

OBSERVAÇÕES SOBRE O PLANO REAL

João Sayad

Professor do Departamento de Economia da FEA-USP

RESUMO

Este artigo apresenta algumas observações sobre o Plano Real, que estabilizou a inflação brasileira desde julho de 1994. O artigo tem duas seções. Na primeira, apresentamos algumas observações teóricas sobre a natureza da inflação brasileira e os conceitos básicos que orientam a análise da segunda seção e os comentários sobre o plano e as estratégias que foram adotadas.

PALAVRAS-CHAVE

inflação brasileira, Plano Real, indexação

ABSTRACT

This article presents some observations on the Real Plan, the plan that has stabilized Brazilian inflation since July 1994. The article has two sections. The first section presents some theoretical observations on the nature of Brazilian inflation and the background concepts. The second section comments on policy and alternative strategies that the plan has implemented.

KEY WORDS

Brazilian inflation, Real Plan, indexation

Este trabalho discute o Plano Real. A discussão se inicia com a apresentação das considerações teóricas que orientam a análise, e trata, depois, dos problemas de implementação e obstáculos que o plano de estabilização tem a enfrentar.

I - CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS PRELIMINARES

Muitos trabalhos sobre a inflação brasileira e sobre os planos de estabilização dos últimos 10 anos têm tom severo e recriminador. A inflação é atribuída ao crescimento do déficit público - que, por sua vez, é debitado ao mau funcionamento do sistema político ou ao crescimento de demandas sociais impossíveis de serem atendidas pelo governo; ao “equivoco” das políticas macroeconômicas adotadas, que “erram” na fixação de instrumentos de política (quantidade de moeda, taxa de câmbio ou de juros, déficit público) ou não conseguem levar ao equilíbrio agregados macroeconômicos relevantes (excesso de demanda agregada, desequilíbrio no balanço comercial).

A inflação brasileira ou o processo de indexação acabam sendo vistos como “defeito” que não é corrigido por falta de vontade política ou porque o sistema político, o Congresso ou o Executivo preferem se financiar por “imposto inflacionário” ou, o que é equivalente, tem função de preferência onde pesa mais a reeleição do que o interesse público na estabilidade do valor da moeda.

A serem realistas tais análises, os economistas deveriam deixar o tema inflacionário e passá-lo para cientistas políticos, que tentariam descobrir quais razões estariam por trás de tantos comportamentos inadequados e perversos por parte dos ordenadores de gastos públicos ou das autoridades monetárias.

Tais análises deixam de lado o caráter permanente da inflação brasileira: desde 1948, quando a inflação começou a ser medida no Brasil, os índices de preço são crescentes; a pelo menos 20 anos antes do Plano Real a inflação brasileira é maior do que dois dígitos, em bases anuais, e nos últimos 10 anos maior do que dois dígitos em bases mensais.

Como corolário de tais análises, aparecem as propostas de Banco Central independente, mudança na função de preferência dos dirigentes do Banco Central de alteração nas regras de funcionamento do Congresso para aprovar orçamentos.

Não é de se estranhar que nestes modelos a inflação só possa resultar de governos insensíveis ao interesse público, que preferem emitir moeda a cobrar impostos. Por outro lado, nestes modelos, a inflação acaba sendo considerada relevante apenas por causa do imposto inflacionário.

Ainda que tal descrição possa ser considerada caricatural, descreve bem o tom e o estilo de muitas análises que acabam tendo influência na condução da política econômica e até em dispositivos do próprio texto das constituições brasileiras, que muitas vezes impõem limites ingênuos à emissão de meios de pagamentos (como a Constituição de 1967) ou ao déficit público.

O ponto de partida das observações que se seguem é diferente. Consideramos a estabilidade macroeconômica nível geral de preços estáveis, desemprego natural e taxa de crescimento estável um resultado pouco provável das economias capitalistas em geral e das economias subdesenvolvidas ou dependentes como a brasileira, em especial.

A moeda é um véu, no sentido oposto ao dos clássicos. Véu no sentido de a estabilidade ser precária por mascarar insuficiente e precariamente os conflitos distributivos entre salários e lucros.

A estabilidade monetária depende da extensão e força da ilusão monetária, na linguagem dos modelos neoclássicos. Se não existir nenhuma ilusão monetária, ou se a percepção dos trabalhadores e capitalistas for aguda e rápida para desvendar imediatamente o valor real dos preços e salários, agora e no futuro, a moeda perde suas funções relevantes, torna-se simples meio de troca e precisa ser *“socada como uma peça de roupa numa mala abarrotada para fazer parte do modelo neoclássico.”*¹

-
1. Se uma economia tem setores que trabalham com preços fixados pelo mercado, “*price takers*”, e setores que fixam os preços olhando para valores reais, indexando-os ao nível geral de preços, a taxa de inflação é dada por

$$\hat{p} = \hat{p}_t / (1-a)$$

onde \hat{p} é a taxa de crescimento do nível geral de preços, \hat{p}_t é a taxa de crescimento dos preços dos setores “*price takers*” e, a , a participação dos preços indexados perfeitamente.

Conforme cresce a , a participação dos preços corrigidos pelo índice geral de preços, cresce a taxa de inflação. No limite, quando $a=1$, a inflação é infinita, ou os preços nominais não têm mais qualquer papel a cumprir. Todos os preços são fixados em termos reais e a moeda desaparece. A citação entre aspas é de AGLIETTA & ORLEANS (1990).

O mesmo resultado poderia ser expresso na linguagem marxiana. Neste caso, a estabilidade monetária depende do “fetichismo” da moeda, do mistério da moeda, que só pode ser criado por meio de algum expediente: a crença na conversibilidade da moeda em metal precioso (que, por sua vez, é desejado pelas mesmas razões misteriosas), ou a fixação da taxa de câmbio nominal, em situação de excesso de liquidez internacional (a crença na estabilidade da moeda é baseada na crença inexplicável da estabilidade do valor de outra moeda). A estabilidade da moeda depende do “crédito” ou da credibilidade na moeda como representante geral de riqueza.

Na Teoria Geral do Emprego e da Renda a moeda só tem existência lógica se os salários nominais forem expressos em termos desta moeda, ou seja, se forem rígidos em termos nominais. A fixação de salários em termos reais excluiria a existência de moeda, além de tornar a economia extremamente instável. (KEYNES, 1982, cap. 17) Para os pós-keynesianos, a estabilidade da moeda depende da existência do contingente de desempregados que estabilizam o valor do salário nominal. (DAVIDSON, 1978, p. 1 e segs.)

Para Aglietta, a moeda é a instituição soberana, de origem análoga ao Estado, associada ao caráter sagrado e misterioso do pajé ou do sacerdote. Sem moeda, da mesma forma que sem Estado, estabelece-se o caos, impera a violência na sociedade e as trocas de qualquer tipo são inviáveis.² Diferentemente da história tradicional da moeda, ela precede as trocas – sem moeda não há trocas.³

Sem ilusão monetária, como nos modelos neoclássicos, ou sem fetichismo, como na linguagem marxiana, sem soberania, como em Aglietta, ou sem salários nominais rígidos, como na Teoria Geral do Emprego e da Renda, a moeda passa a ser simples meio de troca, o último passo de qualquer transação de compra e venda, o *settlement* ou a liquidação. Assume a função equivalente aos passes escolares usados no transporte público e perde a importância que justifica a atenção dos economistas sobre o problema inflacionário.

2. AGLIETTA & ORLEANS (1990, especialmente capítulos 1,2 e 3).

3. Polanyi mostra que em sociedades primitivas as funções da moeda se reúnem em um só instrumento quando ela assume a função de unidade de conta. Ver POLANYI (1968).

Alternativamente, poderíamos dizer que os modelos neoclássicos supõem que seja possível conseguir equilíbrio em todos os mercados, soma de excesso de demanda e oferta igual a zero e taxa de crescimento do estoque de capital igual à taxa de crescimento da população economicamente ativa. Neste caso, não há inflação, a menos que as autoridades econômicas insistam em perturbar o equilíbrio alcançado, ou que ouro seja descoberto na América Espanhola e a oferta de meios de pagamento difunda inflação por toda a Europa.

Nesta circunstância improvável de equilíbrio permanente, a moeda “é mercadoria”, na expressão de Leda Paulani, e a instabilidade do nível geral de preços só pode ser atribuída à atuação inconveniente e teimosa da autoridade monetária ou fiscal, que insiste em perturbar o equilíbrio.

Entretanto, neste caso implausível, a moeda tem papel irrelevante a cumprir. A questão inflacionária ou deflacionária é importante quando a economia se encontra fora deste equilíbrio e precisa ser reconduzida a ele, ou seja, quando a moeda é a representante geral das mercadorias que não encontram compradores que preferem a moeda (crise de realização ou de excesso de oferta agregada) ou é pedaço de papel que não tem valor (crise de hiperinflação). (PAULANI, 1991)

Nos modelos macroeconômicos neoclássicos a inflação acaba sendo problema importante por apenas duas razões: ou porque taxa os detentores de moeda por meio do imposto inflacionário, ou porque perturba o funcionamento dos mercados, obrigando os “agentes econômicos” a gastar recursos para se informar sobre a diferença entre preços nominais e preços relativos.

O imposto inflacionário acaba sendo empiricamente irrelevante, ou porque os valores estimados são pouco significativos relativamente à confusão e desordem associadas à inflação, ou porque o sistema bancário desenvolve instrumentos e ativos financeiros que abolem totalmente o seu efeito. Tobin conclui que, a partir das inovações financeiras, o imposto inflacionário acaba sendo pago apenas por empresas ou agentes que não podem usar o sistema bancário, como a Máfia ou os traficantes de drogas. E reclama: “*que anticlimax*” para tanto esforço analítico! (TOBIN, 1971)

No caso do Brasil, supõe-se que a incidência do imposto inflacionário é regressiva, pois os pobres teriam saldos monetários muito pequenos para serem recebidos como clientes dos bancos e, portanto, acabariam pagando a totalidade do imposto.

O Prof. Pastore contra-argumenta dizendo que os saldos monetários expressivos estão distribuídos em função da renda e da riqueza. “*Ponha a mão no bolso*”, disse em debate no Congresso, e responde se o rico tem mais ou menos dinheiro sujeito ao imposto inflacionário do que os pobres.

Se considerarmos que a demanda de moeda tem elasticidade-riqueza maior do que 1, o argumento de Pastore é válido. Mesmo sem este valor da elasticidade, basta recordar a sazonalidade diária das compras de supermercado no Brasil de altas inflações - grandes compras no dia 10 de cada mês, dia de pagamento para concluir que dificilmente se pode argumentar que o imposto inflacionário tem relevância como problema que justifique o sucesso político do fim da inflação ou sua relevância teórica e analítica.⁴

Outra linha de argumentação aponta que a inflação causa dificuldades na informação transmitida pelos preços de mercado, na rigidez dos contratos, nos custos de alterar preços nominais. É difícil compatibilizar este resultado com a macroeconomia neoclássica, pois se consumidores, trabalhadores e empresários não têm ilusão monetária e apreendem rapidamente mediante expectativas adaptativas ou racionais, que problema a inflação poderia causar?

Neste trabalho consideramos a moeda como a instituição tão importante da economia quanto Estado, não porque “cause problemas na alocação de recursos” ou porque arrecade o imposto inflacionário, mas porque impede o

4. O imposto inflacionário poderia aparecer, então, na sazonalidade dos preços dos produtos comprados pelos detentores de moeda que não têm acesso a contas remuneradas pela taxa nominal de juros do setor bancário. Se este efeito for verdadeiro e os trabalhadores não tiverem ilusão monetária, aprenderão que o salário real que recebem deve ser corrigido por índice de preços calculado no dia 10 de cada mês. Se não conseguem obter este tipo de correção é porque o valor da produtividade marginal do trabalho é menor. Mas não se trata de um problema causado pela inflação ou pelo imposto inflacionário.

funcionamento dos mercados, i.e., a compra e venda voluntária de bens, particularmente do trabalho. Não há transações sem moeda – unidade de conta e reserva de valor.

No limite da hiperinflação temos a paralisia total das atividades econômicas, não porque o imposto inflacionário seja muito alto ou porque os preços sejam “distorcidos”, mas porque nenhuma transação é possível. Instala-se o caos da rivalidade mimética, na linguagem de Aglietta.⁵

O sucesso político de todos os planos de estabilização, e em especial o sucesso político do Plano Real, o único de longa duração, deve ser atribuído ao restabelecimento da ordem econômica e não ao fim do “imposto inflacionário”. A maioria da população apóia Estados eficazes, mesmo que autoritários ou ditatoriais. Analogamente, a população apóia o fim da inflação, independentemente dos ganhos de imposto inflacionário.

A eficácia da instituição moeda como instrumento indispensável para qualquer troca nas economias capitalistas depende da presença de ilusão monetária, do fetichismo da moeda ou da soberania da instituição moeda. É a partir daí que a moeda pode cumprir as funções de unidade de conta e de reserva de valor – as suas funções relevantes – e permitir que os instrumentos de política econômica possam ser utilizados para levar a economia a novo equilíbrio.

A ilusão, o fetichismo ou a soberania da moeda podem ser atribuídos à conversibilidade da moeda em ouro, em moeda estrangeira ou ao poder soberano do Estado. Portanto, para existir moeda é preciso que tenhamos:

- ◆ Estado eficaz, capaz de impor leis, fazer com que sejam cumpridas e que tenha o monopólio da violência;
- ◆ salários fixados nominalmente em termos desta moeda;
- ◆ possibilidade de conversão da moeda nacional, por regras estáveis, em outra moeda. Em ambientes inflacionários, as funções da moeda acabam sendo cumpridas por instrumentos diferentes.

5. Ver obra citada.

No Brasil de altas inflações e economia indexada, a função unidade de conta e reserva de valor passou a ser cumprida por indexadores diferentes em momentos diferentes, restando ao cruzeiro, cruzado ou cruzado novo apenas a função de meio de pagamento de última hora.

Durante o período 64-74, a moeda nacional era representada por diferentes índices de preços, sendo esta uma situação estável porque os salários eram corrigidos imperfeitamente por meio de leis salariais que faziam com que os trabalhadores se comportassem como se tivessem ilusão monetária.

Durante o período 1964-1967, logo após o golpe de 1964 e o estabelecimento do Plano de Ação Econômica do Governo Revolucionário (PAEG), os salários eram corrigidos pela inflação projetada para o ano seguinte. A inflação projetada para 1965 e 1966 foi apenas um quarto da inflação realmente observada, e a correção era feita com um ano de atraso. A partir de 67, novas leis salariais foram impostas, mas o atraso e a imperfeição na correção dos salários nominais foram mantidos.

Com o início da democratização do País aumentaram as reivindicações dos trabalhadores por correções cada vez menos injustas e mais freqüentes. Em 1979, as correções salariais passaram a ser semestrais. Em 1983, para assinar o acordo com o FMI, o governo estabeleceu nova lei salarial, em que os salários eram corrigidos com um semestre de atraso por apenas 80% da inflação passada.

Em 1984, com a campanha das "diretas-já", a lei salarial se tornou letra morta. No final de 1985 e início de 1986 os trabalhadores reivindicavam correção salarial trimestral. As demandas salariais mais freqüentes e mais justas aceleraram a taxa de inflação, gerando os planos de estabilização do período 86-94.

A inflação brasileira no período 74-94 apresentou sempre taxas crescentes, tendo sido interrompida por curtos períodos de tempo durante os planos de estabilização. Esta aceleração era devida: (1) às dúvidas sobre a eficácia do Estado democrático (no sentido de Estado com parlamento funcionando e rodízio no poder), numa economia que apresentou rápidas taxas de crescimento; elevado grau de urbanização e aparecimento de novos e eficazes grupos políticos com demandas fortes de maior participação na renda (o contingente eleitoral atinge valores maiores do que 90% da população com

idade superior a 16 anos); e (2) à crise da dívida externa de 1982, que interrompe 18 anos de regras estáveis de conversibilidade da moeda nacional na moeda estrangeira e causa instabilidade na taxa cambial.

O sucesso de qualquer plano de estabilização depende da estabilização de um preço nominal relevante: salário ou câmbio. No tocante aos salários, a história de “ilusão monetária forçada” pelo fechamento dos sindicatos no período revolucionário excluía imediatamente a possibilidade de reedição de leis que fixassem os salários nominais. Além disto, para que o salário nominal possa ser estável é preciso que o salário real seja alto relativamente às necessidades básicas do trabalhador ou às suas expectativas. Com salários reais elevados, o salário nominal pode ser estável se variações de preços dos produtos consumidos pelos trabalhadores puderem ser acomodadas no mesmo salário nominal e salário real menor. Com salários reais muito baixos, como no caso brasileiro, variações de preços precisam ser acompanhadas por variações de salários nominais gerando inflação.⁶ Com relação ao câmbio, a crise da dívida externa excluía a possibilidade de estabilização bem-sucedida do câmbio nominal.

Já que salários e câmbio não podiam ser eficazmente estabilizados, todos os Planos, exceção do Real, usaram congelamento geral de preços, tentando fixar, em termos nominais, todos os preços. Todos fracassaram. Só a solução da crise da dívida externa permitiu a fixação bem-sucedida do câmbio em julho de 1994.

A instabilidade inflacionária do Brasil no período pós-1974, particularmente após 1979, deve ser atribuída à elevação das taxas internacionais de juros decorrente da política americana de altos déficits públicos e aperto na oferta de meios de pagamentos.

A estabilidade possível a partir de 1994 dependeu, igualmente, da reversão da política de juros altos americanos, da securitização dos empréstimos da dívida externa e de uma impressionante expansão da liquidez internacional, que acabou procurando ganhos excepcionais nos mercados emergentes do mundo inteiro.

6. A tradição brasileira de controlar preços de produtos agrícolas de relevância no padrão de consumo dos brasileiros por meio da Sunab mostra a importância deste problema.

A utilização da taxa de câmbio como preço nominal a ser fixado não pode ser analisada como solução definitiva e estável, pois está sujeita às instabilidades do mercado financeiro internacional. É, entretanto, a única solução disponível para as economias latino-americanas em geral e do Brasil em particular.

O sucesso do Plano Real depende da abundância da oferta de dólares estáveis para a economia brasileira. A variável a ser observada para analisarmos a duração e o sucesso da estabilidade dos preços é o saldo do balanço de transações correntes, ou seja, a capacidade de a economia gerar fluxos de “recursos próprios” em dólares. Assim, a relação reservas/exportações e importações ou saldos comerciais sobre juros e outras relações financeiras que mostrem a capacidade de o Banco Central manter a estabilidade da taxa de câmbio são as variáveis cruciais e relevantes para avaliar a durabilidade do sucesso do Plano Real. Os ingressos de capital financeiro, mesmo que para investimentos diretos, não garantem oferta estável a longo prazo para esta estabilidade, que depende da oferta de “dólares próprios” ou do fluxo de produção de novos dólares.

A longo prazo, o sucesso da estabilização obtida com o Plano Real depende da recuperação da capacidade de crescimento da economia se este for capaz de tornar as questões distributivas menos agudas e insolúveis, ou se a perspectiva de crescimento e mobilidade vertical forem tais que as demandas por rendas maiores forem atendidas ou se acreditar que poderão ser atendidas em futuro viável.

O Plano Real, como todos os planos de estabilização, é um expediente que dá tempo para a economia e espaço para a política resolver os problemas permanentes da economia brasileira: distribuição de renda e recuperação do ritmo de crescimento.

II - ASPECTOS OPERACIONAIS DO PLANO

A estratégia da URV permitiu um processo de desindexação da economia quase sem conflitos. A indexação total da economia, também proposta por Pêrsio Arida para o Plano Cruzado, mostrou-se muito menos conflituosa do que o estabelecimento de tablitas definidas pelas autoridades econômicas com grandes conflitos.

No caso do Plano Cruzado, a nova moeda foi estabelecida imediatamente no dia do decreto que estabeleceu o Plano, e os contratos prefixados, que embutiam a taxa de inflação esperada, foram convertidos mediante a utilização de deflatores definidos pelo governo. Os conflitos decorrentes desta medida foram muito freqüentes e consumiram muitos meses de dificuldades entre fornecedores, industriais, inquilinos e proprietários, empreiteiros etc.⁷

No caso do Plano Real, o processo de indexação foi acelerado, de março a junho: a indexação foi estendida a quase todos os preços e convertida em diária, por meio da URV. Em primeiro de julho de 1994 todos os preços fixados em URV foram transformados em reais.⁸ Os conflitos se limitaram a casos específicos que foram excluídos do processo de Urvização.

A fixação da taxa de câmbio em julho de 1994 causou vários problemas. Ante o receio de uma enxurrada de dólares decorrentes do excesso de liquidez do mercado internacional e do entusiasmo pela eleição provável do Presidente Fernando Henrique Cardoso o Banco Central optou, inicialmente, por deixar que o dólar caísse abaixo da paridade fixada na medida provisória em 1 real por dólar. A perspectiva de desvalorização do dólar era um impeditivo para grandes influxos de dólar no momento inicial.

Em seguida, os executores do plano optaram por manter continuamente a taxa de câmbio sobrevalorizada, com receio de que uma desvalorização gerasse pressões inflacionárias. A taxa cambial também permaneceu sobrevalorizada em conseqüência das elevadas taxas de juros praticadas nos momentos iniciais do plano, taxas que chegaram a 8% ao mês. Os seis primeiros meses do plano geraram rendimentos de 80% a.a. em dólares. O ingresso de capital foi muito alto, o custo para os cofres públicos elevadíssimo e a lucratividade do setor financeiro maior ainda. A redução abrupta das tarifas de importação agravou

7. O decreto inicial do Plano Cruzado seguia as linhas da proposta de André Lara Resende e Pêrsio Arida de indexação total, como foi feito no Plano Real. Diante de considerações das dificuldades políticas de explicar o processo de indexação total foi adotada a idéia de conversão imediata da velha moeda na nova moeda, o cruzado, semelhante à proposta de Francisco Lopes.

8. Durante estes 3 meses de 1994 a inflação se acelerou, chegando ao nível de 40% ao mês, como se poderia prever a partir de um modelo como o exposto na nota 1: o valor de a cresceu para níveis mais próximos de 1.

o problema da sobrevalorização cambial. Se o câmbio “de equilíbrio” com tarifas médias de 40% nas importações era 1 real por 1 dólar em julho de 94, sem tarifas deveria ser ainda maior.

Taxas de juros elevadas foram justificadas como forma de controlar a demanda agregada, que, pela experiência dos planos anteriores, sempre cresce rapidamente nos períodos iniciais dos planos. Se considerarmos o crescimento explosivo da demanda a partir de julho de 1994, podemos concluir que taxas de juros elevadas representaram alto custo para o Tesouro Nacional e baixa eficácia em termos de controle da demanda agregada.

Se o Plano tivesse adotado a estratégia de juros baixos, no início do plano, acoplado a controle na expansão do crédito do sistema bancário por meio de reservas compulsórias, como fez a partir o primeiro semestre de 1995, várias teriam sido as vantagens.

Em primeiro lugar, a monetização teria sido muito maior, como no Plano Cruzado, gerando imensas economias em termos de dívida pública. No Plano Cruzado esta se reduziu significativamente. No Plano Real, juros altos fizeram com que ela crescesse quase 70 bilhões de dólares, passando de 30 para 100 bilhões de dólares em julho de 1995.

Em segundo lugar, a utilização de controles sobre o crédito teria gerado resultados muito mais eficazes em termos de controle da demanda agregada e de importações. A estratégia poderia ter sido ainda mais eficaz se combinasse a fixação do câmbio acima de 1 real por dólar, a 1,20, por exemplo, com o anúncio de que aquele câmbio seria paulatinamente valorizado, chegando a 1 real por dólar um ano depois.

Neste caso, a entrada de capitais estrangeiros, necessária ao plano, teria sido feita a taxas de juros em reais muito menores pois o câmbio garantiria 20% de ganho imediatamente no primeiro ano. Se os juros nominais em cruzeiros fossem de 18% ao ano, por exemplo, representaria uma remuneração para o dólar de 38%.

Em seguida, as exportações seriam antecipadas para o primeiro ano, ao mesmo tempo que importações seriam postergadas, dada a evolução anunciada do câmbio nominal. Com isto, os efeitos sobre a inflação seriam menos generosos,

já que a taxa de câmbio seria maior, e o crescimento da demanda agregada seria menos intenso, já que os preços dos produtos influenciados pelo câmbio seriam 20% mais baratos um ano depois.

A moeda nacional é conversível em dólares desde muito antes do Plano Real. Uma questão a ser resolvida é o grau de dolarização permitido pelo Plano. O Plano Real fixou a taxa de câmbio entre dólar e real, permitiu o ingresso do dólar nos mercados financeiros dentro de regras e condições mais liberais que as anteriores, mas ainda limitado por impostos que regulam o fluxo de entrada, como o IOF de 7% para as aplicações em títulos de renda fixa, e manteve as proibições para a utilização do dólar como meio de pagamento ou instrumento de indexação de contratos. Na Argentina, a dolarização foi muito mais extensa: o dólar tem paridade fixa com o peso, livre utilização em contratos no mercado financeiro e livre curso na economia argentina.

Da forma como estão estabelecidas as regras de funcionamento do mercado financeiro desde o Plano Real a utilização do dólar como passivo ou ativo é restrita a grandes transações, já que os custos de transação são elevados. Assim, predomina uma dolarização não democrática, que pune empresas e consumidores que têm acesso apenas ao mercado de reais, onde as taxas de juros são mais elevadas. Além disto, o ingresso de dólares precisa ser compensado por superávits fiscais, difíceis de serem obtidos num país que requer gastos públicos importantes na área social e de infra-estrutura.

A dolarização “controlada” que o Plano Real adotou permitiu muito maior flexibilidade do que no caso do Plano Cavallo, que permitiu o livre curso da moeda estrangeira em território argentino.

É difícil analisar os custos e os benefícios do tipo de dolarização que o Plano Real escolheu. Ainda que a moeda nacional tenha mantido seu espaço na economia brasileira maior do que na economia argentina, as desvantagens em termos de crescimento da dívida pública e elevadas taxas de juros sugerem que seria muito rentável, em termos sociais, analisar alterações nas regulamentações financeiras, que permitissem a compra de ativos em dólares por parcela maior do mercado, desonerando o setor público e reduzindo as taxas internas de juros, particularmente para empresas menores ou de menor acesso ao mercado financeiro internacional.

A taxa cambial sobrevalorizada é o calcanhar de Aquiles do Plano Real, pois tirou dos investimentos em exportação a garantia de remuneração real que a política de minidesvalorizações cambiais garantia desde 1967. Como a estabilidade do nível geral de preços depende da estabilidade do câmbio, e esta de exportações maiores do que importações a médio prazo, o crescimento da economia brasileira, com estabilidade de preços, fica limitado pelo crescimento das exportações.

É difícil corrigir este defeito do plano, particularmente no curto prazo. A solução adotada a partir de junho de 1995, correções em datas desconhecidas e por valores desconhecidos mas sempre positivas, parece a melhor solução no momento. Mais tarde, se a estabilidade se libertar da taxa de câmbio, o que é difícil de prever, este poderia ser corrigido.

Muitos apontam o déficit público como o problema mais importante a ser resolvido na questão da estabilidade de preços no Brasil. A ênfase no déficit público, como variável importante para a estabilidade de preços, pode ser atribuída a duas razões. Em primeiro lugar, à pressão que o déficit público exerceria sobre a oferta de meios de pagamento e, mediante a teoria quantitativa da moeda, sobre o nível geral de preços. Em segundo lugar, à identidade contábil entre déficit público e déficit de transações correntes.

A utilização da política monetária dos primeiros dois anos do plano é inconsistente com este diagnóstico: taxas de juros elevadas aumentam o fluxo internacional de dólares, que tendem a ampliar a oferta de crédito. O governo tenta contrair esta ampliação da oferta de meios de pagamentos com a emissão de títulos da dívida pública a juros elevados, que ampliam o déficit público. O resultado é conhecido nos modelos do tipo Mundell-Fleming.

Assim, no caso do Plano Real, grande parte do déficit público decorre da compra de reservas e do diferencial entre juros domésticos e juros internacionais. Não fosse a existência de diferencial de juros entre Brasil e mercado financeiro internacional, a emissão de reais ou de títulos da dívida pública seria igual à compra de dólares, e a dívida do setor público menos os ativos em dólares seria zero. Sob esta hipótese, mesmo que o déficit fosse monetizado, a moeda nacional em circulação seria igual à quantidade de dólares de propriedade do Banco Central. Estaríamos, assim, em regime de padrão-ouro.

Dado o diferencial de juros entre o Brasil e o resto do mundo a dívida pública cresce não apenas em função do ingresso de dólares, mas do ingresso de dólares multiplicado pelo diferencial de juros entre o Brasil e o resto do mundo. Se este diferencial se reduzir e tender a zero, a dívida pública perde esta fonte de crescimento e poderá se estabilizar se o governo conseguir gerar um superávit primário suficiente para pagar os juros sobre a dívida acumulada.

Este crescimento da dívida pública é o imposto antiinflacionário que a sociedade terá que pagar para obter a estabilidade monetária com a estratégia adotada pelo Plano Real.

Uma dolarização mais extensa, como a da Argentina, evitaria este crescimento da dívida pública com o custo de tornar o plano menos flexível e terminar os ganhos de *seigniorage* decorrentes da emissão de reais. É difícil escolher entre as duas alternativas.

Se a dívida chegar a 200 bilhões de dólares com juros de 10% a.a. o governo precisará de 20 bilhões de dólares anuais para pagar juros e impedir o seu crescimento. Se a economia crescer 6% a.a. e a demanda por títulos públicos crescer à mesma taxa, o superávit primário poderá ser menor: os investidores demandarão 12 bilhões de dívida nova todos os anos e 8 bilhões de dólares de superávit primário serão necessários para pagar juros.

Se as exportações crescerem mais rapidamente do que as importações e o país começar a acumular reservas, mesmo com diferenciais de juros menores, o montante de reservas necessários para garantir a estabilidade do câmbio serão menores e o Banco Central poderia reter reservas menores, diminuindo, assim, a dívida pública e o montante de impostos necessários ao pagamento de juros.

Finalmente, os efeitos positivos do Plano Real sobre a massa de consumidores de baixa renda têm sido atribuído ao fim do imposto inflacionário. Este resultado pode ser explicado em outros termos: a sobrevalorização cambial reduziu significativamente os preços dos produtos agrícolas de mercado externo e, indiretamente, dos produtos de mercado interno, o que significa aumento do salário real. Ademais, a redução do superávit comercial em economia com distribuição de renda concentrada é equivalente ao aumento da massa salarial, o que, se pensarmos à maneira de Kalecki, significa que os

trabalhadores gastam o que ganham (a massa salarial é igual ao consumo total) e os capitalistas ganham o que gastam (o superávit de transações correntes mais os investimentos é igual a massa de lucros).

CONCLUSÕES

O Plano Real é bem-sucedido. Errou ao sobrevalorizar o câmbio, mas este erro não pode ser corrigido de outra forma, pelo menos a curto prazo. Aumentou desnecessariamente a dívida pública, mas este também é outro problema que não pode ser corrigido tão cedo. É o custo da estabilização, que acaba sendo pago com menos gastos públicos em áreas vitais da vida brasileira.

Se temos desconfianças sobre o imposto inflacionário, não restam dúvidas acerca deste imposto antinflacionário, representado pelo diferencial de juros entre o Brasil e o resto do mundo, sobre o saldo de reservas

O controle do déficit público e do crescimento da dívida pública são variáveis importantes no sucesso do Plano Real. Mas o crescimento do déficit e da dívida resultam da própria estratégia de dolarização e do acúmulo de reservas, que constituem a base do plano.

A manutenção do sucesso obtido até agora depende da definição da política de incentivo às exportações sem desvalorização cambial e da estabilidade do mercado financeiro internacional.

A estabilização do nível geral de preços precisou se apoiar, nos anos 90, no mercado financeiro internacional, que depois da crise da dívida externa e dos petrodólares, no final dos anos 70, cresceu muito rapidamente e é motivo de preocupações. Mesmo assim, representa a única e talvez a melhor alternativa para a estabilização dos preços nos anos correntes.

Graças aos desequilíbrios financeiros internacionais, particularmente ao déficit público americano, e às inovações bancárias, como a securitização de ativos financeiros depois da crise da dívida externa, pudemos encontrar uma saída para estabilizar preços em uma sociedade com distribuição de renda extremamente concentrada, salários reais muito baixos, tradição autoritária, novas aspirações de liberdade e prosperidade e grande participação na vida política.

O Plano Real cria o intervalo possível na inflação brasileira para que as aspirações de democracia e prosperidade possam ser alcançadas. A duração deste intervalo depende dos acontecimentos do mercado financeiro internacional e dos avanços dos salários reais e melhoria dos serviços de infra-estrutura em geral que possamos conseguir durante este período.

A estabilização obtida pelo Plano Real pode ser o início de novo ciclo de crescimento da economia brasileira, que se caracterizaria pela integração da economia brasileira nos mercados internacionais de bens e financeiros.

Em todos os ciclos que marcaram o desenvolvimento brasileiro - cana-de-açúcar, ouro, substituição de importações e substituição de importações ampliada - os problemas de concentração de renda, desemprego e exclusão social foram deixados de lado ou mesmo agravados. O ciclo que a economia brasileira pode vir a iniciar agora distingue-se dos anteriores por apresentar ameaça maior de exclusão social e maior desemprego do que os ciclos anteriores.

As reformas da Constituição de 1988 - administrativa e previdenciária e da Consolidação das Leis de Trabalho - são consideradas importantes para reduzir o déficit público, o custo da mão-de-obra e a flexibilidade do emprego. Do ponto de vista do emprego, salário e distribuição de renda, as reformas têm efeitos claramente negativos.

Assim, a trégua obtida com o Plano Real precisa ser utilizada para a implementação de políticas sociais compensatórias efetivas e bem-sucedidas, sob o risco de se tornar, caso contrário, apenas um período de calma que antecede momentos de dificuldades muito maiores para a sociedade brasileira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETA, Michel & ORLEANS, André. *A violência da moeda*. São Paulo: Brasiliense, 1990.
- DAVIDSON, Paul. *Money and the real world*. London: The Macmillan Press Ltd., 1978.
- KEYNES, John Maynard. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Atlas, 1982.
- PAULANI, Leda. *A moeda como conceito e o conceito como moeda*. Tese de doutorado apresentada ao Departamento de Economia da FEA-USP, 1991.

OBSERVAÇÕES SOBRE O PLANO REAL

POLANYI, Karl. *Primitive, archaic and modern economies*. Ed. by George Dalton. Garden City, N. Y.: Anchor Books, Doubleday Cy. Inc., 1968.

TOBIN, James. Presidential adress. *American Economic Review*, 1971.