implicou o retorno da inflação. A inflação, na realidade, foi reduzida continuamente no período que sucedeu à introdução da moeda, até 1999, quando ocorreu a desvalorização cambial. Isso, porém, não significa afirmar que o quadro fiscal brasileiro não fosse problemático, nem que não tenha sido em parte responsável pela deterioração das expectativas dos investidores externos, que culminou com a referida desvalorização. O que se está aqui ressaltando é que o ajuste fiscal não foi, na prática, pré-condição para a estabilidade. Em contrapartida, a desindexação promovida pela URV teve papel fundamental para o combate à inflação (segunda fase do Plano Real).

A segunda fase do Plano buscava eliminar o componente inercial da inflação. Partiu-se do princípio de que para acabar com a inflação era preciso “zerar a memória inflacionária”. Mas, em vez da utilização de congelamentos de preços, a desindexação seria feita de forma voluntária, através de uma quase moeda, que reduziria o período de reajustes de preços. O objetivo era percorrer o caminho entre uma alta inflação (na qual os preços ainda acompanham movimentos da inflação passada) e uma hiperinflação em que os preços passam a seguir diariamente os movimentos de outra moeda, em geral o dólar. Mas, em vez de esperar que o encurtamento do período de reajustes dos contratos viesse em consequência de uma aceleração da taxa de inflação, propunha-se uma reforma monetária, que encolhesse a memória inflacionária do sistema. A idéia, em suma, era simular uma hiperinflação sem viver suas consequências.

Tão logo foi lançada a proposta da URV, os economistas familiarizados com a proposta “Larida” (lançada pelos economistas Pêrsio Arida e André Lara Resende no final de 1984) reconheceram os vínculos entre uma e outra. De fato, os autores haviam proposto encolher a memória inflacionária através da introdução de uma unidade monetária indexada, originalmente a ORTN (e, portanto sem inflação), que conviveria, durante alguns meses, com a velha moeda (não indexada), deixando que os agentes optassem livremente entre as moedas. As semelhanças entre a proposta “Larida” e as medidas implementadas na segunda fase do Plano Real são realmente evidentes: livre-arbítrio para a adesão dos preços e contratos ao novo indexador; depósitos e ativos financeiros compulsoriamente denominados no indexador; conversão das rendas contratuais pelo seu valor real médio; dólar atre-

lado à variação do indexador etc. Todavia, importantes mudanças foram realizadas à proposta original. Na época, o principal argumento para descartar a adoção da mesma foi empírico: o único país que havia introduzido um esquema semelhante havia sido a Hungria de 1945-6 — e o resultado havia sido a maior hiperinflação da história.<sup>20</sup>

Mário Henrique Simonsen foi um dos autores que argumentou nessa direção, mas observou também que o valor da “moeda nova” (indexada) não seria estável como pretendiam os dois autores.<sup>21</sup> Na realidade, ele oscilava quando a inflação se acelerava (ou desacelerava), em função da impossibilidade de evitar alguma defasagem entre a apuração do índice de preços e a fixação do valor de ORTN. A circulação de uma “moeda velha” com uma “moeda nova” (indexada) permitiria que o público manifestasse rapidamente repúdio à “velha moeda” em favor da “nova”, fazendo explodir a velocidade de circulação, gerando uma hiperinflação na “velha moeda”. O problema é que, com a explosão inflacionária, o índice representado pela “moeda nova” ficaria necessariamente defasado em relação à inflação corrente (em virtude da necessidade de pelo menos alguns dias para computar o próprio índice). Ou seja, ocorreria alguma perda de poder aquisitivo na “nova moeda”, em outras palavras, ocorreria alguma inflação na “nova moeda”. A hiperinflação na “velha moeda”, em resumo, acabaria por contaminar a “nova”.

Para evitar que ocorresse a fuga da “moeda velha” para a “nova” (e as consequências da experiência húngara), estipulou-se no Plano Real que, simplesmente, não existiria uma “nova moeda”, mas apenas uma nova unidade de conta. A URV foi então racionalizada como um processo de recuperação das funções de uma mesma moeda. Através dela, se recuperaria, primeiramente, a função de unidade de conta para depois de emitida (e denominada “real”) resgatar a função de reserva de valor. Assim, a URV começou a vigorar a partir do dia 1º de março de 1994. 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. 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>22</sup> Estabeleceu-se, ainda, que os preços finais teriam de ser expressos em cruzeiros, obrigatoriamente (exceto nas últimas semanas de junho), sendo a cotação em URVs facultativa. Essa medida visava evitar um excessivo encurtamento do período de reajustes, o que aceleraria demasiadamente a inflação. De acordo com Gustavo Franco introduziam-se, assim, custos de cardápio (ou custos de menu).<sup>23</sup>

Outra importante contribuição à construção da URV foi feita por Pêrsio Arida.<sup>24</sup> Em vez da política monetária passiva, implícita na proposta “Larida” original, seria preciso impor juros altos para evitar a aceleração da inflação que se verificou, por exemplo, no Plano Cruzado com a explosão de demanda pós-congelamento.



Dessa forma, ao contrário do Plano Cruzado, no início do Plano Real, a equipe do governo optou por aumentar as taxas reais de juros e elevar as taxas de depósitos compulsórios da economia, após a introdução da nova moeda.<sup>25</sup>

Tal como no Plano Cruzado, os salários foram convertidos pela média dos valores reais obtidos nos quatro meses anteriores (período dos dissídios salariais da época), mas foi introduzido o pagamento pelo conceito de caixa. A partir de 1º de março, os salários ficavam fixos em URV, e eram pagos pela URV do dia do pagamento. Isso equivalia à correção mensal dos salários — uma reivindicação antiga dos sindicatos. No caso das demais obrigações contratuais, ficou estabelecido que, no dia 1º de julho, todas elas deveriam estar expressas na nova unidade de conta. O voluntarismo na adesão à *urverização* dos contratos reforçava a idéia de que o Plano Real respeitava, ao máximo, os mecanismos de mercado, evitando o uso de *Tablitas* e outras formas de intervenção do passado. Ao mesmo tempo, a livre adesão dava aos agentes tempo para renegociarem os valores de correção pela inflação que, em grande medida, já estava embutida no valor dos contratos firmados.<sup>26</sup>

Por fim, resta mencionar a contribuição posteriormente exposta por Gustavo Franco.<sup>27</sup> Segundo ele, a URV não deveria ser examinada à luz da experiência húngara de 1945-6, mas sim do *rentenmark* alemão.<sup>28</sup> De acordo com Franco, o fim da hiperinflação alemã se deu através da introdução de uma moeda indexada (o *rentenmark*), mas somente pelo fato de o governo alemão, no momento em que começou a emitir os *rentenmarks*, passar a atuar simultaneamente em duas pontas. Trocava marcos por *rentenmarks* a uma paridade fixa e, ao mesmo tempo, empenhava suas reservas internacionais para intervir no mercado de câmbio e sustentar a taxa entre o marco e o dólar. Como os preços da economia eram cotados em marcos, mas atrelados ao dólar, a estabilidade do câmbio marco/dólar trouxe a estabilidade dos preços. Se da experiência húngara e das observações de Simonsen parece ter saído a lição histórica do equívoco do convívio de duas moedas, de seus estudos sobre a experiência alemã, Gustavo Franco parece ter levado para o Plano Real a noção da importância da fixação da taxa de câmbio para a estabilização, que caracterizaria a chamada terceira fase do Plano.

Todavia, enquanto as duas fases iniciais do Real foram extremamente bem elaboradas e evolveram longo debate acadêmico, a terceira apresentou um conjunto de medidas superpostas. Nesse sentido, assim como no caso alemão 70 anos antes, a experiência de desindexação brasileira: "... foi um pulo sobre um barranco cuja extremidade oposta estava obscurecida por nuvens", como lembrado por Bresciani-Turroni, citado na segunda epígrafe deste capítulo, a propósito do ocorrido na Alemanha na década de 1920.

De fato, a Medida Provisória (MP) 542, que deu início à terceira fase do Plano Real, apresentava um conjunto de medidas sobrepostas, algumas das quais incon-

sistentes entre si.<sup>29</sup> Eram elas, entre outras: (1) o lastreamento da oferta monetária doméstica (no conceito de base monetária) em reservas cambiais, na equivalência de R\$1 por US\$1 (Art. 3 da MP) ainda que essa paridade pudesse ser alterada pelo Conselho Monetário Nacional (§ 4, alínea c); (2) a fixação de limites máximos para o estoque de base monetária por trimestre (até março de 1995), podendo as metas serem revistas em até 20%; e (3) a introdução de mudanças institucionais no funcionamento do Conselho Monetário Nacional, buscando dar passos em direção a uma maior autonomia do Banco Central.

Não foi por outro motivo que logo após a divulgação de seu conteúdo, diversos economistas criticaram a MP pela indefinição, na prática, de certos mecanismos referidos no documento. Em primeiro lugar, o governo estabeleceu o lastro sem garantir a conversibilidade entre o dólar e o real — o que retirava parte de sua credibilidade. Em segundo lugar, sabia-se que a redução da inflação pela URV levaria a uma natural remonetização da economia, mas a magnitude em que se daria o fenômeno era ainda desconhecida. Nesse sentido, o risco de as metas monetárias estabelecidas pela MP serem ultrapassadas era bastante alto.<sup>30</sup> Por fim, e mais importante, a MP foi acusada de conter uma grave inconsistência econômica ao lançar, simultaneamente, âncoras monetária e cambial em uma economia com mobilidade de capitais. Quanto a esse aspecto, poucos dias depois, foi esclarecido que o real adotaria âncora monetária (metas) e o câmbio atuaria numa *banda assimétrica*, isto é, seria livre para oscilar para baixo, mas teria o teto fixo em 1 real = 1 dólar.

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

### A Evolução da Economia no Período de 1990-94

O crescimento médio do PIB no período que se estende entre os governos Collor e Itamar foi de 1,3% ao ano. Contudo, quando avaliado ano a ano, seu comportamento foi bastante variado. Embora o setor de serviços tenha permanecido



relativamente estagnado, tanto a agricultura quanto a indústria tiveram comportamento bastante volátil.

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

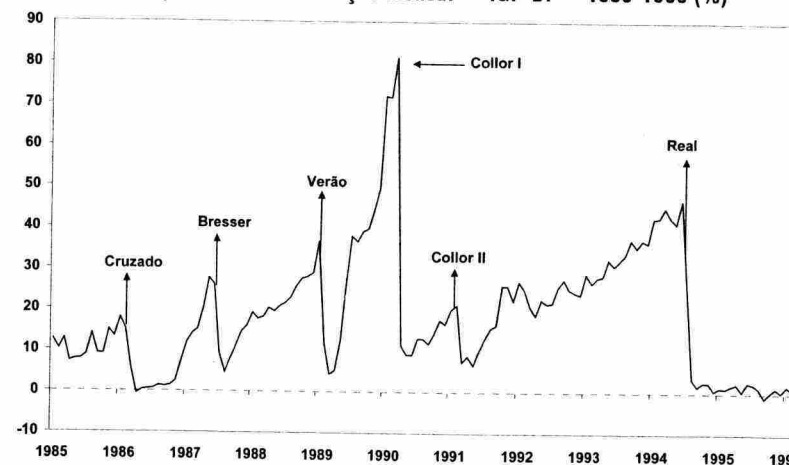
Em 1993-94, a economia apresentou, ao contrário, taxas expressivas de crescimento: 4,9%, em 1993, e 5,9% em 1994. Esse crescimento esteve associado à recuperação da indústria, mas também ao bom resultado da agropecuária em 1994 (5,5%) — o que chegou a ser chamado de “âncora verde do real”, uma vez que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

O impacto do lançamento do real sobre a indústria (crescimento de 6,7%, em 1994) encontra-se, todavia, subestimado pelo fato de a estabilização só ter ocorrido a partir de 1º de julho. Se fosse considerado o crescimento anualizado da produção industrial no segundo semestre de 1994, ele atingiria quase 15%. Esse dado nos mostra que as medidas adotadas para comprimir a demanda (elevação de compulsórios e outras) foram, na realidade, insuficientes para conter a “festa da estabilização” que se seguiu à introdução da nova moeda. O crescimento só veio a ser contido pela Crise Mexicana, deflagrada em dezembro de 1994, e pela elevação de juros que a ela se sucedeu.

No que tange ao comportamento da inflação, no período de 1990-93, as taxas seguiram o padrão que já vinham apresentando nas tentativas de estabilização da Nova República. Imediatamente após a introdução de um plano, a taxa de inflação caía vertiginosamente para depois voltar a se acelerar. A rigor, antes da introdução do Plano Collor I (nos dois primeiros meses de 1990), o Brasil estava tecnicamente

vivendo uma hiperinflação: a taxa de inflação mensal havia ultrapassado 80% ao mês. O Plano Collor I conseguiu baixar a inflação para patamares próximos a 10% ao mês. Já em 1991, as taxas haviam dobrado. Com o Plano Collor II, em janeiro de 1991, a inflação caiu para voltar a se acelerar continuamente nos meses subsequentes — padrão que só foi resolvido com a introdução do real, como mostra o Gráfico 6.1.

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



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

Fonte: FGV

Em relação ao comportamento da balança comercial no período de 1990-94, deve-se ter em conta a recessão sofrida pela economia no início do período e sua posterior expansão e a intensificação da abertura comercial. Nos dois primeiros anos do período (1990-91), houve uma forte retração nas exportações, em relação aos patamares anteriores. Entretanto, nos três anos que se seguiram, as exportações — especialmente as de manufaturados — tiveram um comportamento significativamente expansivo. Assim, considerando 1990 como ano-base, as exportações de básicos (em US\$) encontravam-se em 1994 num patamar 26,3% superior, enquanto as de manufaturados cresceram 46,8%.

As importações aumentaram continuamente (12,6% em média) ao longo de todo período. No início do período, porém, é razoável crer que a própria abertura fosse um incentivo, sobretudo para a reposição de bens de capital, após anos sem investimentos significativos. A importância desse fator se tornou maior com o passar do tempo. Como visto anteriormente, a tarifa média de importação caiu de

32,2% para 14,2%. Somado a isso o efeito provocado sobre as compras externas pelo crescimento do produto (a partir de 1993), as importações cresceram, em 1994, para um patamar 60% superior ao vigente em 1990. As importações de bens de capital, cuja alíquota média sofreu um corte de 16,7 pontos percentuais, aumentaram em 91,4% no mesmo período, enquanto os gastos com a aquisição de automóveis importados passaram de US\$31 milhões, em 1990, para US\$1,6 bilhão, em 1994.<sup>31</sup>

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

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

A análise das contas públicas, em 1994, é, porém, mais complexa. Fabio Giambiagi ressalta que, comparando os dados abaixo da linha (que refletem as necessidades de financiamento) com os dados acima da linha (apurados nas Contas Nacionais), parte do resultado deve-se a “fatores não explicados” (a apuração de “Er-

**Tabela 6.2**  
Necessidades de Financiamento do Setor Público — 1990-1994  
(% do PIB)

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

Fonte: Giambiagi e Além (1999).

a (-) = superávit

ros e Omissões” foi elevada).<sup>32</sup> Raul 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.<sup>33</sup>

Por fim, a Tabela 6.3 traz um quadro sintético da evolução de alguns dos principais indicadores macroeconômicos no período de 1990-94. Como se pode perceber, o crescimento médio do PIB foi baixo, a inflação anual (média) foi da ordem de quatro dígitos e as exportações cresceram a uma taxa de 4,8%, enquanto as importações cresceram a uma taxa bem superior.

**Tabela 6.3**  
Economia Brasileira: Síntese de Indicadores Macroeconômicos — 1990-1994  
(médias anuais por período)

	1990-94
Crescimento do PIB (% a.a.)	1,3
Inflação (IGP dez./dez., % a.a.)	1.210,0
FBCF (% PIB a preços correntes)	19,5
Tx. de cresc. das exportações de bens (US\$ correntes, % a.a.)	4,8
Tx. de cresc. das importações de bens (US\$ correntes, % a.a.)	12,6
Balança comercial (US\$ milhões)	12.067
Saldo em conta corrente (US\$ milhões)	-314
Dívida externa líquida/Exportação de bens	3,2

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

## Conclusões

O período de 1990-94 foi marcado por uma mudança de “modelo” de crescimento da economia brasileira. De forma estilizada, ao final dos anos 90, após uma década sem investimentos e em luta (sem sucesso) pela estabilização, o modelo de crescimento brasileiro, com grande ênfase na substituição de importações, havia se esgotado. Assim, a década de 1990 foi marcada pelo início do processo de privatização e de abertura econômica. Em ambos os casos, porém, as mudanças ocorreram de forma lenta, quando comparadas com diversos outros países da América Latina.

Do ponto de vista político, o período foi bastante conturbado, culminando com o processo de *impeachment* do presidente Fernando Collor, eleito após 30 anos sem eleições diretas. Ainda que incipiente, a nossa democracia revelou relativa



maturidade ao impor a queda do presidente, dois anos após o início de seu mandato, sem interrupção dos rituais de democracia, com a posse do vice-presidente da República.

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

Em relação aos seus predecessores, o Plano Real possuía, na sua concepção, várias originalidades. Ao contrário das outras experiências — em que se atribuía principal importância ao componente inercial — o Plano Real defendia que o excessivo gasto público era o principal responsável pela inflação. Mas, no caso brasileiro, considerava-se que a inflação beneficiava o fisco, tornando necessário um ajuste prévio (Fase I). Na prática, o diagnóstico do ajuste fiscal como condição para a estabilização não foi validado, uma vez que a estabilização veio a despeito da piora das contas públicas. A segunda originalidade do Plano Real refere-se à própria estratégia adotada para tratar o componente inercial da inflação, através da URV, nas Fases II e III do plano. A matriz dessa idéia estava presente já na proposta de André Lara Resende e Pérsio Arida.<sup>34</sup> Procuramos mostrar, porém, que essa proposta sofreu importantes aprimoramentos até o seu efetivo lançamento, em 1994.

A esta altura cabe tentar responder: “Por que o Plano Real deu certo?” A resposta envolve um conjunto de fatores que, reunidos, fizeram a diferença. Em primeiro lugar, as condições externas para a estabilização eram muito melhores em 1994 do que nos anos 80. Havia abundância de liquidez internacional e um elevado patamar de reservas (US\$40 bilhões) que, somados ao fato de a economia brasileira se encontrar mais aberta nos anos 90, foram fundamentais para assegurar a eficácia da âncora cambial, introduzida após o lançamento do real. Em segundo lugar, a estratégia da URV provou ser muito superior à de desindexação via congelamento de preços. Enquanto o último provocava uma série de desajustes nos preços relativos, a URV previa um período para o alinhamento de preços relativos. Em terceiro lugar, o governo contava com o apoio político do Congresso e uma perspectiva de continuidade com o presidente Fernando Henrique Cardoso. Por fim, os juros se mantiveram elevados (face aos padrões internacionais) durante todo o período seguinte (1995-98), tornando-se mais uma âncora (além do câmbio) para os preços, embora com profundas conseqüências sobre a dinâmica da dívida e para o crescimento.

Defendemos aqui que algumas das idéias contidas no Plano Real foram na realidade publicadas 10 anos antes. Esse período caracterizou-se por um longo (e bastante doloroso) aprendizado tanto por parte do público quanto dos *policymakers*. Na prática, esse aprendizado foi fundamental. Todavia — e enquanto as duas fases iniciais do Plano Real foram extremamente bem elaboradas e envolveram longo debate acadêmico —, a terceira fase continha diversas medidas sem nenhum valor prático e, inclusive, algumas incompatibilidades. A terceira fase, após os tropeços iniciais, acabaria por se caracterizar por uma estabilização através do uso do câmbio e dos juros como âncoras para os preços, num contexto de liquidez abundante — mas esse já é o assunto do próximo capítulo.

#### RECOMENDAÇÕES DE LEITURA

Arida e Resende<sup>35</sup> são a referência maior para uma compreensão da URV. Pastore<sup>36</sup> discute o Plano Collor e as dificuldades engendradas pela “zeragem automática”.

#### LEITURAS ADICIONAIS

Pinheiro<sup>38</sup> discute o processo de privatização em profundidade. Horta *et al.*<sup>39</sup> é recomendado para as reformas relativas ao comércio exterior. Já Franco<sup>40</sup> é uma referência para aqueles que desejam se aprofundar nos estudos sobre as origens do Plano Real.

#### NOTAS

1. Collor explorava o perfil de um possível presidente para o Brasil cheio de vigor e ousadia, amante dos esportes e da velocidade. Entre os slogans de Collor estavam as promessas de acabar: “com o tigre da inflação em um só tiro”; “com os marajás” (funcionários públicos com elevados salários); com os “elefantes brancos” (alusão às estatais); além de revolucionar a nossa indústria automobilística, que, segundo suas palavras, produzia “carroças e não carros”.
2. Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe, órgão da ONU sediado em Santiago do Chile.
3. Ver Bielschowsky (1988).
4. Ver Tavares (1972).
5. Existe uma ampla literatura crítica ao chamado MSI associada, sobretudo, a trabalhos desenvolvidos pelo Banco Mundial nos anos 70-80. As principais críticas são: a proteção gerou uma utilização inadequada de recursos abundantes, como trabalho e recursos naturais; criou-se um forte viés contra as exportações, bloqueando os ganhos de escala e eficiência; a proteção contra as importações e o desestímulo às exportações minaram os incentivos para a redução de custos e a introdução de novos produtos. Mais recentemente, os trabalhos inspirados pela crítica ao MSI têm sido submetidos a uma revisão empírica e teórica por Rodrik (1997), entre outros.
6. O Consenso de Washington sofreu inúmeras críticas no período. Seu maior crítico atual é Stiglitz (2003). Para uma discussão crítica das conseqüências da adoção do Consenso de Washington num contexto de câmbio fixo/administrado no caso brasileiro, ver Bresser Pereira (2003).
7. Ver Erber e Vermulm (1993).
8. O fato de a primeira privatização ocorrer em 1991, data em que os recursos bloqueados começavam a ser devolvidos, limitou em muito sua utilização como moeda de privatização. Tendo recuperado seu



- poder liberatório (função de meio de pagamento), os recursos devolvidos foram usados em pequeno montante nas privatizações.
9. Ver Horta *et al.* (1992).
  10. Ver Pastore (1990).
  11. O trabalho de Pastore gerou um amplo debate acerca do poder inflacionário da "zeragem". Alguns autores criticaram uma leitura excessivamente "quantitativista" do argumento de Pastore, e lembravam que o problema não era o simples fluxo de moeda, mas o fato de a velocidade de circulação da moeda estar em ascensão, num processo velado de fuga da moeda (e criação de quase-moedas). Nesse contexto, o BC não teria mesmo como controlar o fluxo, porque a moeda se torna predominantemente endógena — e a única forma de parar o processo inflacionário seria através de uma reforma monetária crível. Ou seja, ainda que o Plano Collor tivesse se preocupado com o fluxo — como se propõe nos modelos de âncora monetária — o Plano não teria dado certo. Essa argumentação ganhou força pela observação de que o Banco Central continuou a praticar a zeragem até 1995 (e em determinadas circunstâncias posteriormente), e a alta inflação não voltou.
  12. Ver Franco (1993).
  13. Ao longo de 1991 começaram a aparecer na imprensa denúncias de corrupção envolvendo o tesoureiro da campanha de Collor, Paulo César Farias (PC). Como desdobramento, em maio de 1992, a revista *Veja* publicou uma entrevista com o irmão do presidente da República, Pedro Collor de Mello, fazendo graves acusações contra este. Essa entrevista deflagrou o processo de *impeachment*. Já no dia 2 de maio de 1992, a Câmara dos Deputados abriu contra Collor uma investigação que confirmou diversas ilegalidades. Os episódios mais marcantes do processo de *impeachment* foram as manifestações populares, exigindo a renúncia do presidente.
  14. O ministro Paulo Haddad acumulou as pastas do Planejamento e da Fazenda até janeiro de 1993, quando tomou posse a nova ministra do Planejamento, Yeda Crusius. Esta permaneceu no cargo até maio do mesmo ano, sendo substituída por Alexis Stepanenko, que por sua vez cedeu o lugar a Benedito Veras em março de 1994. O ministro Veras acompanhou o presidente Itamar Franco até o final do governo, em dezembro de 1994.
  15. Exposição de Motivos nº 205, de 30 de junho de 1994.
  16. Fernando Henrique Cardoso renunciou ao cargo para se candidatar à Presidência da República. Vitoriosos nas urnas, iniciou seu mandato em janeiro de 1995. A equipe do Plano Real, entretanto, permaneceu basicamente a mesma.
  17. Em 1995, foi aprovada sua prorrogação até junho de 1997. Nessa data o Fundo foi novamente renovado para o segundo semestre de 1997, e para os anos de 1998 e 1999, quando teve sua validade novamente estendida. Nesse processo seu nome mudou duas vezes, primeiro para Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) e, depois, para Desvinculação de Receitas da União (DRU), porém, nesse caso, com uma abrangência mais restrita. Os formuladores do Plano Real consideravam a primeira fase como suficiente para garantir o equilíbrio fiscal de curto prazo (1994 e 1995), mas admitiam a necessidade de outras providências para a criação de um equilíbrio fiscal duradouro, o que envolveria, inclusive, alterações na própria Constituição Federal.
  18. Ver Bacha (1994).
  19. Várias críticas foram feitas ao modelo de Bacha: (1) Por melhor que fosse a indexação das receitas brasileiras, inflações elevadas sempre geram prejuízos para a carga tributária, de maneira que é impossível evitar alguma perda de valor real entre o fator gerador de um tributo e o momento de sua efetiva arrecadação (Efeito Tanzi clássico); (2) 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" (para os itens 1 e 2, ver Giambiagi e Além, 1999); e (3) a não existência de substitutos perfeitos para a moeda no Brasil faria com que a curva de Laffer da inflação (ver Box na página 151) só tivesse o lado esquerdo e, portanto, seria impossível através desta explicar a alta e crescente inflação brasileira (Barbosa, 1999).
  20. De julho de 1945 até agosto de 1946 os preços aumentaram por um fator de 3 x 1025. Para um estudo da hiperinflação húngara de 1946, recomenda-se Bombarger e Makinen (1988).
  21. Ver Simonsen (1985).
  22. O cálculo diário da URV foi estabelecido através da variação *pro rata* de três índices de preços: IGP-M, IPCA-E e IPC-Fipe. Como a URV era um mecanismo de curta duração, foi conveniente utilizar um conjunto de índices para amenizar os benefícios que a utilização de um único índice traria a certos setores da economia (aqueles cujos principais insumos recebem maior peso na construção do índice).
  23. Ver Franco (1995).
  24. Ver Arida (1992).
  25. Os recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista (novos) foram, em junho, aumentados de 40 para 100%, enquanto os de depósitos compulsórios a prazo (até então inexistentes) foram fixados em 20%. Quanto aos juros, permaneceram altos durante todo o período.
  26. No caso dos contratos pós-fixados, a transição das moedas trazia um problema: a mensuração das taxas de inflação de julho e agosto de 1994. Ver Franco (1995).
  27. Ver Franco (1995).
  28. Para o estudo da hiperinflação alemã, recomenda-se Bresciani-Turroni (1989).
  29. A referida Medida Provisória, com algumas modificações, foi posteriormente transformada na Lei nº 9.069, em 26 de junho de 1995.
  30. Ver Hermann (1994).
  31. No caso da indústria automobilística, a redução das tarifas foi bem mais expressiva, passando de um patamar muito elevado (85%) para 34,3%.
  32. Ver Giambiagi (1997).
  33. Ver Velloso (1998). A inflação no primeiro semestre foi, em média, de 43,1% ao mês, tomando como base a variação do INPC/IBGE, enquanto no segundo semestre a média foi de 3,3% ao mês.
  34. Ver Arida e Resende (1984).
  35. Ver Arida e Resende (1984).
  36. Ver Pastore (1990).
  37. Ver Pinheiro (2000).
  38. Ver Horta *et al.* (1992).
  39. Ver Franco (1995).