1290000569
IE
TCC/UNICAMP C86p
UNICAMP
ECONOMIA

Monografia – Segundo Semestre de 1998

O Plano Real – Concepção e o Ajuste Recessivo de 1995

Aluno: Gustavo Zambroni Creado

Orientador: Prof. Dr. Júlio Sergio Gomes de Almeida

Banca: Prof. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça

TCC/UNICAMP
C86p
IE/569

CEDOCIE

Introdução.....03
México, Argentina e Brasil
Primeiro Capítulo.....07
Gráfico – Inflação Histórica.....07
Plano Real.....09
URV.....12
Relação entre Expectativas, Aprendizado e Quadro Financeiro Internacional.....16
Dolarização.....20
Segundo Capítulo.....22
Aplicações Financeiras/PIB.....25
Economia Real no Período.....26
Trajetória da Taxa Cambial.....28
Desempenho da Balança Comercial.....29
Terceiro Capítulo.....32
Gráfico da Reservas Cambiais.....34
Comparativo Industrial 1994/1995.....37
Gráfico da Variação do PIB dessazonalizada.....38
Conclusão.....41
Tabelas Anexas.....43
Revisão Bibliográfica.....45

Introdução

A economia brasileira repetiria com o Plano Real a trajetória mexicana e argentina em alguns pontos importantes, combinando sucesso inicial no combate à inflação com elevados déficits externos e forte dependência de fluxos voláteis de capital internacional. Evidentemente, cada experiência nacional apresenta as suas especialidades. Não é difícil apontar diferenças significativas entre o Plano Real, o Plano Cavallo e o programa mexicano, por exemplo, o Plano Real é claramente mais flexível e cauteloso do que a lei da conversibilidade argentina, o plano mexicano recorreu intensamente a política de preços e salários, negociados em escala nacional.

As diferenças não impedem, contudo, que esses programas de combate a inflação sejam considerados de forma conjunta, como exemplos de um mesmo modelo geral de estabilização e integração internacional aplicado a diversos países da América Latina nos últimos anos.

Aspectos gerais dos planos de estabilização no México, Argentina e Brasil

"O papel da taxa de cambio tem duas visões. A primeira para o ajustamento internacional (international adjustment approach) onde o câmbio é considerado como variável de ajustamento útil para equilibrar as transações internacionais. A segunda visão é da abordagem do padrão monetário (monetary standard approach) onde o câmbio é utilizado como fator de harmonização das políticas monetárias de diferentes

países e instrumento de combate a inflação. Naturalmente, esta segunda abordagem tende a ganhar força após períodos de prolongada instabilidade monetária. Foi o que aconteceu em diversos países da América Latina, desde o final dos anos 80. A função primordial da política cambial passou a ser a de contribuir para a conversão da inflação domestica a inflação internacional fossem quais fossem os efeitos de perda de competitividade internacional e desequilíbrios no Balnaço de Pagamentos em Conta Corrente" (Batista,1996).

Na pratica, o câmbio nominal estável ou prefixado, combinado com a abertura do mercado interno às importações, processo esse iniciado no Brasil pelo governo Collor (91/92), teve fortes impactos sobre a lógica de formação de alguns preços nas economias, limitando a capacidade de aumento de alguns preços e limitando também a capacidade dos empresários repassarem choques para os preços, funcionando como fator de repressão a alta dos preços internos, ao disciplinar os reajustes dos bens comerciáveis internacionalmente. "A menos que houvesse convergência imediata da inflação doméstica a internacional - algo que nem a teoria, nem a vasta experiência com processos de estabilização ancorados no câmbio teriam permitido esperar- a estabilização cambial tenderia a produzir perda de competitividade" (Batista,1996).

As perdas de competitividade acabaram sendo muito significativas para Argentina e México, no caso argentino só após três anos do lançamento do programa de estabilização, a inflação local convergiu com a americana e no caso mexicano a inflação estava em um patamar duas vezes superior a inflação em dólar americano, quando ocorreu o colapso cambial em fins de 1994.

No caso brasileiro "os preços aos consumidores (32,31%) cresceram a uma taxa superior à dos preços por atacado dos produtos industrializados (11,05%) de julho de 1994 à outubro de 1995, o que decorre da maior proporção de bens doméstico, no caso

do primeiro, e de bens internacionais no caso do segundo.... o crescimento da demanda de bens eleva os preços nominais dos bens domésticos, mas não os dos bens internacionais, se a taxa de cambio não se modificar" (Pastore&Pinotti,1996).

"Não por acaso, traços comuns a essas experiências foram o crescimento explosivo das importações e a acumulação de déficits expressivos na Balanço Comercial e no Balanço de Pagamentos em transações correntes em conseqüência não apenas da valorização cambial, mas também da abertura do mercado interno as importações, a não ser no caso mexicano. Neste contexto a abertura financeira externa se torna um dos aspectos centrais do modelo de política econômica seguido nos três países... a razão disto é clara: a possibilidade de atrair capital externo de maior estabilidade e em condições mais favoráveis de prazo e custo depende, em grande medida, do restabelecimento da confiança e da credibilidade internacional do país. Como essa credibilidade vai sendo conquistada aos poucos e os desequilíbrios externos em Conta Corrente aparecem com grande rapidez, a dependência com relação a capitais de curto e médio prazo instala-se quase que inevitavelmente" (Batista,1996).

Cabe lembrar neste ponto que esse tipo de ajuste, implementado nestes países, só foram possíveis devido ao excesso de liquidez no mercado internacional, que levava a baixíssimas taxa de juros no mercado internacional, por exemplo, a Libor (taxa interbancária de Londres) para operações de seis meses em dólares caiu de uma média de 8,8%a.a. em 1989 para 6,1% em 91, 3,9% em 92 e 3,4% em 93. É somente nesses momentos de excesso de liquidez que aparecem os países emergentes como fonte receptoras dos fluxos de capital financeiro internacional.

A política fiscal e as privatizações desempenham, neste modelo de ajuste, a função de viabilizar a ancoragem cambial. A política fiscal cabe primordialmente impedir que déficits fiscais, não financiados com endividamento externo ou internos de

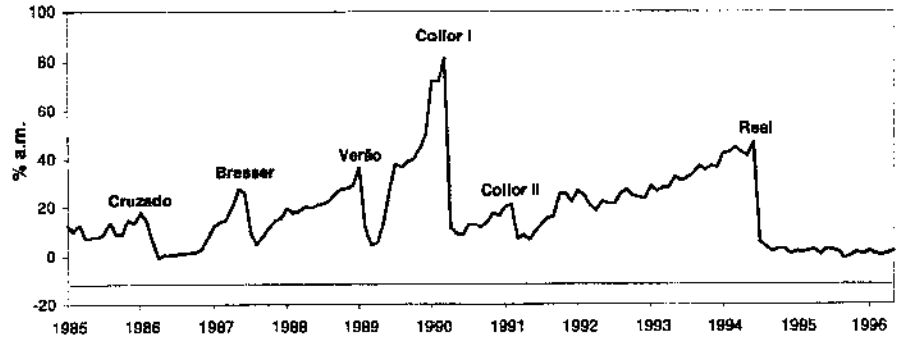
médio e longo prazos, ameacem a sustentação do cambio, decorrente, evidentemente, da preocupação com um desequilíbrio entre a liquidez em moeda nacional (base monetária e títulos públicos) e as reservas cambiais do Banco Central e com o nível de absorção da economia force este último a praticar taxas de juros excessivamente elevadas, em caráter permanente, e acabe criando condições para ataques especulativos bem sucedidos. As privatizações do ponto de vista do modelo de estabilizações adotadas nesses países, a venda de empresa estatais é especialmente eficaz quando implica desnacionalização e entrada de recursos novos em moeda de liquidez internacional. Nesse caso, ela contribui para equacionar os problemas financeiros internos do setor público e, ao mesmo tempo, para financiamento do desequilíbrios do Balanço de Pagamentos em Conta Corrente.

Capítulo 1

Precedentes ao Plano Real

A economia brasileira viveu durante anos sob a alta inflação. Esse contexto inflacionário possui características específicas que o diferem de qualquer tênue e passageiro processo inflacionário. Nesse regime, a moeda-de-conta oficial (o cruzeiro, o cruzeiro novo, o cruzado e o cruzeiro real) desapareceu dos contratos, pois utilizá-la

Inflação [1/]



Fonte: FGV
1/ IGP-DI

seria uma atitude irracional, significaria aceitar contratos cujo valor futuro seria incerto em função da volatilidade da inflação e da dispersão de preços relativos causada pelo próprio processo inflacionário. Portanto, cada grupo de agentes adotou uma nova unidade de conta para poder proteger seus compromissos contratuais futuros, levando a um alto grau de indexação da economia brasileira.

Sobre as características da inflação em ambientes altamente indexados, extrai a seguinte passagem: "A cada instante, o valor nominal de cada contrato é revisto para cima, e os eventos ocorridos até seis meses antes afetam o aumento futuro dos preços. Seis meses é a duração da memória do sistema econômico. Se se consegue reduzir a taxa de inflação no período t, por exemplo, este sucesso é esvaziado pelo fato de que os contratos revisto no período t+1 têm memória das taxas mais elevadas registradas entre

os períodos t-5 e t. Por conseguinte, zerar a memória inflacionaria do sistema é uma condição crucial para romper a inércia" (Lara-Rezende&Perso Arida). Mesmo a combinação de um rigoroso ajuste fiscal e de uma política monetária fortemente restritiva não era suficiente para reduzir a inflação de forma rápida e sustentada com a preservação do emprego e do nível de atividade econômica.

A indexação era vista como um redutor eficaz dos custos da inflação corrente, impedindo que taxas de inflação elevadas inibissem a atividade da intermediação financeira, introduzissem distorções no sistema tributário (como a taxação de lucros inflacionários nas empresas), gerassem redistribuições indesejadas de renda e ineficiências na alocação de fatores. A indexação era assim, o instrumento a partir do qual, inicialmente, o governo e, posteriormente, a sociedade procuravam minimizar os custos da inflação.

O choque heterodoxo ganha força ao reconhecer a natureza inercial da inflação brasileira, mas peca ao não considerar a volatilidade dos preços relativos da economia em regimes de alta inflação. Uma fotografia, um choque heterodoxo, um congelamento temporário dos preços, num dado ponto do tempo mostraria preços relativos em desequilíbrio. Segundo Lara-Rezende e Arida, se o congelamento anunciado fosse muito breve, fracassaria no objetivo de suprimir o impulso inflacionário herdado do passado; se muito longo, a inconsistência dos preços relativos teriam de ser absolvidos pelo racionamento.

É considerando-se a necessidade de apagar a memória inflacionaria e superar o desequilíbrio dos preços relativos, que surge a proposta "Larida", referindo-se a proposta de reforma monetária desenvolvida nos anos oitenta por Pérsio Arida e André Lara-Rezende. Consistia, em síntese, o encolhimento da memória do sistema e a emissão de moeda indexada. Embora se discuta à respeito da originalidade do enfoque

inercialista da inflação brasileira, não se pode negar a originalidade da introdução da moeda indexada, com paridade fixa com a ORTN (unidade de conta pública) e o dólar, circulando em paralelo a moeda antiga, suprimindo completamente o componente inercial mas deixando inalterado o componente não-inercial da inflação pré-reforma.

Neste período de alta inflação, a moeda nacional perdeu a capacidade de excercer plenamente as duas funções tradicionais da moeda: estoque de valor e unidade de conta. A função de reserva de valor passou a ser desempenhada por um conjunto de instrumentos financeiros de alta liquidez, a chamada moeda remunerada. Como moeda de conta, na prática, não se tinha mais uma moeda, mas várias, substituindo por índices de preços e unidades de contas públicas e privadas usadas para os mais diversos fins. Apesar da indexação os agentes perceberam que suas remunerações reais oscilavam e tentavam pelas regras da indexação manter-se na conhecida posição de pico recuperando suas perdas do período anterior.

Introdução ao Plano Real

O Plano Real é a tentativa mais complexa já realizada no Brasil para combater a inflação com base em uma reforma monetária. Sua concepção insere-se dentro da inspiração inercialista, mas num contexto econômico bastante modificado em relação ao das idéias que o influenciaram, já comentadas, somado ao aprendizado do fracasso dos planos anteriores.

Dividiu-se o combate inflacionário em três fases. A primeira fase se constituiu na implementação do Fundo Social de Emergência (FSE), apresentado em 14 de Junho de 1993 ao Congresso Nacional, visando o equilíbrio fiscal de 94 e 95, buscando estabelecer condições na verdade preliminares ao plano de estabilização propriamente dito, visando a eliminação do déficit público através de medidas fiscais tanto transitórias

quanto permanentes. Esse fundo foi constituído por 20% do produto da arrecadação de todos os impostos e contribuições da União, desvinculando esta parcela, receita a gastos específicos, permitindo maior flexibilidade e racionalidade, na visão do governo, na alocação desses recursos. A finalidade essencial do FSE, criado pela EC Nº1, de primeiro de março de 1994, foi a de conferir ao poder executivo maior flexibilidade na gestão do orçamento, ampliando o poder discricionário da União quanto às decisões de realização ou não dos gastos, demonstrar com isso a capacidade do governo federal de executar as despesas orçadas sem precisar de recita gerada pela inflação. Com o término da vigência do FSE no final de 1995, foi substituído em 04 de março de 1996 pelo Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) com as mesma características.

Simultaneamente à proposta de criação do FSE, foi encaminhada a reprogramação do orçamento para 94, visando torna-lo compatível com o Fundo. As transferência voluntárias somente deveriam ocorrer mediante convênio ou mecanismo similar, de forma a permitir maior controle quanto ao montante e a eficácia do gasto. Também foram suspensas, por 90 dias, a concessão de avais pelo Tesouro Nacional, a abertura de crédito especiais no orçamento entre outras medidas de restringindo gastos caracterizando o ajuste orçamentário.

A segunda fase consistiu na implementação da Unidade Real de Valor (doravante URV) como moeda de conta e termina com conversão da URV na moeda Real. A URV foi implementada a partir de primeiro de março de 1994, sua constituição e posterior conversão em Real visavam reconstituir a moeda nacional como confiável para toda a economia. A URV foi instalada baseada em três índices: IPCA-E do IBGE, o IGP da FGV e o IPC da FIPE, corrigido diariamente visando refletir com precisão a perda de poder de compra do Cruzeiro Real, até sua substituição pelo Real. Na área cambial caberia ao Banco Central atuar diariamente no mercado de câmbio visando

garantir que o valor do dólar seguiria a evolução de URV, seguindo uma paridade de 1 para 1 em relação ao dólar.

Os salários, os benefícios da seguridade social e os contratos envolvendo o setor público foram os primeiros preços a serem convertidos para URV. Os salários foram convertidos em URV pela média de seus valores mensais convertidos em URV do quadrimestre anteriores a março, visando evitar problemas de pressão inflacionaria na nova moeda no caso de conversão pelo pico ou de perda excessiva de poder de compra no caso da conversão pelo vale. Procedimentos similares foram impostos aos alugueis residenciais, as mensalidades escolares e aos planos de saúde, sendo que estes últimos dois apresentaram problemas nas suas conversões. Já os preços e outros contratos, na fase final da vigência da URV, poderiam ser convertidos pela livre negociação entre as partes, diretamente de Cruzeiros Reais em URV e depois em Reais, não ocorrendo qualquer tipo de intervenção nos mecanismo de formação de preços desses bens e serviços. Procurou-se, através da URV, permitir a indexação generalizada da economia numa unidade de conta estável, a fim de promover o realinhamento dos preços relativos e de evitar o conhecido problema da passagem de um elevado resíduo inflacionário para a 3ª fase, após a reforma monetária.

A terceira fase foi a absorção pela URV das outras duas funções, meio de troca e estoque de valor, agora com o nome de Real, que entrou em vigor no dia primeiro de Junho de 1994. Converteu-se o Cruzeiro Real para Real a paridade de CR$2.750,00 para R$1,00. Neste período começa-se a dexindexação da economia, dexindexação esta que só será total em Julho de 95. A transformação da URV em moeda plena removeu, de forma engenhosa, grande parte do componente inercial da taxa de inflação.

Com a entrada em vigor do Real no dia primeiro de Julho de 1994, esperava-se por parte do governo uma queda da inflação maior do que a verificada IPCR – 23% no

segundo semestre de 94. Essa inflação pode ser vista como resultado de três fatores. Primeiro, a indefinição da indexação em alguns setores, principalmente nos planos de saúde e mensalidades escolares, segundo, como resultante da existência de expectativas desfavoráveis a estabilização por parte dos detentores dos bens domésticos e, terceiro, ganhos percentuais de vários produtos na fase pré-estabilização, que serão explicados posteriormente. É o segundo componente que o governo procurará combater após a implantação da moeda Real, dada a característica residual dos demais componentes.

Visando reverter as expectativas, em relação a este segundo componente, identificado antes da reforma como o componente inflacionário que ditaria a dinâmica de inflação após a reforma, confirmado pela diferença entre os índices de preço ao consumidor e por atacado dos produtos industrializados (ver pág. 02) o governo fixou metas quantitativas trimestrais para os agregados monetários e estabelece a utilização de bandas cambiais assimétricas, só fixando o teto em R$1,00/US$ deixando livre a flutuação cambial em direção a uma valorização nos primeiros meses de estabilização. O governo tenta utilizar a âncora monetária como forma de estabilizar as expectativas dos agentes, substituindo o papel da taxa cambial como âncora nominal por um de programa ortodoxo de controle da oferta monetária, que como veremos acabou não acontecendo.

URV: teoria e realizações na prática

A URV, Segunda fase do plano de estabilização, foi defendida por membros do governo como sendo fundamental para alinhar os preços relativos. Um indexador único e diário, baseado na variação do dólar. Sobre a visão da equipe econômica reproduzi o seguinte trecho:

"O grande problema da inflação inercial está no fato de que esta é uma economia indexada ao invés de dolarizada. Sendo indexada, os reajustes de preços ocorrem de forma defasada e assincrônica tornando inviável uma âncora cambial ou qualquer outra âncora. No dia da aplicação haverá sempre agentes econômicos com seus preços atrasados, que, em seguida terão de reajustar seus preços, inviabilizando o plano. Se a economia fosse dolarizada, os preços estariam sendo aumentados diariamente, de acordo com a variação da taxa de câmbio. Não haveria defasagem ou assincronia. No momento em que a taxa de câmbio fosse fixada, todos os agentes econômicos teriam seus preços razoavelmente em dia, não haveria desequilíbrio dos preços relativos.

A economia brasileira não é dolarizada, é indexada. Mas, com a adoção de um indexador diário amarrado na variação da taxa de câmbio (...) teríamos, na prática, as condições da dolarização sem que a economia estivesse dolarizada. Teríamos reajustes diários de preços, que estariam, portanto, sendo aumentados de forma sincrônica. (...) Uma vez obtida essa sincronização dos aumentos dos preços, bastará fazer uma reforma monetária (...) dar conversibilidade ao real em relação ao dólar, e a inflação estará controlada..."[1]

Segundo um estudo realizado por João Siscú[2], a URV não cumpriu seu papel de alinhar os preços da economia. A estratégia do estudo foi saber se a variação dos preços em cruzeiro real foi aproximadamente coincidente com a variação percentual do valor da URV, se isso se verificasse poderíamos afirmar que o sistema de preços relativos estava equilibrado. Utilizando dados do DIEESE (Departamento Intersindical de Estudos Estatísticos e Sócio-Econômicos) relativos à variação percentual dos preços, a análise do grau de URVerização mostrará o grau de relacionamento (grau de aderência da trajetória das curvas de variação percentual) entre a variável preço e a URV.

[1] Bresser Pereira, Luiz Carlos – " A economia e a política do Plano Real"
[2] Doutorando do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

Se se obtivessem um elevado grau de URVerização significaria que seus reajustes acumulados ao longo de um mês foram sincronizados e que essa sincronia ocorreu durante os quatro meses da etapa de URV. Então, se um item obteve um elevado grau de URVerização pode-se afirmar que seu preço real, na unidade de conta URV, praticamente não se alterou durante os meses de utilização da URV (março, abril, maio e junho). Portanto, segundo a tese da criação da URV, esses itens não transmitiriam pressões inflacionarias para a terceira fase do Plano. Um exemplo desse caso são os serviços públicos, que obtiveram, segundo o autor, um grau de URVerização de 98,5% e que tiveram uma defasagem neste período[3].

Grau de URVerização de diversos itens da economia - março-junho/1994

itens dos diversos setores	Grau de URVerização (em%)	itens dos diversos setores	Grau de URVerização (em%)
Alimentação		**Vestiário**	
1) Cereais, massas e farinhas	8,1	1) Roupas para homens	63,9
2) Carnes e derivados	2,8	2) Roupas para senhoras	22,8
3) Leite e Derivados	83,7	3) Roupas para crianças	15,3
4) Artigos de sobremesa	30,4	4) Calçdos	41,7
5) Frutas	70,5	**Saúde**	
Habitação		1) Assistência à saúde	12,9
1) Locação e taxas	6,1	2) Medicamentos	8,9
2) Serviços públicos	98,5	3) Outros produtos farmacêuticos	71,6
3) Serviços e mat. de reparação	48,7	**Equip. domésticos**	
4) Manutenção de domicílio	29,9	1) Móveis	47,5
5) Compra da casa própria	17,9	2) Utencílios domésticos	40,2
Transporte		3) Eletrodomésticos	86,4
1) Transporte coletivo	22,5	**Educação/Cultura**	
2) Transporte individual	40,8	1) Mensalidade taxas escolares	1,3
Recreação/Fumo		2) livros	89,3
1) Recreação	53,9	3) Material didáticos	12,5
2) Fumo	54,6	4) Jornais e revistas	82,1

Mas o que ocorreu, entretanto, foi que na maioria dos casos foi um baixo grau de URVerização em conjunto com variações percentuais acumuladas de preços no período

[3] Tabela extraída da Revista de Economia Política vol. 16 nº 2 (62) abril-junho/96 pág. 75.

março-junho, que superaram ou se defasaram em relação à variação percentual da URV no mesmo período[4].

Ganhos e perdas em relação à URV no período março-junho/1994

itens dos diversos setores	Ganhos e perdas em relação a URV (em%)	itens dos diversos setores	Ganhos e perdas em relação a URV (em%)
Alimentação		**Vestiário**	
1) Cereais, massas e farinhas	-0,69	1) Roupas para homens	-1,83
2) Carnes e derivados	8,6	2) Roupas para senhoras	17,09
3) Leite e derivados	27,71	3) Roupas para crianças	-19,78
4) Artigos de sobremesa	13,03	4) Calçdos	15,77
5) Frutas	-15,09	**Saúde**	
Habitação		1) Assistência à saúde	27,35
1) Locação e taxas	20,03	2) Medicamentos	-9,12
2) Serviços públicos	-3,63	3) Outros produtos farmacêuticos	21,88
3) Serviços e mat. de reparação	-6,87	**Equip. domésticos**	
4) Manutenção de domicílio	0,97	1) Móveis	8,18
5) Compra da casa própria	-9,6	2) Utencílios domésticos	24,06
Transporte		3) Eletrodomésticos	-2,25
1) Transporte coletivo	7,93	**Educação/Cultura**	
2) Transporte individual	25,86	1) Mensalidade taxas escolares	2,35
Recreação/Fumo		2) livros	7,63
1) Recreação	36,17	3) Material didáticos	-6,43
2) Fumo	3,65	4) Jornais e revistas	-2,93

Essa é uma das questões fundamentais porque , por um lado, preços defasados em relação a URV provocariam reações inflacionarias durante a fase de estabilização e, por outro lado, preços majorados levariam a convivência com taxas de inflação após a terceira fase do programa compatíveis com os ganhos acumulados.

Pode-se verificar que, dado o baixo grau de URVerização observado na economia e o alto percentual de ganhos e perdas de vários itens em relação a URV, a URV não cumpriu o mesmo papel que o dólar espontaneamente cumpre nas fases mais

[4] Tabela extraída da Revista de Economia Política vol. 16 nº2 (62) abril-junho/96 pág. 76

agudas das hiperinflações, não cumpriu, assim, o papel destacado pela teoria de sua criação.

Assim, podemos concluir que a reforma monetária estabilizadora, transformação de URV em moeda, foi implementada em um contexto desfavorável pois os preços relativos não estavam alinhados ao final da segunda fase. Apesar desse desequilíbrio, o Plano Real foi bem sucedido no controle inflacionário nos primeiros meses. Principalmente devido ao apoio da classe empresarial à estabilização, pela prática do não-reajuste, somente possível porque grande parte dos produtos acumulou ganhos percentuais na fase pré-estabilização. Explicando em parte a inflação de 16,97% acumulada no primeiro semestre da vigência da nova moeda.

Assim constatamos que a URV não desempenhou plenamente a sua função teórica idealizada. Contudo, podemos afirmar que a URV desempenhou papel fundamental no plano de estabilização ao permitir a conversão dos salários pela média, evitando, assim, uma possível fonte de pressão inflacionaria. As remunerações dos trabalhadores tiveram os seus períodos de recomposição reduzidos, portanto, os salários incorporaram de forma mais rápida as perdas inflacionarias no período de vigência da URV, uma antiga reivindicação dos sindicatos, quando antes sofriam uma forte deterioração entre os picos que se seguiam ao reajuste quadrimestral e os vales que antecediam tais reajustes. O que neutralizou grande parte do movimento de oposição à regra de conversão dos salários pela média e trazendo para o plano o apoio da opinião pública e dos empresários.

Relação entre o quadro financeiro internacional, expectativas e aprendizado no Plano Real

Um dos grandes trunfos do Plano Real foi como ele lidou com as expectativas dos agentes. Ao ser anunciado no dia sete de Dezembro de 1993, ou seja, em um período bem anterior a sua implantação, ele tentou desarmar as expectativas em relação a um congelamento buscando apoio junto a classe empresarial e evitar uma aceleração da inflação nos dias próximos ao lançamento da nova moeda.

Outro fator favorável ao Real, em contraste com o quadro que prevalece durante a maior parte da década de 80 e até o início de 90, era de que o Brasil dispunha agora de acesso aos mercados financeiros internacionais. No que se refere ao relacionamento com a comunidade financeira internacional, o Brasil concluiu acordo com os credores do Clube de Paris e negociou a reestruturação da dívida externa com os bancos credores privados. Esses passos foram fundamentais para a redução do risco Brasil, o que permitiu o retorno ao país dos créditos voluntários de fontes não oficiais. "A abertura financeira está ligada à crescente integração dos mercados financeiros internacionais nos anos 80 da qual os países latino-americanos estavam, até muito recentemente, excluídos pelo elevado risco-país que representavam. No início dos anos 90 a normalização das relações com os credores privados, alcançada pela renegociação das dívidas externas, e a elevada liquidez dos mercados internacionais (diminuição das taxas de juros para operações em dólares), conjugada às crises em mercados de ativos nos países da OCDE, ocasionaram o retorno dos fluxos de capital voluntários privados para a América Latina. Ambos os processos contribuíram para diminuir o risco-país na região (para os investidores externos) e o risco cambial de empréstimos externos (para devedores internos)". (Presser,1997)

"Outro ponto importante era o elevado nível de reservas internacionais, que em Junho de 1994 chegaram a nada menos de US$40,1 bilhões, dos quais cerca de 70% haviam sido constituídos desde a posse de FHC como Ministro da Fazenda. A

preocupação de tomar precauções desse tipo refletia a percepção de que o insucesso de programas anteriores de estabilização no Brasil, notadamente do Plano Cruzado, se devera em parte a dificuldades de natureza cambial" (Batista, 1996). Esse montante de reservas também serviria para prover a nova moeda de uma forte linha de defesa, desencorajando qualquer tipo de ataque especulativo contra o Real.

Esse acúmulo de reservas só foi possível devido, além das características do mercado internacional no período já citadas, a disposição de adotar políticas monetárias, tributárias e cambiais compatíveis com a atração de capitais especulativos. Do aumento de US$ 32 bilhões nas reservas, que cresceram de US$ 8,6 bilhões (conceito caixa) em dezembro de 1991 para US$ 40,1 bilhões em junho de 1994, pouco mais de 20% haviam resultado de superávits no Balnaço de Pagamentos em Conta Corrente. Em outras palavras, tratava-se fundamentalmente de reservas formadas, principalmente, por investimento de carteira (ações e aplicações financeiras) que podem, como se sabe, sair do país de forma instantânea (Tabela 2).

O governo sabia, por experiências latino-americanas e pelo próprio Cruzado, que estabilização monetária, realizada em condições de inflação muito elevada, tenderia a produzir de modo automático expansão da demanda, especialmente do consumo. Essa expectativa amparava-se em diversos fatores, entre os quais se destacam a queda drástica do imposto inflacionário (e conseqüente transferência de recursos para setores de baixa renda, com alta propensão marginal a consumir, que dispõem de pouco ou nenhum acesso a moeda remunerada em regimes de alta inflação), o reaparecimento do crédito a prazos mais longos em função do surgimento de um padrão monetário estável e a demanda reprimida. Esse terceiro componente é explicado pela incerteza em relação à renda futura ocasionada pela inflação elevada e com isso tendia a induzir à poupança,

como medida preventiva. Com a previsibilidade da renda real futura devido a queda da inflação, isso se inverte, induzindo a despoupança.

Outra fonte de expansão da demanda interna seria a hipótese, que ficou conhecida como efeito Bacha, onde o argumento básico era de que ocorre no Brasil um efeito Olivera–Tanzi às avessas. "Pois os impostos são protegidos contra a inflação, enquanto as despesas são determinadas no orçamento em termos nominais. A inflação, portanto, presta um duplo serviço ao Tesouro Nacional: a geração do imposto inflacionários e a redução do gasto real" (Bacha, 1995). Sendo os gastos públicos menos indexados do que as receitas públicas, o déficit fiscal aumentaria com a estabilização pois não se contaria mais com a corrosão dos investimentos entre o planejamento e o gasto efetivo, reforçando o efeito expansivo da ampliação do consumo e outros componentes do gasto privado" (Batista,1996).

As experiências anteriores, principalmente o Cruzado, mostrava que a expansão produzida endogenamente pela estabilização se convertera em uma das causas fundamentais do naufrágio de diversas tentativas de estabilização, seja gerando inflação interna de demanda ou problemas no setor externo da economia. Tornava-se necessário, portanto, adotar providências para contê-la. Uma das alternativas seria o contracionismo fiscal para reduzir a absorção da economia. É visando esse ajuste para 94 e 95 que é lançado o FSE, como já foi explicado. Era uma maneira do governo lidar também com as expectativas ao sinalizar que o governo não mais se financiaria por meios inflacionários. Mas da passagem da teoria para prática perdeu-se o ajuste e não houve mudança de caráter fundamental nas finanças do governo. O resultado primário do setor público é de um superávit de 5,6% do PIB em 1994, propiciado principalmente pelo aumento da arrecadação via crescimento da economia e da base tributada, e de apenas 0,37% do PIB em 1995. O resultado consolidado do setor público tem um superávit de

1,34% do PIB de 94 e um déficit de 4,99% do PIB em 1995. Em parte explicado pela variação da conta de juros, que pelo seu tamanho tem grando influência no consolidado do setor, passando de 3,82% para 5,36% do PIB entre 94 e 95 refletindo a política de juros do Plano Real.

Dolarização

Expectativas dos agentes em relação a um plano de estabilização é tão mais fácil de ser controlado quanto maior a dolarização da economia no seu aspecto de uso interno da moeda estrangeira a ser ancorada, ou seja, circulação doméstica sem restrições ou como indexador de contrato na economia. Sendo muito importante, principalmente, para os detentores de bens não comerciáveis internacionalmente. Como exemplo temos a Bolívia onde a fixação da taxa câmbio com a circulação do dólar americano sem restrição, levou a conversão da inflação à níveis baixíssimos imediatamente. Segundo Carvalho, toda economia precisa de uma âncora, referencia para um sistema de preços, "um ponto fixo em termos do qual os outros preços se situam. Processos inflacionários destroem estes pontos fixos, todos os valores tornam-se fluidos. Em inflações rastejantes, estas variações podem ser suficientemente pequenas a ponto de serem ignoradas. Já nas hiperinflações, torna-se impossível manter qualquer referência nominal na moeda local. Nenhum preço nessa moeda é suficientemente estável para servir de referência a outros. Esta é a força que leva à substituição da moeda local por uma estrangeira, especialmente o dólar. A dolarização permite a recomposição de uma âncora....".(Carvalho, 1995)

A dolarização da economia era visto e recomendada, principalmente pelo FMI, como a única forma viável de restituir credibilidade às iniciativas estabilizadoras de Estados desacreditados, como o Brasil. Sem querer me estender demais neste ponto,

pois não é este o alvo do estudo, o autor pensa que na contrapartida da estabilização imediata via dolarização da economia, estariam os seguintes fatos: 1 – A vinculação da base monetária às reservas coloca a gestão monetária e financeira doméstica na estrita dependência da política monetária do país emissor da moeda âncora; 2 – A plena conversibilidade torna a economia mais vulnerável aos movimentos internacionais de capitais; 3 – A transferência para o exterior da receita de seigniorage e a criação de hábitos e padrões de difícil reversão; 4 – O tamanho das reservas necessárias ao país em relação ao seu PIB, para que não ocorra uma recessão interna, torna esta estratégia de estabilização particularmente difícil no caso brasileiro. Essas contrapartidas a dolarização, com certeza pesaram na decisão da equipe econômica do governo, decisão esta que deve ser entendida em um ambiente pré-eleitoral com as repercussões políticas negativas de uma aproximação explicitas com o FMI.

Capítulo 2 - A Economia no Segundo semestre de 1994 e a Política Econômica

Política Monetária e Cambial nos primeiros meses do Real

A economia brasileira chega em 1ª de julho de 1994 com sua nova moeda, o Real, legalmente em circulação, e com decisões fundamentais a serem tomadas já no primeiro dia pela equipe econômica. Essas decisões influenciariam todas as futuras ações do Banco Central, corretivas ou não, e sinalizariam para os agentes sobre as futuras trajetórias da política econômica. Eram decisões em relação à taxa de juros do overnight, que o Banco Central fixaria para o primeiro dia do Real, e a posição da instituição em relação a uma possível valorização do real frente ao dólar.

Consciente da necessidade de diminuir o crescimento dos futuros níveis de atividade da economia, gerado pelo crescimento endógeno propiciado pela estabilização econômica, o Banco Central abriu em 8% ao mês a taxa de juros no primeiro dia. A média mensal, no período, foi de 6,9% ao mês e de 4,2% no mês seguinte. Esses valores embora pareçam oferecer pequenos rendimentos se comparados ao juros do mês de junho (50,6%), eram muito altos em termos reais, possibilitando uma margem substancial para a arbitragem internacional da taxa de juros, que deve ser somado ao comportamento da taxa de câmbio nos primeiros meses. Com taxas de juros elevadas o governo evitou a redução dos investimentos em ativos financeiros, evitando com isso uma corrida ao consumo, e aumentou o custo de financiamentos desestimulando consumo. Ainda com a mesma preocupação, sobre os futuros níveis de atividade, o governo lança medidas destinadas a restringir a capacidade de criação de crédito do sistema bancário, estabelecendo, inicialmente, um compulsório de 100% sobre

depósitos à vista, a partir de julho de 1994. Posteriormente foram feitos novos ajustes que serão tratados posteriormente.

O resultado dessa política monetária de juros altos foi a existência no mercado de um cupom cambial alto (taxa de juros interna diminuído da projeção da variação cambial e dos juros internacional) e isso associado a queda do risco Brasil, já explicada, e na presença de mobilidade internacional de capitais ocorreu como resultado um aumento de oferta de divisas no mercado de câmbio. Esse excesso de divisas pode ser explicado pela grande variação positiva dos estoques de ativos de investidores estrangeiros, passando de US$13.573 milhões em junho, para US$16.148 milhões em julho e US$21.315milhões em agosto, a partir do qual se estabiliza até dezembro. No início de julho os superávites cambiais alcançaram US$233 milhões nos cinco primeiros dias úteis do mês, situações como essa, de superávit cambial, ocorreram durante os meses seguintes.

Se o Banco Central absorvesse a oferta excedente, acumulando reservas cambiais adicionais, poderia colocar em risco a consecução das metas monetárias, suposto sustentáculo da reforma monetária. Consistentemente com a opção pela âncora monetária, o Banco Central se retirou do mercado de câmbio, entre julho e outubro de 94, permitindo que o excesso de oferta de divisas ocasionado pela sua política de juros se refletisse em queda do câmbio nominal.

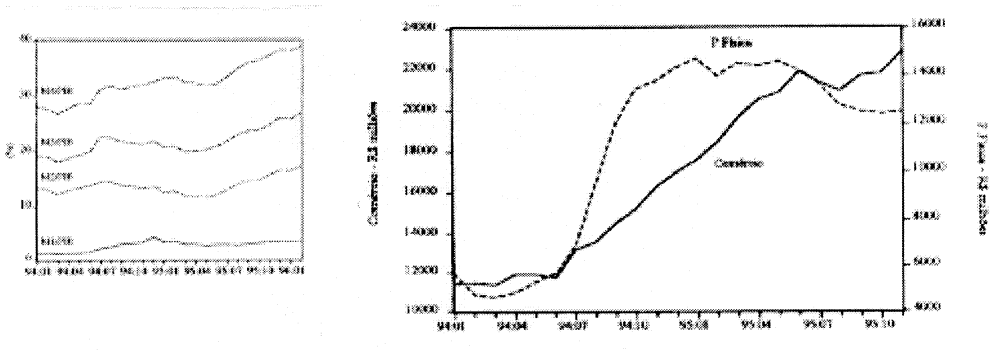
"Os mercados de câmbio, em 1ª de Julho, abriram com a cotação em R$0,90 por dólar, sinalizando que o governo não pretendia sustentar o Real por intermédio de operações de compra pelo Banco Central. O compromisso oficial era com a defesa de um teto para taxa de câmbio: o Banco Central comprometeu-se em vender dólares por R$1,00. Permitiu-se que a taxa de câmbio nominal fosse substancialmente valorizada até meados de outubro: a taxa de compra em 14 de outubro atingiu seu ponto mais baixo

(R$ 0,827). A surpreendente valorização nominal, somada à inflação residual, resultou numa supervalorização das taxas de câmbio nos primeiros meses do Plano" (Presser, 1996). O Real chega a 31 de dezembro de 1994 com uma taxa nominal de 0,846 para US$1,00, ou seja, uma apreciação nominal de 15%. Opção de deixar livre o câmbio no sentido de uma valorização, facilitada se compreendida em um contexto eleitoral, onde o Ex-Ministro da Fazenda, então candidato à Presidência da República seria o mais favorecido caso fosse assegurado o sucesso imediato do Plano Real, em termos de estabilização, sendo o câmbio um bom instrumento para disciplina sobre a formação dos preços do setor privado.

Ao deixar que a taxa de câmbio flutuasse o Banco Central "permitiu que o crescimento da base monetária, necessário para acomodar o aumento de demanda pelo estoque real de moeda derivado da redução do custo de reter moeda, não ocorreria com a acumulação de reservas, mas com a recompra de títulos públicos" (Pastore&Pinotti,1996:p39). A recomposição da demanda real por moeda acabaria sendo mais rápida do que previa o governo na época da introdução do Real. Os tetos de expansão da base monetária passaram então por sucessivas revisões e redefinições. Na prática, acabaria sendo relegado a um segundo plano, alguns meses mais tarde, sem que isso tivesse impacto adverso perceptível sobre o andamento do programa. "Embora não tenha seguido o caminho argentino, fixando a taxa cambial e introduzindo um regime de *currency board*, a estabilidade de preços passou a ser sinônimo de estabilidade da taxa nominal de câmbio"(Pastore&Pinotti). O caminho escolhido para elevar a base monetária tinha o atrativo de reduzir a dívida pública, aliviando algumas pressões sobre o déficit público. Segundo Pastore e Pinotti, foram recomprados aproximadamente R$ 15 bilhões de títulos da dívida pública, levando ao aumento da base monetária sem que alterasse as elevadas taxas de juros em razão da crescente demanda por moeda no

período. A elevação da base monetária foi significativamente maior no período posterior ao Plano Real, em relação ao Cruzado, porque o recolhimento de 100% sobre o acréscimo de depósito à vista impediu a multiplicação de depósitos por parte do sistema bancário privado. O multiplicador bancário diminuiu.

Segundo Pastori & Pinotti (1996,pag39): "na prática, a redução do estoque de crédito concedido ao governo teve como contrapartida a elevação do estoque de credito concedido ao setor privado". O fator principal segundo os autores foi o estímulo aos investimentos em ativos financeiros, ao lado da recompra de aproximadamente 15 bilhões de reais em títulos públicos, abriu espaço para a venda de títulos privados, aumentando o passivo dos bancos, com o que foi possível elevar a oferta de crédito.



A taxa real de juros deflacionada pelo índice de preços era muito elevada e estimulou os investimento em ativos financeiros, como se verifica pelo crescimento dos vários agregados monetário medidos em relação ao PIB, com mostrado nos gráficos acima.

Ou seja, o aumento do passivo remunerado dos bancos propiciou o aumento em larga escala dos créditos ao setor privado, apesar da tentativa de bloquear a expansão de crédito ao setor privado pelo Banco Central através do recolhimento compulsório de todo o acréscimo de depósitos à vista. A reação do Banco Central foi a de criar recolhimentos compulsórios adicionais - sobre o volume das operações de crédito,

aumentar o percentual do recolhimento sobre depósitos à prazo e ainda limitar o número de prestações no crédito ao consumidor.

A Economia Real no período

O que estava acontecendo na economia real no período do segundo semestre de 1994 era um forte aquecimento da economia explicado pelos salários do setor privado, público e pelo desempenho do sistema financeiro nacional. Os salários do setor privado e do público tiveram seu poder de compra aumentado devido ao fim do imposto inflacionário, propiciando aumento da renda real, principalmente das camadas de baixa renda pelo setor privado o salário foi baseado em um novo índice de preços, o IPCR, que nos seis primeiros meses do plano acumulou uma variação de 23% contra um IPC-DI abaixo de 10%. Pelo setor público às pressões de demanda foram pelo aumento dos salários das forças armadas e de parte do poder Executivo Federal entre setembro e dezembro de 1994. Em janeiro de 1995, todo o funcionalismo foi beneficiado pela política de indexação salarial, não somente com o reajuste integral pelo IPCR. Em março do mesmo ano, houve reajuste das gratificações para o Executivo Federal e, finalmente, em maio de 1995, o salário-mínimo foi reajustado para R$100,00, 10% acima do IPCR acumulado, em um movimento que se estende aos benefícios previdenciários.

Do lado do sistema financeiro mesmo com as tentativas do Banco Central já mencionadas houve uma elevação de 37% nos empréstimos para o setor privado entre junho e dezembro de 1994. Desta forma podemos destacar que o aumento da demanda advinda da massa salarial acima descrita e o amparo dado pelo sistema financeiro ao aumentar sue passivo remunerado propiciaram o crescimento de 7,86% no segundo semestre de 94 se comparado ao mesmo período do ano anterior.

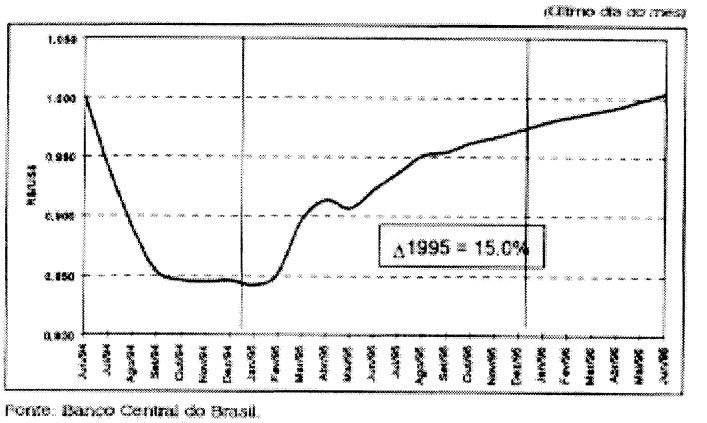
Como forma de caracterizar a forte pressão de demanda no período, destaco o crescimento das vendas do comércio varejista no Estado de São Paulo. Segundo dados da federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP) ocorreu nos três primeiros meses após a implantação da nova moeda, um crescimento real do faturamento do comércio varejista de 6,8%, 10,4% e 0,4% (dados dessazionalizados), respectivamente. Observou-se, nesse período, alteração no comportamento do consumidor, evidenciando pela maior participação das transações efetuadas a prazo, em detrimento das transações à vista. Segundo dados da FIESP, ocorreu no período uma mudança de patamar no nível de utilização da capacidade instalada, que passou de uma média de 75,5% no primeiro semestre do ano para 82,4% em setembro. A combinação do aumento da demanda doméstica com a pressão de custos salariais foi suficientemente forte para provocar um movimento ascendente do núcleo da inflação interna medido pelo IPC-I, mesmo ante a ampliação da concorrência externa propiciada pela apreciação cambial e redução das taxas sobre importações, que será explicitada posteriormente.

Mesmo com a preocupação inicial da equipe econômica em relação aos níveis de atividade posteriormente a reforma, acaba a economia brasileira surpreendendo a todos ao registrar níveis tão altos de atividade. Diante da acentuada elevação do nível de atividade observada nos meses seguintes e o esperado crescimento sazonal da demanda no final do ano, o governo adotou medidas visando evitar o repasse para os preços das pressões de custo e de demanda que então se manifestavam. Desta forma, foi antecipada de janeiro de 1995 para setembro de 1994 a adoção da Tarifa Externa Comum (TEC), atingindo cerca de cinco mil produtos e em outubro foram reduzidas as alíquotas de importação de 450 produtos. Coube ao Banco Central do Brasil, a partir de outubro, como reação a adaptação do sistema financeiro nacional, que expandindo seus créditos alcançou uma das principais formas para aumentar sua receita, ajustando-se ao

novo quadro econômico de estabilidade sem os ganhos de *float* da inflação, acompanhando e contribuindo para o aquecimento da economia, criar recolhimento compulsórios adicionais e outras medidas de restrição para as operações de crédito bancário, como já mencionadas.

O sucesso do governo foi parcial pois vimos no último trimestre de 94 o índice de inflação com taxas decrescente nos últimos meses do ano, o IGP-DI e o IPC-R acusaram, respectivamente, crescimento mensal médio de 1,9% e 2,4% no último trimestre de 1994. A atividade do comércio varejista foi afetada somente nas empresas que operavam com dinheiro de terceiros no financiamento ao consumidor, registrando ainda sim, aumento médio real de 1,43% ao mês nos últimos meses do ano, ante 5,6% no trimestre anterior.

O segundo semestre de 1994 acumulou uma variação positiva do PIB de 4,44% se comparado aos dados do Primeiro Semestre dessazionalizados (Tabela X). A combinação de uma política monetária de juros primários elevados, com uma política cambial de bandas assimétricas havia feito com que em 31 de dezembro de 1994 o Real tivesse sofrido uma apreciação nominal de 15% em relação ao dólar.

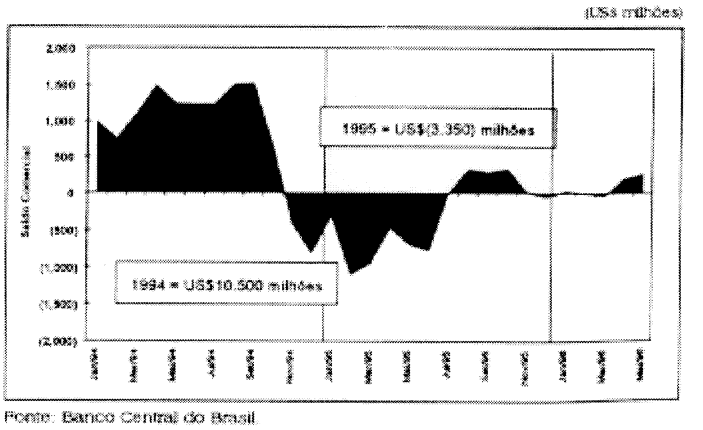


Fonte: Banco Central do Brasil.

A diferença entre os índices de crescimento da produção industrial e as vendas de bens de consumo, principalmente dos duráveis e semiduráveis. O conjuntos desses

fatores, fortalecidos pela decisão de acelerar o ritmo de liberação das importações como forma de diminuir a aceleração da inflação, leva o Brasil a registrar nas semanas finais de outubro e durante todo o restante do ano déficit na Balança Comercial, totalizando um déficit de US$600 milhões no último trimestre. Esses défices na Balança Comercial devem ser analisados juntamente com o déficit estrutural da conta de serviços do Brasil, pelo pagamento de juros incidente sobre o estoque as dívida externa, de fretes e seguros relativos ao comércio de mercadorias e de viagens ao exterior. Entre 1994 e 1994, o déficit anual médio desta conta foi de US$14,1 bilhões. Como no mesmo período a Balança Comercial apresentou um superávit médio anual de US$12,1 bilhões e a conta Transferência Unilaterais um superávit de US$1,8 bilhões, o déficit anual médio na Conta de Transações Correntes foi de apenas US$270 milhões. Com o fim do superávit comercial o déficit na Conta de Transações Correntes explode, porque além de não

Saldo Comercial Mensal



Fonte: Banco Central do Brasil

contribuir para a diminuição da necessidade de financiamento externo a Balança Comercial passa a aumenta-la. O Brasil passou assim a ser mais fortemente dependente da conta capital ou da deterioração das suas reservas internacionais, para equilibrar o setor externo.

A opção inicial pela flexibilidade da taxa cambial mostrava a preocupação com o controle da base monetária. Como existia a possibilidade de um forte crescimento inicial do consumo privado, que de fato ocorreu, associado ao processo de abertura da

economia, a manutenção do equilíbrio externo, segundo Pastore, teria que ser gerado com uma certa estabilidade da taxa de câmbio nominal, o que requeria um nível contido de absorção da economia, a política fiscal teria que ser contracionista. Era importante que o contracionismo fiscal, e não o monetário, realizasse a tarefa de reduzir absorção, para evitar que a taxa cambial se valorizasse. Dentro deste raciocínio, o controle do déficit público era necessário para evitar o desequilíbrio externo. Equilíbrio este que poderia vir com medidas mais heterodoxas, principalmente nas alterações da política comercial de abertura e inserção da economia brasileira e/ou da política cambial.

A partir de finais de Setembro de 1994 iniciam-se as intervenções no mercado de câmbio, para evitar a continuidade da forte valorização que o real vinha sofrendo, mas sem uma política clara para a taxa cambial. A flutuação da taxa cambial teve de ser abandonada e medidas na área cambial foram tomadas visando aumentar a demanda por divisas, tais como a autorização de fundos de investimentos no exterior entre outras medidas.

Foi nesse contexto de forte alteração de preços relativos e da relação entre demanda e produção que a economia brasileira se viu atingida pelos reflexos da Crise do México. A crise mexicana e a desconfiança em relação aos demais países da região, levou a um refluxo dos movimentos internacionais de capitais. No caso brasileiro em particular, destaca-se a trajetória recente que a economia vinha tendo, muito parecida com a mexicana, de registrar déficit na conta transações corrente. Esse movimento de saída de capitais estrangeiros acrescido das pressões sobre as reservas internacionais que já se manifestavam desde de setembro, em função da deterioração da Balança Comercial, levaram as reservas internacionais do país a experimentarem uma queda acentuada a partir do final de 94. As reservas em outubro de 94 estavam no patamar dos US$40 bilhões, conceito caixa, atingiram seu ponto mais baixo desde a implantação do

plano em abril de 1995, registrando US$29,918 bilhões. Perdendo somente no mês de dezembro de 94 cerca de US$3 bilhões em reservas.

A crise cambial mexicana levou o Brasil a ter na segunda quinzena de dezembro de 1994 uma situação em que a presença do Banco Central no mercado cambial de fundamental importância para o futuro do plano. A sua intervenção era requerida para equilibrar a oferta e demanda no mercado e evitar com isso uma forte desvalorização do real frente ao dólar, que destruiria toda a estabilização alcançada e levaria a uma forte recessão, se essa desvalorização ocorresse em um percentual no nível do registrado no México e em uma economia aquecida, aberta e com desequilíbrio externo como no caso brasileiro. Neste período os contratos de exportação diminuíram e os de importação aumentaram, os exportadores postergando e os importadores antecipando seus contratos, cada um protegendo-se de possíveis oscilações na taxa de câmbio. Os estoques de ativos de estrangeiros diminuíram seguindo o refluxo dos capitais internacionais em outros países (Tabela 2). Segundo dados do próprio Banco Central, a instituição realizou vendas líquidas de divisas de US$2,4 bilhões mantendo assim o controle sobre a política cambial. O Plano Real foi aprovado assim em seu primeiro grande teste na área cambial, o de sobreviver ao ataque especulativo da crise mexicana, usando as reservas internacionais para isso.

Capítulo 3 – O ajuste recessivo de 1995

Nos primeiros meses de 1995 a economia mantém as mesmas características que se apresentavam no final do ano anterior. O nível de atividade econômica manteve-se em patamar elevado, com uma clara tendência de crescimento do índice de inflação, mesmo com o declínio dos preços dos alimentos devido a excelente safra, principalmente o IGP da FGV e o IPA-Indústria, e um elevado nível de demanda demonstrado pelo crescimento mensal de 2,5% real do faturamento do comércio varejista de São Paulo comparativamente ao último trimestre, que já se apresentava em um nível alto. O elevado nível de demanda permitiu a manutenção do ritmo da atividade fabril. A produção industrial encerrou o primeiro trimestre de 1995 com crescimento real de 3,1% sobre o trimestre anterior e de 14,7% em relação a igual período de 1994, segundo o IBGE.

Os desequilíbrios, assim como o crescimento da economia também continuaram. A economia registra em fevereiro seu quarto mês consecutivo e o maior déficit na balança comercial, atingindo neste mês US$1,1 bilhões. Segundo Pastore&Pinotti o déficit dessazionalizado entre fevereiro e julho de 1995 chegaram a aproximadamente US$1 bilhão por mês ou US$12 bilhões por ano, o que, somado ao gasto médio de US$14 bilhões na conta serviços atinge a US$26 bilhões por ano, que se aproxima de 5% do PIB e este não era um déficit sustentável a longo prazo e requeria correção.

O recorde negativo registrado em fevereiro gerou expectativas negativas, no início do mês de março, de que o governo teria de promover ajuste expressivo na taxa de câmbio. A recente experiência mexicana era ponto de referência para todos: mercado e Banco Central do Brasil. Cabia ao Banco Central evitá-la e aos agentes se prevenirem de possíveis variações da taxa de câmbio. A autoridade monetária percebeu que apesar

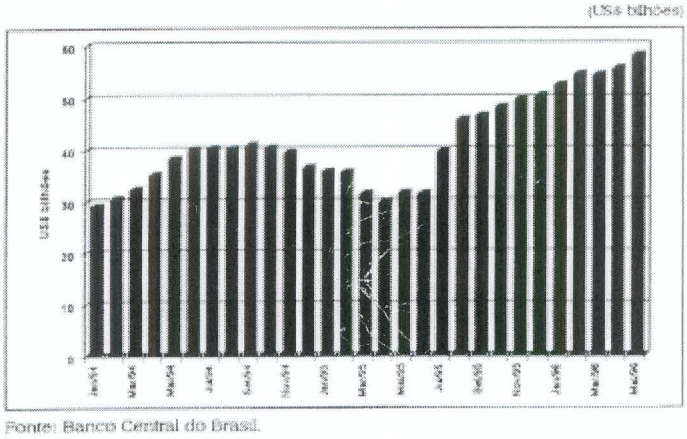
de contar com elevado montante de reservas cambiais, estabilizadas em US$35 bilhões no período, não seria prudente permitir indefinida deterioração da balança comercial, que poderia levar a um patamar de déficit em Conta Corrente não integralmente financiável por capitais autônomos, somados ainda a redução no fluxo desses capitais a países emergentes em virtude do cenário determinado pela crise externa.

Entre março e junho de 95, o governo adotou um conjunto de pesadas medidas restritivas para lidar com os desequilíbrios anteriormente identificados, que ameaçavam a sustentação do plano. Houve uma ruptura da trajetória descendente da taxa básica de juros com um forte aumento, acumulando no ano de 1995 uma taxa de juros reais deflacionada pelo IGP-DI, centrado no final do mês, de 33,5% contra 24,8% no ano de 94[5]. Impuseram restrições adicionais à repressão do crédito, que se somaram àquelas em vigor desde dezembro de 94, que impuseram um compulsório de 30% sobre depósitos a prazo e limitaram o prazo de financiamento ao consumidor. "Associado ao aumento da inadimplência, as medidas contracionistas tiveram um forte impacto sobre o crédito do sistema financeiro para o setor privado, cuja expansão se reduz para 21% no primeiro semestre, e para apenas 6,5% no segundo semestre de 1995"(Bacha,1997).

Simultaneamente com o aperto monetário, o Banco Central anunciou uma alteração substancial na forma de condução da política cambial e um aumento de 20% para 70% das tarifas de importação sobre automóveis e eletrodomésticos. O Banco Central estabeleceu, no dia 6, o sistema de bandas cambiais deslizantes, restringindo a flutuação do real em relação ao dólar entre R$0,86 e R$0,90, limites estabelecidos pela autoridade monetária a vigorar por tempo determinado. Dúvidas em relação cumprimento das datas e, principalmente , das taxas cambiais previstas para as desvalorizações contribuíram, juntamente com os sucessivos défices da balança comercial, para a ocorrência de movimentos especulativos contra o Real nos dias 7e 8.

Esse movimento especulativos continuou e acentuo-se no dia 9 de março, quando o Banco Central vendeu cerca de US$6 bilhões para manter controle sobre a taxa cambial. Visando restabelecer o equilíbrio nos fluxos de câmbio várias medidas foram tomadas conjugadas a elevação da taxa interna de juros. Foram reduzidas as alíquotas do IOF sobre ingresso de capital estrangeiros e os prazos para captação e renovação de empréstimos externos. No dia 10 o mercado passa a entender as intenções do governo, acreditar no novo regime cambial e, principalmente, na firmeza com que o Banco Central a defenderia caso fosse novamente necessário. Restabelecido a normalidade no

Reservas Internacionais
Conceito Caixa — Final De Período



Fonte: Banco Central do Brasil.

mercado de câmbio o Banco Central recompra no dia 10, 13 e 14 cerca de US$4 bilhões vendidos no dia 9, levando a uma perda de US$4 bilhões nas reservas internacionais. Dentro dos novos parâmetros da banda cambial a taxa fechou o mês em R$0,896/US$1, realizando assim uma desvalorização de 5,2% em março. Era o segundo ataque especulativo que o Plano Real sofria em um curto espaço de quatro meses, demonstrando que realmente o curso da economia teria de ser revisto. Assim como na primeira tentativa o Banco Central utilizou as reservas para não permitir uma forte desvalorização do Real, só que desta vez custou US$10 bilhões.

[5] Fonte: Boletim do Banco Central do Bresil

Segundo Bacha, devido à incerteza sobre a forma que o Banco Central iria atuar no novo regime de bandas cambiais, aguçou-se, por algumas semanas a pressão sobre as reservas internacionais, até ficar claro que o Banco Central iria definir de tempos em tempos uma banda larga para o câmbio, e que, dentro dessa banda, praticaria intervenções diárias, de modo a caracterizar minibanda e a provocar pequenas, mas sucessivas, desvalorizações dessas minibandas ao longo do mês, em dias e magnitudes não preanunciadas. O acumulado mensal dessas minidesvalorizações seria, entretanto, pequeno quando comparado com a diferença agora magnificada entre as taxas internas e externas de juros de curto prazo, ou seja, mantinham-se o incentivo para manterem em reais os ativos financeiros domésticos de curto prazo, buscando evitar uma "corrida contra o Real", e de fundamental importância, como veremos a frente, para explicar a recuperação do nível de reservas.

Outra mudança na política cambial foi instituída em junho com o chamado leilão de *spread*. Por esse mecanismo, as instituições, somente os *leaders* do mercado, participam dos leilões têm que definir taxas de compra e venda, a partir de um *spread* previamente definido pelo Banco Central, possibilitando maior controle do Banco Central no mercado de câmbio. Esse sistema reduziu as possibilidades de oscilações mais acentuadas na taxa cambial, uma vez que o Banco Central teria a opção de comprar e vender divisas em cada leilão, dependendo do nível das taxas definidas pelas instituições. Como toda mudança na área cambial esta também criou expectativas de desvalorização para os agentes, postergando ou antecipando seus movimentos procurando com isso ganhos especulativos, mas esse movimento foi muito inferior ao registrado em março e logo foi superado por não conseguir influenciar grande parcela do mercado.

A normalização do mercado de câmbio só veio a acontecer realmente no início de julho com a reversão dos fluxos de capital, caracterizando-se, agora, pelo elevado volume de ingressos na forma de investimento em portifólio (Tabela 2) e empréstimo em moeda, principalmente Bônus e *Notes* e através da resolução nª 2148. Agora o Banco Central passa a intervir para que a moeda não seja desvalorizada, na tentativa de manter a trajetória planejada para a taxa cambial o Banco Central acumulou significativo volume de reservas durante o restante do ano, acumulando nada menos que US$50 bilhões em dezembro de 1995.

Essa volta do fluxo de capitais ao Brasil caracterizado acima é explicado pela manutenção, pelas autoridades monetárias brasileiras, de juros primários elevados e de facilidade de captação de recursos fora do país. Esse nível de juros reais possibilitou a volta dos recursos estrangeiros após a normalização de fluxo aos países emergentes e da diminuição da percepção de risco que eles representavam. E por outro lado essa diferença de juros acabou por "empurrar" as empresas nacionais de grande porte interessadas em investir à captar recursos nos mercados desenvolvidos, notadamente no mercado americano, representando uma captação de US$9 bilhões no ano de 1995[6]. Contraindo um passivo para a empresa e o país de longo prazo mas entrando com novos recursos em moeda forte no curto prazo, aumentando as reservas. Outro fator importante para esse fluxo foram as captações feitas vai nª2148 – Financiamento Rural Direto, pois a desvinculação de um percentual com destino ao crédito rural e as isenções de IOF feitas pelo governo acabaram por levar os bancos nacionais a procurarem receita no diferencial dos juros de captação e os juros pagos pelo títulos do governo federal brasileiro, não repassando esse crédito ao setor produtivo da economia. É com esse diferencial de juros que a política monetária do governo implementada, chegando ao já mencionado 33,5% de juros reais no ano, traz uma reversão dos movimentos

desfavoráveis da conta capital e recuperam-se as reservas a partir de julho. As reservas, na verdade, superarão em US$10 bilhões as reservas iniciais do Plano, recuperando e superando as perdas sofridas nos dois ataques especulativos.

Conforme se verifica pela trajetória dos índices de inflação, as medidas de ajuste adotada tiveram êxito ao reverter a tendência inflacionária que se apresentava. As medidas adotadas a partir de março de 1995 também tiveram êxito em reverte o déficit externo, a partir de junho do mesmo ano a Balança Comercial passa a apresentar pequenos superávites, em uma situação que se mantém em níveis de equilíbrio até o final do ano. Junto a reversão do déficit comercial, ocorre também uma reversão na conta capital, como já explicado.

As consequências deste ajuste se fazem sentir principalmente nos dois trimestres seguintes no setor real da economia. A utilização média da capacidade instalada cai de 86% em abril para 81% em outubro[7], o índice de emprego industrial no Estado de São Paulo cai de 74,42% em janeiro para 67,8% em dezembro[8]. A clara mudança de tendência a partir de abril de 1995 esta representada na tabela a seguir[9]:

Indicadores de produção e consumo comparados

	Março de 1995 sobre a média do 1ª semestre de 1994	Média de Ago. a Out. de 1995 sobre Março de 1995(%)	Média de Nov.a Jan. de 1995 sobre a Média de Ago. a Out. de 1995(%)
IBGE (Brasil)			
Produção Geral	17,3	-15,4	3,5
Bens cons. Durável	28	-13,6	5,2
Bens cons. não durável	16,7	-4,3	3
Bens intermediários	12,8	-15	4,3
Bens Capital	35,5	-33,5	-0,2
FIESP (SP)			
Vendas reais inds.	50,5	-20,7	5,4

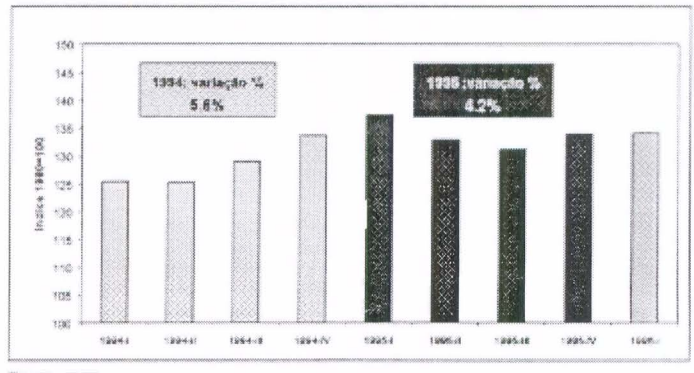
[6] Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil Vol. 32 nº6 – maio de 1996
[7] Fonte: IBGE
[8] Fonte: FIESP
[9] Tabela extraída do texto Pastre&Pinotti página 32

Horas trab. Empregado	5,2	-7,6	1,9
Nível util. Capacidade	9,1	-8,3	1,1
FCESP (SP)			
Fatur. Real comércio	25,3	-17,4	-3,2
Duráveis	57,6	-21	2,7
Não duráveis	17,4	-10	-2,4

As variações registradas dos níveis de produção industrial, da utilização da capacidade e do faturamento real do comércio ilustram bem o quadro recessivo do segundo e terceiro trimestre de 1995.

Dessazonalizado PIB Trimestral

(1980=100)



Fonte: IBGE.

A reversão do déficit comercial externo aparenta ser a imagem no espelho do comportamento das importações, o que significa que a curto prazo as flutuações das importações são dominantes na explicação das flutuações dos saldos comerciais. O grande crescimento das importações, na fase inicial do programa, devido a combinação de um câmbio que se valorizou e a abertura da economia em aquecimento, enquanto que a relativa estabilidade do crescimento das exportações foi devida ao aumento do comércio mundial e à elevação favorável dos preços internacionais dos produtos primários. A queda das importações, que restabeleceu pequenos superávites, é devida quase que exclusivamente à contração da atividade industrial, dado que neste período a taxa de câmbio real nâo se desvalorizou. O governo evitou a desvalorização e atacou o

desequilíbrio externo cortando a absorção relativamente ao produto, através de uma política monetária contracionista.

A escolha da equipe econômica de atacar os desequilíbrios pela diminuição da atividade econômica com a manutenção dos ajustes mensais do câmbio implementada com o regime de bandas cambiais levou o Banco Central a intervir pesadamente com a volta dos fluxos de capitais para manter a taxa cambial dentro das bandas determinadas. Essas intervenções converteram-se em aumento das reservas, devido o excesso de liquidez no mercado de câmbio, e como contrapartida outro aumento, só que agora da dívida mobiliária federal. O Banco Central teve de ser a válvula de escape para esse excesso de liquidez atuando como grande comprador, mantendo controlada a taxa cambial. Mas ao comprar as reservas dos agentes privados o Banco Central expandia a oferta de moeda e para esterilizar este aumento da oferta de moedas, visando a manutenção do nível de atividade, ele entrava no mercado vendendo títulos públicos com rendimento real muito acima dos juros internacionais, o que atraiu grande parte desse mesmo excesso de liquidez que o Banco Central esterilizava ao controlar o câmbio e a taxa de juros.

O Banco Central na tentativa de controlar o ritmo das desvalorizações do Real e manter os juros como forma de controlar a economia interna acaba estabelecendo uma relação direta entre o volume das reservas e o valor da dívida mobiliária. Quando a taxa doméstica de juros supera a internacional, a dívida interna cresce mais rapidamente do que as reservas e quando as taxas domésticas de juros são direcionadas, como no Brasil no ano de 1995, para atrair capitais que financiam um défices na Conta Corrente, a diferença entre os dois crescimento é ainda maior. Neste caso o custo fiscal daquela acumulação é permanente e estabelece-se um grande peso na conta de juros e o equilíbrio fiscal implicará fortes cortes e elevação de tributos. Os ganhos fiscais

derivados da redução do estoque da dívida na fase de remonetização foram eliminados pelo aumento posterior da dívida pública, induzida pelos altos juros e pela acumulação de reservas.

Ao final de 1995 encontramos uma situação de dilema para a política econômica. A impossibilidade de continuarmos apresentando os desequilíbrios, devido a alteração do cenário externo, e somente por isso a equipe econômica buscou solucionar esses desequilíbrios, e a solução implementada pelo governo foi em seu primeiro momento aprovada sem restrições por todos os setores. Foi aprovada porque existia um consenso em relação a necessidade de se fugir do destino que poderia nos unir a situação desorganizada em que o México se encontrava, principalmente em relação a inflação que poderia vir. Mas em um segundo momento muito criticada, pela manutenção da política cambial mesmo após a diminuição da absorção da economia, no segundo trimestre, e a volta dos capitais autônomos, já no terceiro trimestre.

A elevada elasticidade-renda da demanda por importação impõe que estas se elevem com a retomada do crescimento, requerendo o correspondente crescimento das exportações, mantida as características da política industrial brasileira. A taxa cambial valorizada reduz essa capacidade de crescer da economia ao diminuir a competitividade de nossas exportações. Ao manter a política cambial o governa sancionou baixos índices de crescimento para a economia brasileira. Entramos assim num circulo vicioso onde a taxa de juros e de câmbio têm que sofre desvalorizações e reduções graduais devido as conseqüências que estas têm sobre o nível de atividade e consequentemente no equilíbrio da Balança Comercial, sobre o fluxo de capitais autônomos, fundamentalmente para o equilíbrio da Balança de Pagamentos, e sobre a inflação.

Conclusão

O fim do trabalho chega e eu realmente concluo que, do meu ponto de vista, a atuação do governo foi quase sempre, até o segundo semestre, a mais recomenda e correta em todos as políticas, seja na área cambial ou com relação aos juros. A condução da política monetária e cambial foi focada única e exclusivamente no controle sobre a inflação doméstica. Esse enfoque no primeiro semestre do plano foi correto e necessário para o alcance da estabilidade em uma sociedade marcada por sucessivos fracasso em relação aos diversos tipos de planos de estabilização aqui já tentados. Foi levantado enumeras vezes no decorrer desse trabalho de como foi para a estabilização o acesso ao fluxo de capitais internacionais e a abertura da economia para produtos importados.

Embora surja ressalvas, da parte de todos, quanto a natureza especulativa de parte desse fluxo, a necessidade de sua presença aconteceu como conseqüência de nossa política industrial. E aí que fica o ponto falho no seu primeiro semestre, simplesmente por não existir essa política ao se antecipar a vigência da TEC.

Com relação ao posicionamento do Banco Central em dezembro de 1994 e em março de 1995, acredito ter sido o mais correto para aquele momento. Nos dois casos o Banco Central reagiu de maneira correta ao não permitir uma forte desvalorização do Real frente ao dólar, com a economia aquecida e com desequilíbrio externo como naquele dois momentos. Principalmente em março de 1995 quando, no jargão do mercado, o Brasil era a "bola da vez", e foi gasto o maior volume de recursos. O grande erro não foi as medidas contracionistas, como pesavam alguns economistas, mas sim o já mencionado não ajuste da taxa cambial quando a economia estava desaquecida e a Balança Comercial apresentava um pequeno superávit. A recessão da economia no segundo e terceiro trimestres de 1995 era o momento adequado para se alterar a política

cambial sem que isso representasse aumento nos índices de inflação. Quando a economia se recupera no quarto trimestre do ano a desvalorização não pode ser aplicada sem que isso se reflita no nível de preços. Como o controle inflacionário esta sempre na estratégia do governo, acaba-se por perpetuar o câmbio valorizado.

Apesar dessas restrições não posso negar o mérito da equipe econômica do período, ao tirar o Brasil de um regime de alta inflação para níveis de países desenvolvidos. Passamos para um estágio em que os agentes, os cidadãos e as empresas, não se preocupam mais com os reajustes, justificados pela inflação, mas sim com a produtividade das empresas nacionais, o déficit do governo, o nível de emprego entre outros fatores, eliminando um fator de peso chamado inflação.

Tabelas Anexas

TABELA - 1

Período		Taxa de câmbio*	Variação mensal da taxa de câmbio (Em%)		Índice da taxa de câmbio real** (INPC)
1994	jan	390,830	39,90		95,280
	fev	550,790	40,93		95,860
	mar	768,110	39,46		93,770
	abr	1109,550	44,45		94,900
	maio	1585,460	42,89		95,090
	jun	2289,670	44,42		92,970
	jul	0,930	11,10		78,180
	ago	0,900	-3,03		74,700
	set	0,860	-3,79		71,070
	out	0,840	-2,20		67,650
	nov	0,840	-0,47		65,510
	dez	0,850	0,95		65,030
1995	jan	0,850	-0,35		64,100
	fev	0,840	-0,71		63,290
	mar	0,890		5,72	66,070
	abr	0,910	2,14		66,070
	maio	0,900	-1,21		64,040
	jun	0,910	1,90		63,970
	jul	0,930	1,64		63,460
	ago	0,940	1,40		63,860
	set	0,950	1,17		64,030
	out	0,960	0,84		63,840
	nov	0,960	0,42		63,150
	dez	0,970	0,42		62,330
1996	jan	0,970	0,67		62,220
	fev	0,980	0,68		62,410
	mar	0,990	0,53		62,870
	abr	0,990	0,42		62,760
	maio	0,990	0,52		62,440
	jun	1,000	0,61		62,150

(*) Taxa de câmbio comercial de compra. Média dos dados diários. De janeiro a junho de 1994, valores em cruzeiros reais; (**) Taxa de câmbio nominal ajustada pelo diferencial de inflação com os EUA. Deflatores: -INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor); EUA -IPC (Índice de Preço ao Consumidor.

Fontes:Dados brutos-Banco Central do Brasil, Fundo Monetário Internacional e jornais diários.

Tabela 2

Brasil: carteira de ativos de investidores institucionais extrangeiros, 1993-96*
(Anexo IV da Resolução nº 1289/87)

Ano	Mês	Estoques de ativos** (Em US$ milhõe)	Composição da Carteira (em%) Ações	Derivativos	Debêntures	Moedas de Privatização	Outros
1993	Jun.	4.834	82,6	0,0	2,7	0,1	14,6
	Dez.	10.380	80,1	0,0	18,5	1,1	0,3
1994	Mar.	14.507	78,3	4,9	13,3	3,4	0,1
	Jun.	13.573	66,7	8,6	15,1	9,5	0,1
	Set.	21.612	78,1	3,2	12,3	5,0	1,4
	Dez.	20.971	77,5	3,9	12,4	5,4	0,8
1995	Mar.	13.297	82,8	1,4	8,4	4,3	3,1
	Jun.	16.923	85,2	2,1	7,6	4,4	0,7
	Set.	19.751	86,4	3,0	6,0	4,1	0,5
	Dez.	18.650	89,5	1,1	5,5	3,7	0,2
1996	Jan.	20.745	90,9	0,0	4,7	3,5	0,9
	Fev.	20.657	90,3	0,1	4,5	4,1	1,0
	Mar.	19.503	89,8	0,1	4,8	4,3	1,0

(*) Dados da Comissão de Valores Mobiliários; (**) Saldos apurados em fim de período

Fonte: Banco Central do Brasil

Revisão Bibliografia:

Franco, Gustavo H. G. . O Plano Real e outros ensaios. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995

Bacha, Edmar L. . Plano Real: uma avaliação preliminar. Revista do BNDES: Junho de 1995

Bacha, Edmar L. . Plano Real: uma Segunda avaliação. *Plano Real e Outras Experiências Internacionais de Estabilização.*

Batista, P. N. Jr. . O plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. *Estudos Avançados 10 (28), 1996.*

Pastore, A. C. . O futuro do Real: o uso das políticas fiscal e monetária para a estabilização interna e externa. *O Real, o crescimento e as reformas.*

Revista Conjuntura Econômica de fevereiro e abril de 1995.

Documento- Plano Fernando Henrique Cardoso. . Revista de Economia Política vol. 58 abril-junho/1994.

Lopes, Francisco. Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e conjecturas. *O Choque Heterodoxo*

Arida, Persio e Lara-Resende, André. Inflação Inercial e Reforma Monetária: Brasil. *Inflação Zero Brasil Argentina e Israel*

Presser, M. Ferreira. Dilemas da Polítca cambial brasileira nos anos 90. *Indicadores Econômicos V. 23 – Nº4 Janeiro de 1996.*

Cardim de Carvalho, Fernando J. Estabilização, Ancoragem de Preços e Políticas de Renda. *Novos Estudos Nº14 Março de 1995*

Cardim de Carvalho, Fernando J. Reforma monetária, indexação generalizada e o plano de estabilização. *Revista de Economia Política, vol. 14 (2), out-dez/94.*

Sicsú, João. A URV e sua função de alinhar preços relativos. *Revista de Economia Política, vol. 16, nº 2 (62), abril-junho/96*

Bresser Pereira, Luiz Carlos. A Economia e a Política do Plano Real. *Revista de Economia Política, vol. 14 (4) out-dez/94*