

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

BERENICE ANDRÉIA DE CHRISTO

**PLANO REAL: UMA ANÁLISE DO PERÍODO DE TRANSIÇÃO DA ÂNCORA
CAMBIAL AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Porto Alegre

2012

BERENICE ANDRÉIA DE CHRISTO

**PLANO REAL: UMA ANÁLISE DO PERÍODO DE TRANSIÇÃO DA ÂNCORA
CAMBIAL AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Trabalho de Conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Cássio da Silva Calvete

Porto Alegre

2012

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu noivo Thiago pelo incentivo, apoio, amor, carinho e compreensão ao longo deste percurso.

Agradeço a toda minha família, em especial à minha mãe, pelo apoio, amor e carinho.

Agradeço ao meu orientador, professor Cássio Calvete, pelo estímulo e por todos os conselhos e sugestões que foram essenciais para completar este trabalho.

Agradeço aos professores pelo excelente aprendizado durante o curso.

Agradeço aos meus amigos e colegas que de alguma forma contribuíram para a realização deste trabalho.

A convivência com a inflação é uma escola de oportunismo, imediatismo e corrupção. A ausência de moeda estável encurta os horizontes do processo decisório, torna os ganhos e perdas aleatórios, acirra os conflitos pseudodistributivos, premia o aproveitador, desestimula a atividade produtiva, promove o individualismo selvagem, inviabiliza o cálculo econômico racional e torna os orçamentos do setor público peças de ficção contábil. (GIANNETTI, 1995).

RESUMO

O presente trabalho tem o objetivo de responder por que a previsão de inflação elevada no Brasil, para o ano de 1999, não se confirmou. São apresentadas algumas teorias de inflação e a adoção da âncora cambial como instrumento para alcançar a estabilidade de preços, bem como, suas vantagens e desvantagens. A seguir é apresentado um breve esboço sobre as propostas de combate à inflação que antecederam o Plano Real. O próximo passo foi descrever a trajetória do Plano Real desde sua elaboração até a crise cambial de janeiro de 1999 e os impactos do plano sobre alguns indicadores da economia brasileira. Na sequência são abordadas as principais crises enfrentadas pelo real e os acontecimentos que culminaram na crise cambial. Finalmente, de forma a cumprir o principal objetivo desse trabalho, serão avaliados os fatos relevantes que contribuíram para que o país registrasse uma inflação, em termos de preço ao consumidor, de menos de dois dígitos em 1999 e, de forma complementar, porque o PIB não caiu de acordo com algumas previsões.

Palavras-chave: Inflação. Plano Real. Âncora cambial.

ABSTRACT

This work aims to answer why the prediction of high inflation in Brazil, for the year 1999, was not confirmed. Some theories of inflation and the adoption of the exchange rate anchor as an instrument to achieve price stability are presented, as well as their advantages and disadvantages. Following is presented a brief outline on the proposals to combat inflation that preceded the Real Plan. The next step was to describe the trajectory of the Real Plan since its establishment until the currency crisis of January 1999 and the impacts of the plan on some indicators of the Brazilian economy. The major crisis facing the real and the events that culminated in the currency crisis are approached in the sequence. Finally, in order to fulfill the main objective of this work, the relevant facts that contributed to the fact that the country registered an inflation rate, in terms of consumer price, of less than two digits in 1999 will be assessed and also, in a complementary way, the reason because GDP has not fallen according to some predictions.

Keywords: Inflation. Real Plan. Exchange rate anchor.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Etapas da Política Cambial: 1994 a 1998.....	40
Gráfico 2 – Balança Comercial: 1993-1999 (US\$ bilhões).....	42
Gráfico 3 – Taxa de Juros Básica Mensal Nominal (Over/Selic) 1994-1999 (em % a.a.).....	44
Gráfico 4 – Produto Interno Bruto (PIB): Variação Real Anual	45
Gráfico 5 – Taxa de Câmbio R\$/US\$.....	57

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Variação Percentual dos Índices de Preços – (1993-1999)	41
Tabela 2 – Balanço de Pagamentos – 1993 a 1999 (US\$ milhões).....	43
Tabela 3 – Serviços e Renda de Capital: 1993-1999 (US\$ milhões)	43
Tabela 4 – Taxa de Desemprego Aberto RMs (%): 1993-1999 - Referência: Dezembro.....	45
Tabela 5 – Dívida Líquida do Setor Público (R\$ bilhões e participação percentual)	46
Tabela 6 – Necessidades de Financiamento do Setor Público 1994 – 1999 (% PIB)	47
Tabela 7 – Variação Mensal das Reservas Internacionais 1994-1999 (US\$ bilhões).....	50
Tabela 8 – Variação Percentual Mensal dos Índices de Preços – 1999.....	57

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB – Banco Central do Brasil
BP – Balanço de Pagamentos
FMI - Fundo Monetário Internacional
FSE – Fundo Social de Emergência
IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
NFSP – Necessidades de Financiamento do Setor Público
MP – Medida Provisória
NC – Novo Cruzeiro
ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
PAI – Plano de Ação Imediata
PIB – Produto Interno Bruto
RMI – Regime de Metas de Inflação
URV – Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1 REFERENCIAL TEÓRICO	13
1.1 INFLAÇÃO	13
1.1.1 Inflação de demanda	13
1.1.2 Inflação de custos.....	14
1.1.3 Inflação inercial	15
1.1.4 A curva de Phillips original	16
1.1.5 A curva de Phillips aceleracionista	188
1.1.6 Expectativas racionais.....	22
1.2 ÂNCORA CAMBIAL.....	23
1.2.1 Vantagens e desvantagens da âncora cambial.....	24
1.2.2 Sistemas cambiais	27
2 PLANO REAL	30
2.1 ANTECEDENTES	30
2.2 O PLANO REAL E SUAS FASES	34
2.2.1 Primeira fase	34
2.2.2 Segunda fase.....	35
2.2.3 Terceira fase.....	37
2.3 IMPACTOS DO PLANO	41
3 O FIM DA ÂNCORA CAMBIAL	49
3.1 PRINCIPAIS CRISES ENFRENTADAS PELO REAL	49
3.2 O DESENNOLAR DA CRISE CAMBIAL	53
3.3 A MUDANÇA CAMBIAL	54
3.4 O ANO DE 1999	55
CONCLUSÃO	62
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	65

INTRODUÇÃO

É longa a história de combate à inflação no Brasil. Foram inúmeras as tentativas frustradas para o seu controle, desde planos ortodoxos a heterodoxos foram implementados. A partir dos anos 1970, a inflação começou a revelar cada vez mais um caráter inercial, que, aliado a choques externos, tornou cada vez mais complicado o seu controle e acabou levando às tentativas ortodoxas em debelá-la a se tornarem cada vez menos eficazes.

Os debates se tornaram mais intensos e maduros no país a partir da década de 1980 em virtude do reconhecimento do papel da indexação, além de outros fatores, no aumento generalizado dos preços. Finalmente, em 1994, o Brasil alcançou a tão desejada estabilidade econômica com o Plano Real que reuniu medidas ortodoxas e heterodoxas para o efetivo combate à inflação e, de maneira distinta da maioria dos planos anteriores, enfrentou os diferentes aspectos da inflação. A estabilização dos índices inflacionários foi garantida essencialmente por meio da ancoragem cambial, com os preços dos bens comercializáveis com o exterior balizando a formação dos preços domésticos.

Decorridos alguns anos da implementação do Plano Real, a economia brasileira passou a apresentar diversos problemas. Entre eles, destacam-se a elevação da dívida pública e o desequilíbrio das contas externas. Tais resultados estavam diretamente ligados à manutenção do regime de câmbio que vigorava na época.

O real se encontrava sobrevalorizado. Em vista disso, verificava-se a necessidade de desvalorizar nossa moeda, muito além da ínfima desvalorização gradual que vinha ocorrendo até 1998; entretanto existia um grande temor quanto ao retorno do processo inflacionário. Em 1998, com a crise da Rússia, ocorre no mercado financeiro uma crise que afeta o Brasil. Os especuladores estavam informados da precária situação das contas públicas e da excessiva valorização do real e decidem não mais apostar nesse arranjo frágil. Apesar de o governo garantir que não realizaria uma grande desvalorização, ocorre uma fuga incontrolável de dólares do país. A desvalorização da nossa moeda foi adiada ao máximo pelas autoridades monetárias, até que o mercado financeiro acabou forçando essa desvalorização, o que fez ruir a âncora cambial.

O presente trabalho tem por objetivo responder por que a previsão de forte impacto inflacionário para o ano de 1999 não se confirmou. Para isso é realizada uma releitura do período de transição entre a queda da âncora cambial e a adoção do regime de metas de inflação, avaliando os fatos relevantes que contribuíram para que o país registrasse uma inflação, em termos de preço ao consumidor, de menos de dois dígitos em 1999.

O fato de a inflação não ter retornado com força na economia, meses após a desvalorização cambial, pela maneira como ocorreu essa desvalorização - forçada pelo mercado - é de grande importância. Os frutos da trajetória seguida pela inflação no ano de 1999 foram colhidos por muitos anos. O risco do retorno do processo inflacionário que o país correu naquele ano foi o maior desde então.

O trabalho está organizado em três capítulos. O primeiro é dedicado a apresentar as principais teorias que explicam a inflação. Complementando esse capítulo, é apresentado o referencial teórico que explica o funcionamento da âncora cambial como instrumento para alcançar a estabilidade de preços, bem como suas vantagens e desvantagens.

No segundo capítulo é realizada uma exposição do Plano Real, no qual é explorado o contexto histórico e as fases da implementação do plano, que abrangem desde o ajuste fiscal, passando pela reforma monetária que introduziu o real na economia, até a crise cambial de janeiro de 1999. Esse capítulo contempla ainda uma análise dos impactos do plano no comportamento de diversos indicadores da economia brasileira.

No terceiro capítulo são abordadas as principais crises enfrentadas pelo real e a trajetória da economia brasileira que culminou na mudança cambial. Visando cumprir o objetivo central proposto no trabalho, é realizada uma análise dos fatos relevantes ocorridos no país que contribuíram para que a inflação não disparasse no ano de 1999. De forma complementar, busca-se responder por que o comportamento do PIB daquele ano superou muitas previsões pessimistas.

1 REFERENCIAL TEÓRICO

1.1 INFLAÇÃO

Existem vários conceitos para o termo inflação, o mais simples e usual define-a como a elevação contínua e generalizada do nível de preços, traduzindo-se na perda gradativa do poder aquisitivo da moeda. A inflação, portanto, não pode ser confundida com uma alta de preços isolada, porque corresponde a um aumento sustentado do nível de preços. O termo *generalizada* significa que embora alguns preços possam permanecer inalterados o aumento dos preços é a regra geral.

Resende (1989) classifica o processo inflacionário em: inflação moderada, inflação crônica e hiperinflação. A inflação moderada é um aumento do nível geral de preços que pode ser provocado pelo excesso de demanda. Esse excesso ocorre, basicamente, devido a um aumento da renda disponível. A inflação crônica é um processo de aumento generalizado dos preços em um ritmo mais acelerado e por um espaço de tempo maior e suficiente para que mecanismos generalizados de indexação sejam estabelecidos na economia. A hiperinflação é um processo de brutal elevação dos preços em que a moeda nacional é rejeitada, o que provoca perda de todas as fontes alternativas de financiamento para o governo.

Lopes (1989) destaca como característica essencial da hiperinflação a destruição da credibilidade da moeda local que, na prática, se reflete na substituição por alguma moeda estrangeira. O autor diferencia a inflação em três níveis: inflação moderada com taxas de no máximo 20% a 25% ao ano; inflação aberta com até 50% ao mês; e hiperinflação com taxas que extrapolam os 50% ao mês.

1.1.1 Inflação de demanda

A inflação de demanda ocorre basicamente quando há pressão sobre os preços causada por excesso de demanda sobre a capacidade produtiva de uma economia. Em outras palavras, a inflação de demanda surge quando os estoques monetários reais dos agentes econômicos - salários e todos os tipos de rendas - são ampliados sem que a produção total da economia, medida pelo PIB, acompanhe.

Moraes (1991) salienta um ponto importante para o caso da inflação de demanda: o excesso de demanda é provocado por um aumento na soma das reivindicações sobre o produto, com as condições de produção permanecendo constantes.

Um aumento da renda disponível causa excesso de demanda. Em um curto período de tempo as empresas são incapazes de ampliar sua capacidade produtiva, o que fará com que a demanda pressione a oferta. Os preços são empurrados para cima resultando em inflação de demanda. As empresas que tenham a finalidade de ampliar a oferta de bens ou serviços precisarão contratar mão de obra. Na hipótese de que não haja mão de obra qualificada à disposição das empresas, elas incorrerão em custos para obter. Com a escassez de oferta de trabalho as empresas terão que oferecer salários reais maiores, provocando aumento de seus custos, que serão repassados aos preços. Neste caso, a oferta é dita inelástica, pois um aumento da demanda causará aumento de preços.

1.1.2 Inflação de custos

A inflação de custos, também chamada de inflação de oferta, ocorre quando o nível de demanda não se altera, mas há uma alteração do nível de preços decorrente do aumento dos custos. Os mais conhecidos e recorrentes motivos que causam elevação dos custos de produção são o aumento:

- a) dos salários reais - decorrente basicamente do poder de negociação dos sindicatos;
- b) da taxa de lucro - pressupõe uma estrutura de mercado imperfeitamente competitiva, monopolista ou oligopolista;
- c) do custo da matéria-prima - repassado aos preços dos produtos;
- d) dos custos de transporte - repassados completamente ao produtor;
- e) dos impostos - repassados em última instância ao consumidor.

Na inflação de custos a causa original pode não ser clara. Segundo Lerner (1958 *apud* MORAES 1991), a inflação de venda pode ter início em um acréscimo no percentual da margem do preço sobre o custo, ao invés de ter origem em um aumento de salários. Com os preços em ascensão, os trabalhadores tentarão aumentar os seus salários para manter seu poder de compra inicial. A seguir as empresas aumentam ‘inocentemente’, outra vez, seus preços na proporção do aumento de seus custos. Fica a questão de quem iniciou o processo.

1.1.3 Inflação inercial

A inflação inercial é explicada basicamente pelos mecanismos de indexação (formal e/ou informal) existentes na economia que promovem a manutenção das taxas de inflação anteriores. A partir de determinada taxa de inflação, os agentes econômicos, para proteger sua participação no produto total, procuram reajustar seus preços (e salários) com base na inflação verificada no período anterior.

A teoria da inflação inercial divide a inflação em dois componentes principais: a inércia - responsável pela manutenção da inflação num certo patamar - e os choques de oferta e/ou demanda - o componente ativo da inflação e responsável pela sua aceleração.

Os mecanismos de indexação são a essência do fenômeno da inflação inercial. Em última análise, a causa básica da inflação inercial é a indexação. Os agentes econômicos criam mecanismos formais ou informais de indexação, na tentativa de neutralizar a inflação, isto é, de manterem sua parcela da renda total, quando todos os preços e salários estão subindo de forma errática e contínua (LOPES, 1989).

O estudo de processos inflacionários crônicos revela que, a partir de determinado nível, a inflação adquire certa autonomia. Este componente autônomo passou a ser chamado de inflação inercial. Por alguma razão, o fato de ter ocorrido inflação no período anterior implica uma tendência a sustentação do ritmo de elevação dos preços no período atual. Este é o caráter estável da inflação inercial ao longo do tempo (BIER; PAULANI; MESSENBURG, 1987).

Inflação inercial não é sinônimo de inflação estável, que permanece no mesmo patamar indefinidamente. Apesar da ênfase dada, na primeira metade dos anos 1980, ao

caráter estável que realmente predomina nesse tipo de inflação, o que a caracteriza é uma tendência moderadamente ascendente (PEREIRA, 1989).

Lopes (1986a) destaca que num processo inflacionário crônico os agentes econômicos se comportam de maneira defensiva na formação de preços, o que em condições normais consiste na tentativa de restabelecer o pico anterior de renda real no momento em que ocorre o reajuste periódico de preços. Quando todos os agentes passam a adotar essa estratégia, a taxa de inflação existente tende a perpetuar-se, isto é, a tendência inflacionária torna-se igual a do período anterior.

Os teóricos das expectativas racionais ignoram o conflito distributivo existente em processos inflacionários crônicos, explicando a inflação basicamente por meio das expectativas. Segundo essa abordagem, mudanças na política econômica governamental poderiam criar expectativas inflacionárias, porque os agentes econômicos tomam suas decisões com base em todo o conjunto de informações disponível sobre o atual comportamento da economia, bem como, nas previsões do que esperam que aconteça no futuro e reagem de forma racional de acordo com as expectativas formadas, antecipando os efeitos das políticas governamentais.

Para Pereira (1989), na teoria da inflação inercial a manutenção do patamar inflacionário é decorrente do conflito distributivo entre os agentes econômicos, que aumentam seus preços de forma alternada e defasada. As expectativas dos agentes econômicos não são facilmente modificadas por meio de mudanças na política monetária, ou, de forma mais ampla, por meio da mudança do regime de política econômica, como afirmam os monetaristas; as expectativas estão baseadas em um fenômeno real, que é a inflação passada e na qual o conflito distributivo está ancorado.

1.1.4 A curva de Phillips original

De acordo com Moraes (1991), Phillips, em seu estudo com uma longa série de dados (1861-1957) formada por taxas médias anuais de variações dos salários nominais e taxas médias anuais de desemprego do Reino Unido, observou a existência de relação negativa entre inflação salarial e desemprego. Phillips concluiu que: (a) a taxa de variação dos salários nominais pode ser explicada como uma função inversa da taxa de desemprego; (b) a relação

entre elas não é linear; (c) a variação no desemprego afeta de forma inversa a variação salarial; e (d) a curva é estável no tempo.

Equação original de Phillips:

$$\hat{w} = \text{constante} - bU \quad (1)$$

Onde b é o coeficiente que determina a resposta do salário nominal à taxa atual de desemprego, \hat{w} é a taxa de variação do salário nominal e U corresponde à taxa de desemprego.

Paul Samuelson e Robert Solow (1960 *apud* MORAES, 1991) analisaram a relação entre taxa de inflação e taxa de desemprego nos Estados Unidos referente ao período 1900 a 1960 e encontraram uma relação negativa entre inflação e desemprego. Essa relação eles batizaram de curva de Phillips.

O que diferencia a curva de Phillips original da versão Samuelson-Solow é uma troca de variáveis: a taxa de variação do salário nominal (inflação salarial) foi substituída pela taxa de variação do nível geral de preços (inflação). Essa troca, que aparentemente parece simples, se tornou fundamental para o pensamento macroeconômico, bem como para a condução política econômica da época. Essa nova relação foi amplamente utilizada ao longo da década de 1960, como se os responsáveis pela política econômica dos países pudessem optar entre diferentes combinações de inflação e desemprego (MODENESI, 2005).

Acreditava-se que uma nação poderia sustentar um desemprego baixo se estivesse disposta a tolerar uma inflação mais alta, ou poderia alcançar a estabilidade de preços, se estivesse disposta a suportar um desemprego mais alto (BLANCHARD, 2007).

Samuelson e Solow apresentaram fortes indícios de que não consideravam essa relação estável no longo prazo - o *trade-off* entre inflação e desemprego - sugerindo a possibilidade da curva de Phillips se deslocar:

Além da advertência usual de que estas são simplesmente nossas melhores suposições, nós devemos expressar outra advertência. Toda nossa discussão tem sido mencionada em termos de curto prazo, tratando do que poderia ocorrer dentro de

poucos anos. Então seria errado pensar que o nosso gráfico, que relaciona o comportamento dos preços e do desemprego efetivamente acontecidos, deverá manter o mesmo formato no longo prazo. (SAMUELSON; SOLOW, 1960, p. 193 *apud* MODENESI, 2005, p. 62).

Ainda que se admitisse que a curva de Phillips pudesse ser deslocada pelo efeito de certos fatores como as expectativas de inflação, taxa de lucro, cláusulas de indexação existente em contratos trabalhistas, choques externos, entre outros, de forma geral acreditava-se na existência de um dilema (*trade-off*) entre inflação e desemprego (MORAES, 1991).

Os primeiros estudos referentes à curva de Phillips não foram suficientemente abrangentes, focalizando apenas a taxa de inflação e a taxa real de desemprego, não considerando as expectativas inflacionárias e a taxa natural de desemprego, conceitos introduzidos posteriormente. A relação original de Phillips estava ancorada na hipótese de que os trabalhadores eram guiados pelos salários nominais ao decidirem a quantidade de trabalho ofertada. Friedman e Phelps, ao questionar a validade da versão original proposta por Phillips, argumentaram que o que importa para os trabalhadores é o salário real. Os empregados não estão interessados no salário monetário em si, mas sim no seu poder de compra, que depende das expectativas sobre o nível de preços.

1.1.5 A curva de Phillips aceleracionista

Muitas críticas foram feitas à versão original de Phillips. A mais conhecida delas é a de Milton Friedman, realizada no seu discurso presidencial no congresso anual da *American Economic Association* em 1967. Ele ressalta que a equação de Phillips se aplicaria apenas a economias em que a estabilidade de preços vigorasse, isto é, que as expectativas inflacionárias permanecessem estáveis:

A análise de Phillips da relação entre desemprego e variação salarial é justificadamente comemorada como uma contribuição original e importante. Mas, infelizmente, ela contém um defeito básico – a falha em distinguir entre os salários ‘nominais’ e os reais – da mesma forma que a análise de Wicksell falhou em distinguir entre taxas de juros ‘nominais’ e ‘reais’. Implicitamente, Phillips escreveu o seu artigo para um mundo no qual todos esperam que os preços nominais seriam estáveis e no qual esta previsão permanece inabalada e imutável independentemente do que ocorra aos preços e salários reais. (FRIEDMAN, 1968, p. 102 *apud* MORAES, 1991, p. 27).

Friedman, em sua argumentação, procurou mostrar que as variações das taxas de desemprego que derivam de uma política econômica ativa - consequência de um aumento inesperado da oferta monetária - não são resultado de uma variação na demanda efetiva, mas sim do fato de os assalariados manterem por determinado tempo uma falsa expectativa de aumento de preços. Para que o nível de emprego seja expandido, é necessário que ocorra redução do salário real - condição essencial do paradigma neoclássico - pois apenas assim uma firma maximizadora de lucro contrataria mais mão de obra (supondo que sua produtividade marginal fosse constante). Na visão de Friedman essa redução necessária do salário real ocorreria por meio do equívoco dos trabalhadores quanto à evolução dos preços. A diferença entre o salário real esperado e o salário real efetivo, quando observado pelo empresário, seria a base para a expansão do emprego. No entanto, segundo Friedman, em algum momento os trabalhadores perceberão seus erros. Uma vez percebida a dimensão correta do salário real, ocorreria uma redução da oferta de mão de obra, e seria restabelecida aquela parcela de desemprego que fora artificialmente reduzida por uma mera e transitória ilusão quanto à evolução dos preços. Dito de outra forma, o *trade-off* entre variação dos salários e desemprego seria válido apenas no curto prazo. Uma política expansiva expressaria movimentos ao longo da curva de Phillips convencional somente a curto prazo. No longo prazo, a própria curva de Phillips se deslocaria, adquirindo o formato vertical (KANDIR, 1989).

No final da década de 1960, Milton Friedman e Edmund Phelps questionaram a existência de um dilema entre inflação e desemprego argumentando que, se os governantes tentassem manter o desemprego mais baixo, aceitando uma inflação mais alta, o dilema acabaria desaparecendo; a taxa de desemprego não poderia ser mantida abaixo de um determinado nível. Esse nível eles chamaram de “taxa natural de desemprego” (BLANCHARD, 2007).

Nas palavras de Friedman o conceito de taxa natural de desemprego:

A ‘taxa natural de desemprego’, em outras palavras, é o nível que seria atingido por um sistema de equações walrasiano de equilíbrio geral, desde que ele reflita as características reais estruturais dos mercados de trabalho e de bens, incluindo as suas imperfeições, a variabilidade estocástica das ofertas e demandas, os custos de obter informações sobre vagas e disponibilidades de trabalho, os custos da mobilidade, e assim por diante. (FRIEDMAN, 1968, p. 102 *apud* MORAES, 1991, p. 27).

Friedman destaca o fato de que a sua taxa natural de desemprego não é uma constante imutável, pois muitas forças podem aumentá-la ou diminuí-la, como a legislação sobre o salário mínimo, o poder de barganha dos sindicatos, o sistema de informação no mercado de trabalho, etc. Ele admite a existência de um *trade-off* entre inflação e desemprego, no entanto este é apenas temporário. Quando as expectativas estão ajustadas aos fatos, isto é, em equilíbrio, a taxa natural de desemprego prevalece, e qualquer taxa de inflação pode ser compatível com ela (MORAES, 1991).

Em virtude do fato de os agentes anteciparem ou formarem expectativas em relação à inflação, houve a necessidade de acrescentar uma variável à curva de Phillips original. A expectativa de inflação foi a variável adicionada e que colaborou na formação do que atualmente ficou conhecido como curva de Phillips aceleracionista, ou ainda, curva de Phillips versão Friedman-Phelps.

A curva de Phillips que leva em conta o papel das expectativas inflacionárias e a existência de uma taxa natural de desemprego, segundo Modenesi (2005), é dada por:

$$\dot{P}_t = \alpha (U_N - U_t) + \dot{P}_t^e, \quad (\alpha > 0) \quad (2)$$

Em que \dot{P}_t é a taxa de inflação verificada no período t , \dot{P}_t^e a expectativa de inflação (no período t), U_N a taxa natural de desemprego e U_t o nível de desemprego corrente. Desta forma, se a inflação atual for maior que a prevista, a inflação esperada para o próximo período é revisada para mais, ou vice-versa (onde α é o fator de correção que mede a velocidade pela qual as expectativas são revistas).

Supondo que a expectativa de inflação no período t (\dot{P}_t^e) depende apenas da inflação ocorrida no período anterior (\dot{P}_{t-1}), temos:

$$\dot{P}_t^e = \dot{P}_{t-1} \quad (3)$$

Esse é o caso em que a previsão de inflação futura é exatamente igual à inflação corrente, chamado de *expectativas estáticas*.

Com o uso do mecanismo das expectativas estáticas, a equação da curva de Phillips pode ser reescrita e obtém-se:

$$\dot{P}_t - \dot{P}_t^e = \alpha (U_N - U_t) \quad (4)$$

Rearrmando (4), obtém-se:

$$U_t = U_N - \frac{1}{\alpha} (\dot{P}_t - \dot{P}_t^e), \quad \text{com } \alpha > 0 \quad (5)$$

Onde se conclui que o nível de desemprego corrente é igual à taxa natural menos uma fração de erro de expectativa que é dado pela diferença entre a taxa de inflação verificada e a expectativa de inflação no período t : $(\dot{P}_t - \dot{P}_t^e)$. Se esse termo for positivo, o desemprego está abaixo da taxa natural; se ele for negativo, o desemprego encontra-se acima da taxa natural. Para o caso de que as expectativas se realizam perfeitamente a equação se reduz a $U_t = U_N$. Sinteticamente, tem-se:

a) ilusão monetária (CP): $\dot{P}_t > \dot{P}_t^e \Leftrightarrow U_t < U_N$, se a inflação superar as expectativas, o nível de desemprego se torna menor que a taxa natural;

b) ilusão monetária (CP): $\dot{P}_t < \dot{P}_t^e \Leftrightarrow U_t > U_N$, se a inflação for menor que as expectativas, o nível de desemprego se eleva acima da taxa natural;

c) ausência de ilusão monetária (LP): $\dot{P}_t = \dot{P}_t^e \Leftrightarrow U_t = U_N$, se a inflação for igual às expectativas, o nível de desemprego é igual à taxa natural.

Em outras palavras, o desemprego corrente oscila em torno da taxa natural de desemprego; e as flutuações econômicas resultam dos erros de expectativa, consequência da criação da inflação-surpresa por parte das autoridades monetárias (MODENESI, 2005).

Esse resultado é conhecido como *princípio aceleracionista da inflação*, que sinteticamente significa que as autoridades precisam aceitar níveis cada vez maiores de inflação para manter U_t abaixo de U_N . O custo dessa política, caso seja implementada, é a

aceleração da inflação. Apenas a taxa natural de desemprego é compatível com uma taxa de inflação estável. No longo prazo não existe dilema entre inflação e desemprego, por esse motivo a curva de Phillips de longo prazo adquire o formato vertical.

1.1.6 Expectativas racionais

Conforme o tópico anterior, os agentes formam suas expectativas de inflação baseados em informações sobre o passado. Apesar de que essa hipótese das *expectativas adaptativas*¹ seja razoável, parece muito simples para ser a única alternativa possível. De acordo com essa abordagem, não é possível reduzir a inflação sem incorrer em custos, como o aumento do nível de desemprego e redução do produto. Tal fato ocorre porque os indivíduos estão sempre olhando para o passado ao formularem suas expectativas de inflação corrente, sem levar em conta novas informações, como o que está sendo feito no presente, por parte das autoridades, para combater a inflação.

De acordo com Moraes (1992), John Muth foi o precursor da ideia de expectativas racionais. Seu interesse particular não era a inflação, seu objetivo era combinar a hipótese de *racionalidade*, que era comum na modelagem do comportamento dos agentes econômicos nos mercados de produtos específicos, com o mecanismo de formação de expectativas. A hipótese central de Muth era de que a distribuição de probabilidade das firmas tende a ser igual à distribuição proposta pela melhor teoria econômica existente, para o mesmo conjunto de informações disponíveis.

Conforme Sachs e Larrain (2000), no início da década de 1970, duras críticas foram feitas por um grupo de renomados economistas liderados por Robert Lucas da Universidade de Chicago e Thomas Sargent do *Hoover Institute*, quanto à análise inflação-desemprego de Friedman e Phelps. Lucas e Sargent, após estudarem e aprimorarem a técnica de J. Muth, propuseram que os trabalhadores e os empresários compreendem o verdadeiro modelo da economia e suas previsões de inflação são baseadas nesse modelo e não em expectativas com foco no passado ou outro processo mecânico qualquer. Essa abordagem ficou conhecida na literatura econômica como *expectativas racionais*. A hipótese básica dessa abordagem é a de que os agentes econômicos, ao formarem suas expectativas, maximizam a utilização de toda a

¹ De acordo com a abordagem das *expectativas adaptativas* os agentes econômicos formam suas expectativas sobre o que irá acontecer no futuro com base no que aconteceu no passado.

informação disponível, e formam opiniões referentes ao comportamento da política econômica futura.

De acordo com a teoria das expectativas racionais o dilema entre inflação e desemprego pode desaparecer mesmo no curto prazo. As autoridades políticas podem até mesmo zerar a inflação assumindo um compromisso crível de redução da inflação. Contudo, é essencial que os agentes econômicos estejam convencidos de que o governo está comprometido com a estabilidade de preços, assim a população ajustará suas expectativas de inflação. Dessa forma, será possível reduzir a inflação sem reduzir a produção e sem desemprego excessivo.

Sabemos que a credibilidade governamental não pode ser considerada condição suficiente para alcançar uma desinflação sem custos. Apesar de os teóricos das expectativas racionais menosprezarem a importância do papel dos contratos salariais de longo prazo, empregados e empregadores podem realmente estar presos a contratos de longa duração. Em virtude disso os aumentos salariais predeterminados podem aumentar o custo da desinflação mesmo que o governo tenha forte credibilidade. A população pode basear suas expectativas não apenas no que o governo se compromete a fazer, mas sim observando a inflação anterior, conforme a teoria das expectativas adaptativas. Sinteticamente, a teoria da desinflação sem custos exige três requisitos: (i) o equilíbrio rápido do mercado de trabalho; (ii) expectativas voltadas para o futuro; e (iii) credibilidade da política anunciada. Como essa combinação é muito rara, se é que existe, a própria teoria das expectativas racionais acaba não tendo muita credibilidade (SACHS; LARRAIN, 2000).

O assunto abordado na próxima seção é a âncora cambial, que consiste numa estratégia para combater a inflação via administração do câmbio.

1.2 ÂNCORA CAMBIAL

A estratégia de administração do câmbio foi utilizada por muitos países no decorrer do século XX como uma importante ferramenta para o controle da inflação. Países como o México em 1988, a Argentina em 1991 e o Brasil em 1994 utilizaram a ancoragem cambial em seus planos de estabilização. Nesses países, em virtude das inflações muito altas para padrões internacionais, de acordo com Batista Jr. (1996, p. 130):

Prevaleceu a percepção de que a estabilização monetária exigia, nessas circunstâncias, o uso da taxa de câmbio com o dólar como âncora nominal. Isso significou assumir compromissos mais ou menos rígidos com uma trajetória predeterminada para a taxa de câmbio nominal, sacrificando em larga medida a possibilidade de utilizá-la como instrumento de ajuste do balanço de pagamentos. [...] A função primordial da política cambial passou a ser a de contribuir para a convergência da inflação doméstica à inflação internacional, fossem quais fossem os efeitos em termos de perda de competitividade internacional e desequilíbrios no balanço de pagamentos em conta corrente.

De acordo com Modenesi (2005), a essência do regime de metas cambiais é a perda de graus de liberdade na condução da política monetária, que ocorre em virtude de a autoridade monetária se comprometer a controlar a taxa de câmbio. As proposições desse regime ressaltam que a vinculação da moeda doméstica à moeda-âncora exerce o papel de coordenar as expectativas de inflação do público e de balizar a formação de preços.

Para Calvo e Végh (1993), a adoção de uma âncora cambial pode ser entendida como o anúncio, por parte do governo, de realizar uma menor e contínua desvalorização da taxa de câmbio nominal. Por consequência se espera que as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos diminuam, pois a taxa de câmbio servirá de referência para os reajustes dos preços da economia.

Edwards (2001 *apud* MODENESI, 2005) destacou que a ancoragem cambial impõe um teto para os preços dos bens comercializáveis, o qual exerce a função de coordenar as expectativas inflacionárias, criando uma convergência entre as taxas de inflação nacional e internacional. O controle da inflação por meio da adoção de uma âncora cambial depende, em grande medida, da redução dos preços dos bens comercializáveis. Os produtos importados se tornam mais competitivos frente aos nacionais, servindo como um referencial para os preços internos.

1.2.1 Vantagens e desvantagens da âncora cambial

Para Modenesi (2005), para que a implementação de um regime monetário vinculado ao câmbio se mostre eficiente no combate à inflação, é necessário que determinados elementos estejam presentes, como a liberdade comercial e uma taxa de câmbio sobrevalorizada para tornar as mercadorias importadas relativamente mais competitivas frente às nacionais. Portanto, quanto menores forem as barreiras às importações e maior for a intensidade de sobrevalorização da moeda doméstica, mais eficaz será o regime no combate à

inflação. A união desses dois elementos contribui para deslocar uma parcela da demanda doméstica para os bens importados, o que, primeiramente, exercerá pressão para baixo sobre os preços dos bens comercializáveis com o exterior (*tradables*) e esse efeito se estenderá, posteriormente, aos bens não comercializáveis (*non-tradables*).

Manter a moeda doméstica sobrevalorizada tende a reduzir os preços dos produtos importados. Num primeiro momento, os preços dos produtos produzidos internamente não se alteram. No entanto, a demanda por produtos nacionais que possuam substitutos importados é reduzida, o que limita, portanto, que as empresas domésticas remarquem livremente seus preços. Consequentemente, as mercadorias produzidas no exterior colaboram no combate à inflação, na medida em que servem como balizador para os preços internos, em virtude do possível deslocamento de parte da demanda interna para produtos importados.

Calvo e Végh (1993) acrescentam que é indispensável que o governo tenha credibilidade junto ao público para que um plano que objetive a estabilidade de preços a partir da ancoragem cambial obtenha êxito. Na hipótese de que não haja credibilidade suficiente, com os agentes econômicos esperando uma reversão na desaceleração da taxa de desvalorização cambial, as consequências centrais serão: (i) inflação residual mais elevada que a taxa de desvalorização cambial anunciada pelo governo (valorizando a taxa de câmbio real); e (ii) a formação de um ciclo de negócios relacionado ao plano de estabilização, mais especificamente um aumento na demanda por bens comercializáveis com o exterior (*tradables*), principalmente os bens de consumo duráveis. Os dois resultados contribuem para o desequilíbrio em transações correntes e para a possibilidade de agravamento do processo inflacionário, colocando em risco o plano de estabilização.

A adoção de uma âncora cambial corresponde à renúncia de um dos principais instrumentos de política econômica, a política monetária (pela endogeneidade da oferta monetária). Tal fato ocorre em função de que a política monetária não poderá ser utilizada para reduzir os impactos negativos de choques econômicos que eventualmente possam incidir sobre a economia doméstica.

A endogeneidade da oferta monetária impede que o Banco Central exerça uma de suas funções mais importantes, a de prestador de última instância. O significado disso é que, se ocorrer uma crise de liquidez na economia, o Banco Central não será capaz de prestar socorro

aos bancos comerciais. Um problema pontual de falta de liquidez enfrentado por apenas um banco pode acabar se transformar numa crise sistêmica (MODENESI, 2005).

Outra desvantagem destacada por Modenesi (2005) é de que é provável que choques sofridos pelo país-âncora sejam diretamente transmitidos à economia ancorada, em decorrência de as taxas de juros de ambos os países estarem positivamente correlacionadas e serem fundamentalmente determinadas por acontecimentos no país-âncora. Por exemplo, caso ocorra um choque negativo de oferta que implique em um aumento da taxa de inflação do país-âncora e, visando conter a alta de preços, o Banco Central desse país aumente a taxa de juros. A taxa de juros do país ancorado deverá elevar-se também, mesmo na hipótese de que não haja pressões inflacionárias nesse país. Caso a taxa de juros da economia ancorada permaneça inalterada, haverá uma fuga maciça de capitais em busca de maior rentabilidade no país-âncora. Por esse motivo, choques sofridos pelo país-âncora têm seus efeitos transmitidos à economia ancorada via taxa de juros.

A combinação entre mobilidade internacional de capitais e ancoragem cambial torna o país suscetível a ataques especulativos. O Banco Central, ao monetizar os déficits públicos, provoca queda nas reservas internacionais. Se os desajustes fiscais forem recorrentes, a situação se torna complicada e um convite para um ataque especulativo, que não espera que as reservas em moeda estrangeira se esgotem.

Modenesi (2005) ressalta que o forte aumento da taxa de juros de curto prazo, uma medida indispensável para combater um possível ataque especulativo, tende a gerar consequências prejudiciais à economia, como a redução do nível de investimento, o aumento do desemprego, deterioração da situação fiscal, entre outros. Dessa forma, a credibilidade do regime baseado na ancoragem cambial fica comprometida, em virtude da constante vulnerabilidade a ataques especulativos a que fica exposta a moeda da economia ancorada.

Uma nação que busca a estabilidade de preços pode adotar um regime monetário baseado em uma âncora cambial como uma estratégia auxiliar e não permanente para combater a inflação. Auxiliar porque não basta adotar esse regime sem controlar o déficit público, entre outros fatores. Não permanente porque as desvantagens apresentadas por esse regime são muito significativas na medida em que podem comprometer a própria estabilidade conquistada (MODENESI, 2005).

Na próxima seção serão abordados diferentes sistemas cambiais com o objetivo de destacar quais deles constituem regimes monetários de metas cambiais, ou seja, quais formam uma âncora cambial na economia visando alcançar a estabilidade de preços.

1.2.2 Sistemas cambiais

Os sistemas cambiais variam de acordo com grau de rigidez da taxa de câmbio nominal. Os dois extremos são formados pelo sistema de flutuação pura (ou limpa) da taxa de câmbio e pela dolarização plena. Entre os dois extremos, em ordem crescente de rigidez da taxa de câmbio nominal, é possível citar: flutuação suja, banda cambial rastejante (*crawllig band*), banda cambial deslizante (*sliding band*), banda cambial (*target zone*), minidesvalorizações (*crawling peg*), câmbio fixo ajustável, câmbio fixo e conselho da moeda (*currency board*).

Para efeitos didáticos, esses sistemas cambiais estão agrupados em três conjuntos de acordo com sua flexibilidade e seus reflexos sobre a política monetária.

O primeiro conjunto compreende os sistemas de flutuação pura e suja da taxa de câmbio. No sistema de flutuação pura a taxa de câmbio é determinada livremente pela interação entre oferta e demanda de divisas no mercado cambial. Já no sistema de flutuação suja o BCB intervém no mercado de câmbio de maneira esporádica e limitada com o objetivo de evitar possíveis excessos de volatilidade da taxa de câmbio no curto prazo. O que esses sistemas têm em comum é que eles conferem plena liberdade para a condução da política monetária.

O segundo é formado pelos sistemas de bandas cambiais e minidesvalorizações, a saber: banda cambial rastejante, banda cambial deslizante, banda cambial e minidesvalorizações. Na banda cambial rastejante a amplitude e o ponto central da banda evoluem sistematicamente, ao longo do tempo, de acordo com uma regra pré-estabelecida. A banda deslizante não apresenta uma regra pré-estabelecida, mas é caracterizada pelo não comprometimento em manter irrealizáveis o ponto central e amplitude da banda, o que significa dizer que o Banco Central pode alterar sua determinação em magnitudes e intervalos de tempo indefinidos. No sistema de bandas cambiais tanto o ponto central como a amplitude da banda são fixos e irrealizáveis. No sistema de minidesvalorizações a taxa de câmbio

nominal é reajustada periodicamente de acordo com algum indicador externo, em geral, o diferencial entre inflação externa e interna, objetivando manter a taxa real de câmbio em níveis constantes, para manter a competitividade externa da produção doméstica. Todos os sistemas cambiais desse segundo conjunto conferem algum grau de flexibilidade na determinação da taxa de câmbio, o que confere à autoridade monetária certo espaço para que a política monetária seja conduzida de forma discricionária.

O terceiro conjunto é composto pelos casos mais rígidos de sistemas cambiais: o câmbio fixo ajustável, o câmbio fixo, o conselho da moeda e a dolarização plena. No sistema de câmbio fixo ajustável a taxa de câmbio é mantida fixa, mas o Banco Central não fica obrigado a manter a paridade indefinidamente. No sistema de câmbio fixo a paridade é mantida indefinidamente. O conselho da moeda é uma entidade responsável por determinar as regras de emissão da moeda doméstica. Nesse sistema a base monetária doméstica varia de acordo com o volume de reservas internacionais. Na dolarização plena o país abandona completamente sua autonomia monetária com a adoção de uma moeda tradicionalmente estável em substituição à moeda doméstica. Esse terceiro conjunto compreende os casos mais rígidos de sistemas cambiais em que há uma regra para a condução da política monetária: a oferta monetária passa a ser determinada pelo saldo do Balanço de Pagamentos (BP). Perde-se autonomia na execução da política monetária pelo fato de que essa passa a ser determinada pelo resultado do balanço de pagamentos: déficit em BP implica contração da oferta monetária, enquanto superávit determina expansão. Portanto, a oferta monetária se torna uma variável endógena, determinada pelo saldo no BP.

Entre esses sistemas cambiais apresentados, somente os do primeiro conjunto (flutuação pura e suja da taxa de câmbio) não são regimes monetários de metas cambiais, em razão da autonomia oferecida às autoridades monetárias para a condução da política monetária, independentemente do resultado do BP e de seus reflexos sobre a taxa de câmbio. Nos demais sistemas cambiais apresentados, tanto do segundo como do terceiro conjunto, o BCB é responsável por manter a taxa de câmbio em algum nível (ponto ou intervalo). O valor da moeda doméstica é determinado, em alguma medida, pelo BCB, o que requer intervenções no mercado cambial e acaba determinando uma estratégia para a condução da política monetária ou regime monetário.

De acordo com Modenesi (2005), as distintas versões do regime monetário de metas cambiais se distinguem pelo grau de rigidez na determinação da taxa de câmbio, tudo o que vale para as formas mais rígidas também vale para as demais, ainda que em menor medida.

2 PLANO REAL

2.1 ANTECEDENTES

Os choques de oferta do petróleo em 1973 e 1979 foram decisivos para a trajetória da inflação brasileira, que foi crescente a partir de 1974. A estratégia de combate à inflação no início dos anos 1980 era ortodoxa e insistia que, por meio do ajuste fiscal e política monetária restritiva, a inflação acabaria cedendo. Apesar das medidas de cunho ortodoxo, empregadas na economia na primeira metade da década de 1980, a inflação continuava sua trajetória ascendente, chegando a ultrapassar os 200% a.a. em 1983.

O desempenho deficiente da economia na primeira metade da década de 1980, combinado com o processo quase contínuo de aceleração da inflação, contribuiu para que uma nova corrente de pensamento ganhasse destaque: os inercialistas, que atribuíam para a inflação brasileira um novo diagnóstico. Dessa forma, a década de 1980 foi marcada por um amplo debate acerca da melhor estratégia para combater a inflação brasileira, que vinha se mostrando bastante resistente ao tratamento ortodoxo empregado. De um lado, estavam os economistas que defendiam basicamente a continuidade da estratégia até então utilizada - ortodoxa, e do outro, os economistas que enxergavam o componente inercial da inflação como fator determinante para o insucesso do receituário ortodoxo.

Os defensores do tratamento ortodoxo afirmavam que o combate à inflação deveria ser feito por meio de ajuste fiscal e política monetária restritiva. Do outro lado, estavam os economistas que compartilhavam a ideia de que a inflação brasileira tinha um componente inercial que não permitia sua queda substancial apenas por meio de políticas monetária e fiscal restritivas (MODENESI, 2005).

Os principais autores que compartilhavam a visão de que a inflação brasileira não cedia devido ao seu caráter inercial foram Francisco Lopes, Pêrsio Arida e André Lara Resende. O primeiro propôs um “choque heterodoxo” - com congelamento de preços e rendimentos - para enfrentar o problema. Os últimos foram responsáveis pelo que ficou conhecido como “proposta Larida”, que será apresentada a seguir.

O debate brasileiro foi encabeçado por Francisco Lopes, que em fevereiro de 1984 publicou o artigo “Porque a Inflação não cai?”, em que destacava o fracasso da estratégia ortodoxa utilizada pelo governo. No mesmo artigo ele ironizava a insistência dos monetaristas em não assumir o fracasso de sua política para o caso brasileiro: “Existem alguns economistas na praça, discípulos ferrenhos da doutrina monetária de Milton Friedman, que acreditam que o remédio só não funcionou ainda porque sua dosagem foi fraca.” (LOPES, 1986b, p. 115).

Em agosto do mesmo ano Lopes publica novo artigo em que aponta o caráter inercial da inflação como justificativa para a ineficiência das políticas de cunho ortodoxo até então utilizadas para enfrentar a escalada de preços. No artigo “Só um Choque Heterodoxo Pode Curar a inflação”, o autor sugere o congelamento de preços e rendimentos como alternativa mais eficiente para combater a inflação (LOPES, 1986c).

Em setembro de 1984, André Lara Resende publica no jornal *Gazeta Mercantil* o artigo: “A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial”, sugerindo nova alternativa para a economia brasileira. Em dezembro de 1984, em uma conferência no *Institute of International Economics*, em Washington, Pésio Arida e André Lara Resende apresentam em conjunto a proposta de adoção de uma nova moeda no país que passaria a ficar conhecida como “proposta Larida”.

Arida e Resende compartilhavam com Lopes o diagnóstico de que a inflação brasileira tinha um componente inercial que tornava as políticas de redução da oferta monetária e contenção dos gastos públicos ineficazes para combater o aumento generalizado de preços. Na visão desses autores seria necessário eliminar a inércia inflacionária para que políticas monetárias voltassem a ter eficácia no combate à inflação. As duas propostas - choque heterodoxo e proposta Larida - levavam em conta que a desindexação da economia é condição necessária para se alcançar a estabilidade de preços. No entanto, os autores da proposta Larida criticavam a sugestão de Lopes para combater a inflação argumentando que o congelamento de preços e rendimentos apresentava um problema bastante relevante: a assincronia dos reajustes de preços: “Uma fotografia da economia num dado ponto do tempo mostraria preços em desequilíbrio. [...] O congelamento dos preços nominais por determinação legislativa inevitavelmente congelaria preços relativos em desequilíbrio.” (ARIDA; RESENDE, 1986, p. 16).

A proposta Larida, apesar de ter em comum com Lopes o diagnóstico quanto à inflação brasileira, apresentava uma alternativa distinta para combatê-la. Sua principal vantagem em relação ao congelamento de preços e rendimentos estaria na neutralidade distributiva, que seria obtida por meio da adoção de um indexador universal que tivesse a função de reajustar todos os preços e rendimentos em uma determinada data. Outra vantagem é que, por não introduzir nenhuma medida de caráter compulsório - a conversão de preços era voluntária -, e não depender de controles administrativos, a reforma monetária preservaria o funcionamento dos mercados.

O objetivo da reforma monetária proposta por Arida e Resende seria encolher a memória inflacionária do sistema sem a necessidade de o país passar por uma hiperinflação. De acordo com autores da proposta, essa é uma condição dos ambientes hiperinflacionários, onde os preços e contratos são revistos de forma quase contínua. Com o encurtamento dos períodos dos contratos e dos reajustes de preços, a memória inflacionária do sistema é drasticamente reduzida, o que por fim acaba eliminando a indexação. Para isso, a indexação praticamente completa e instantânea da economia seria fundamental para produzir o mesmo efeito de uma hiperinflação.

A proposta estabelecia algumas premissas referentes às condições da economia brasileira: (i) não existe excesso de demanda; (ii) não há pressão de choque de oferta; e conseqüentemente (iii) a inflação é predominantemente inercial. Para os autores é essencial a aceitação de que a inflação seja predominantemente inercial, pois a reforma monetária está ancorada nessa hipótese.

Conforme Modenesi (2005, p. 246, grifo do autor):

A proposta Larida consistia fundamentalmente: (i) na introdução de uma **moeda indexada**, que **circularia paralelamente** ao cruzeiro (instituindo-se um sistema bimonetário); (ii) no paulatino **encolhimento da memória inflacionária**, isto é, dos prazos de reajustes de preços. Ao final, retirar-se-ia de circulação a moeda velha e permaneceria a nova (o cruzeiro novo) em que os preços estavam estabilizados, isto é, livres da inflação. Neste instante, estaria consumada a milagrosa transposição de uma quase hiperinflação para uma economia estável.

De acordo com os autores, a nova moeda, o Novo Cruzeiro (NC), teria uma paridade fixa com a ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) de um para um. Durante o período de transição, o valor da ORTN continuaria a ser calculado pela variação no índice

geral de preços calculado na moeda antiga (cruzeiro) e a taxa de câmbio na moeda antiga deveria acompanhar o sistema de minidesvalorizações. Os depósitos à vista seriam convertidos imediatamente na nova moeda, dessa forma ficariam protegidos contra a depreciação do cruzeiro. Embora não fossem proibidos os esquemas de indexação salarial em que contratos salariais fossem corrigidos pela inflação dos seis meses anteriores, tais contratos poderiam ser convertidos para NC a partir do cálculo do salário real médio (em ORTN) dos seis meses precedentes. Essa mesma regra de conversão seria aplicada a aluguéis e a todos os demais contratos indexados. Terminado o período de transição, que segundo os autores não deveria ultrapassar dois meses, todos os contratos e a taxa de câmbio estariam denominados na moeda nova. Os problemas de indexação e de inércia inflacionária desapareceriam pós-reforma monetária, isto porque, de acordo com Arida e Resende, (1986, p. 28): “o NC está indexado ao nível de preços em cruzeiros e não ao nível de preços em NC.” No entanto, a indexação poderá ressurgir se a estabilidade de preços não puder ser mantida.

Embora a proposta Larida apresentasse uma opção mais neutra do ponto de vista distributivo, em comparação com o choque heterodoxo de Lopes, Modenesi (2005) ressalta que a proposta não era completamente neutra do ponto de vista distributivo, pois a conversão dos salários seria feita pelos seus valores reais médios, enquanto os preços poderiam ser convertidos por seus valores de pico.

Apesar do amplo debate em torno da melhor estratégia de combate à inflação, foram realizadas seis tentativas frustradas até que o país alcançasse a estabilidade de preços. No período que compreende os anos de 1986 a 1991, foram implementados no país cinco planos de estabilização baseados no choque heterodoxo de Lopes, como os planos Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991). Além disso, nesse período foi posto em prática o denominado “pacote do feijão com arroz” que, apesar de não ser um plano de estabilização, tinha caráter ortodoxo. Os cinco planos falharam na estratégia de debelar a inflação, todos apresentaram o problema do alinhamento dos preços relativos, algo que seria solucionado somente mais tarde com o lançamento do Plano Real. Na visão de Modenesi (2005), o fracasso desses planos se deve ao fato de que foram capazes, tão somente, de reduzir a inflação por um período de tempo curto, sem mostrar capacidade de manter a estabilidade de preços no médio prazo. O autor acrescenta que apesar de não eliminarem a inflação, evitaram que o país experimentasse um processo de hiperinflação.

2.2 O PLANO REAL E SUAS FASES

Em maio de 1993, Fernando Henrique Cardoso assume como ministro da Fazenda do governo Itamar Franco e inicia a formulação de um novo plano de estabilização que seria apresentado à população no final do ano. Esse foi inspirado na proposta Larida e buscou não cometer os mesmos erros dos planos anteriores. Ao invés da surpresa imposta pelos congelamentos, seria adotado gradualmente e havia uma preocupação com a correção dos desequilíbrios existentes na economia. O Plano Real pode ser dividido em três fases: (i) o ajuste fiscal; (ii) a reforma monetária; e (iii) a adoção de uma âncora cambial.

2.2.1 Primeira fase

A primeira fase do Plano Real – o ajuste fiscal – teve início em maio de 1993 e era visto como um passo essencial para o sucesso do Plano. Essa primeira fase foi uma espécie de preparação que visava prevenir o país do efeito previsto quando a inflação cai abruptamente: a deterioração das contas públicas.

Em economias com elevadas taxas de inflação é verificado um fenômeno que ficou conhecido como “efeito Tanzi”, que decorre da defasagem existente entre o instante em que ocorre o fato gerador de um imposto e a realização do seu recolhimento pela autoridade competente.

Havia no país uma indexação da arrecadação tributária. O que contribuía para aumentar a receita tributária, colaborando para o equilíbrio das contas públicas em períodos de inflação elevada. No entanto o efeito era inverso caso a inflação fosse reduzida bruscamente, ocorria o chamado “efeito Tanzi às avessas”. Para contornar essa situação o plano propunha a implementação do PAI (Plano de Ação Imediata) e do FSE (Fundo Social de Emergência).

O PAI reconhecia a necessidade de se efetuar uma ampla reorganização do setor público e de suas relações com a economia privada para equilibrar as finanças públicas. Entre as principais medidas, destacam-se: i) a redução e maior eficiência dos gastos públicos; ii) elevação da receita tributária por meio da criação do Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras (IPMF) e o combate à sonegação; iii) a redefinição das relações

financeiras entre a União e os estados e municípios, visando a redução das transferências não-constitucionais e a regularização do pagamento das dívidas destes para com o governo federal; iv) mudanças institucionais e o saneamento de bancos estaduais e federais; e v) ampliação do Programa Nacional de Desestatização (PND), concluindo-se a privatização das empresas de siderurgia e petroquímica e iniciando-se a dos setores de energia elétrica e de transporte ferroviário, com a instituição do Fundo de Privatização (MODENESI, 2005).

O FSE, aprovado pelo Congresso Nacional em fevereiro de 1994, objetivava reduzir a excessiva rigidez dos gastos da União determinada pela constituição de 1988, possibilitando ao governo federal obter graus de liberdade na condução da política fiscal. Os recursos do FSE eram oriundos da desvinculação de determinadas receitas da União, que passou a reter: (i) 20% da arrecadação do IPMF; (ii) 20% dos gastos com educação previstos na constituição de 1988; (iii) adicional de 3% sobre o lucro e 0,75% da receita operacional bruta dos bancos; e (iv) 100% do imposto de renda do funcionalismo de setor público.

2.2.2 Segunda fase

A segunda fase do Plano Real, que contempla o período de março a julho de 1994, visava eliminar a inércia inflacionária por meio de uma reforma monetária baseada na proposta Larida.

Em 1º de março de 1994 foi criada a URV (Unidade Real de Valor), uma unidade de conta plenamente indexada, seu valor em cruzeiros reais era corrigido diariamente pela inflação medida pelos principais índices de preços: Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e Índice de Preços ao Consumidor (IPC). A URV tinha como principais objetivos alinhar os preços relativos da economia e ao mesmo tempo coordenar as expectativas inflacionárias.

A URV foi usada para recuperar a função de unidade de conta da moeda que havia sido perdida pela inflação, mas não serviu como de meio de troca. A moeda em circulação era o cruzeiro real, todas as operações eram liquidadas nessa moeda. O Banco Central se comprometeu a vender dólares sempre que a paridade URV/dólar se igualasse a 1, sem interferir se o dólar flutuasse para baixo.

Os contratos novos eram obrigados a ser cotados em URV enquanto os já existentes tinham a opção de permanecer em cruzeiros reais até a reforma monetária ser completada. Uma série de preços foi compulsoriamente convertida em URV, como os salários, preços oficiais, impostos, entre outros. Os salários foram convertidos em URV pela média de seus valores reais dos quatro meses precedentes. Dessa forma, estabeleceu-se, temporariamente, um sistema bimonetário em que a URV cumpria a função de unidade de conta ao expressar o preço das mercadorias, entretanto as transações eram liquidadas em cruzeiro real, que conservava a função de meio de troca. No instante em que as transações eram efetuadas o preço da mercadoria expresso em URV era convertido para cruzeiros reais pela cotação da URV daquele dia. Dessa forma, a inflação em cruzeiros reais continuava, mas não em URV, que tinha seu valor corrigido diariamente pela inflação da moeda em circulação.

Quanto aos demais preços que não foram instantaneamente convertidos em URV, a ideia era que eles fossem sendo aos poucos convertidos em URV de acordo com a confiança dos agentes na estratégia adotada. De acordo com Fligenspan (1998), alguns preços não sofreram conversão enquanto vigorou a URV, e começaram a ser cotados em real somente a partir de 1º de julho de 1994.

Ao completar quatro meses de vigência da URV, quando a maior parte dos preços já havia sido convertida, uma nova moeda foi introduzida - o real -, ainda que não houvesse consenso por parte da sociedade de que essa fase de transição tenha sido suficiente. O governo foi acusado de render-se aos objetivos eleitorais, pois naquele ano haveria eleições gerais, com escolha de um novo presidente da república. Conforme Fligenspan (1998), os quatro meses de transição não foram suficientes para apagar a memória inflacionária da sociedade e o governo estava preocupado que os primeiros resultados do Plano Real aparecessem antes da eleição. O candidato para presidência da república Fernando Henrique Cardoso considerava-se responsável pelo plano, pelo fato de ele ter sido ministro da fazenda quando o plano foi criado. Como na metade do ano ele ainda não liderava as pesquisas, sua candidatura dependia do sucesso do plano.

Em 1º de julho de 1994, a reforma monetária foi completada, a URV é transformada em uma nova moeda, que passou a se chamar real. A paridade de conversão foi de 1 real para 2.750 cruzeiros reais, valor da URV em 30 de junho de 1994.

2.2.3 Terceira fase

A terceira fase do Plano Real teve início com a publicação da MP n. 542 – Medida Provisória do Real. Essa fase inicia em julho de 1994 e vai até janeiro de 1999 e é caracterizada pela adoção de uma âncora cambial. Entretanto, entre julho e setembro de 1994, a equipe econômica experimentou a adoção de um regime de metas monetárias. A MP n. 542 estabelecia condições de emissão e lastreamento da nova moeda visando garantir a sua estabilidade.

Conforme Modenesi (2005, p. 308):

Entre as principais medidas contempladas destacam-se: (i) a adoção de metas para a base monetária, que poderiam ser alteradas em até 20% pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); (ii) o lastreamento da base monetária em reservas internacionais; (iii) o estabelecimento de uma paridade fixa entre o real e o dólar, que poderia ser alterada pelo CMN; (iv) as alterações no CMN, em que se destacam: a transferência da competência de emissão monetária do Conselho para o Congresso Nacional e a modificação em sua composição; e a criação de canais de comunicação, facilitando o monitoramento da condução da política monetária pelos poderes Executivo e Legislativo – com o objetivo de adaptar-se ao maior grau de independência pretendido para o BCB.

Apesar da MP determinar metas para a base monetária, elas não puderam ser cumpridas em virtude da redução na velocidade-renda de circulação da moeda decorrente da queda abrupta na inflação². Ocorreu um expressivo aumento na demanda por encaixes monetários que não possibilitou ao Banco Central do Brasil antecipar o volume de oferta monetária necessário para a economia.

Modenesi (2005) destaca a inconsistência da MP do Real ao determinar a adoção das âncoras monetária e cambial ao mesmo tempo. Em uma economia em que vigora o câmbio fixo e a perfeita mobilidade de capitais, a moeda é endógena e a taxa de juros doméstica converge para a taxa de juros internacional. Dessa forma, não é possível fixar, ao mesmo tempo, a taxa de câmbio e o estoque monetário, pois quando se adota uma paridade fixa há perda de autonomia sobre o estoque monetário e quando metas monetárias são fixadas ocorre perda de controle sobre a taxa de câmbio. Portanto, é necessário que as autoridades monetárias optem entre fixar a taxa de câmbio ou a oferta monetária.

² Ocorre uma redução da velocidade-renda da moeda quando a taxa de inflação cai substancialmente porque os agentes diminuem a circulação da moeda, isto é, há uma retenção maior de moeda, já que esta recupera sua função de reserva de valor.

Nos primeiros três meses pós-reforma monetária, o que se verificou, efetivamente, foi o uso de um sistema de flutuação cambial e uma tentativa de adoção do regime de metas monetárias, que não obteve sucesso. As metas para a base monetária foram amplamente ultrapassadas logo nos primeiros meses devido à necessidade de crescimento da base monetária e o real apresentou uma expressiva valorização decorrente da entrada de volume significativo de dólares no país. Quando ficou evidente a necessidade de mudança na estratégia da política monetária, as autoridades monetárias decidiram substituir a âncora monetária pela cambial.

A política cambial da terceira fase do Plano Real pode ser dividida em quatro etapas referentes aos seguintes sistemas cambiais adotados: i) taxa de câmbio flutuante; ii) taxa de câmbio fixa; iii) banda deslizando; e iv) banda rastejante. Com exceção da primeira etapa, as demais são, respectivamente, variações progressivas mais flexíveis do regime monetário de metas cambiais.

A primeira delas contempla o período que vai de julho a setembro de 1994 e foi caracterizada pela adoção de um regime de flutuação cambial. O BCB não fez intervenções no mercado de câmbio e dessa forma o real se valorizou excessivamente em virtude da expressiva entrada de capital externo, que era abundante pelo excesso de liquidez na economia mundial.

O período que vai de outubro de 1994 a fevereiro de 1995 abrange uma nova etapa da política cambial. De acordo com Modenesi (2005), é possível dizer que esse foi um período em que se praticou o câmbio fixo, pois a taxa de câmbio nominal permaneceu praticamente estável em R\$ 0,84/US\$. Nessa etapa o BCB realizou leilões de compra de dólares visando interromper o processo de valorização do real.

No final do ano de 1994, com a crise mexicana, houve uma redução brusca do fluxo de capitais de curto prazo para os países latino-americanos, o que afetou significativamente o Brasil e resultou na perda de volume expressivo de reservas internacionais. Dessa forma, o país se viu forçado a flexibilizar o regime cambial.

Em março de 1995 teve início a terceira etapa. Como as reservas internacionais tinham sofrido uma redução significativa, o Banco Central desvalorizou o real em 5% e adotou uma

banda larga de flutuação para a moeda nacional. Além disso, elevou as tarifas de importação de alguns produtos, de forma a contribuir para o equilíbrio do mercado de câmbio. Nessa etapa, o BCB começou a interferir diariamente no mercado cambial manipulando a taxa de câmbio no interior da banda larga, visando estabelecer uma minibanda de flutuação para o real. Essa fase mais se aproximou de uma banda deslizante, pela importante flexibilização do sistema cambial promovida pelo Banco Central.

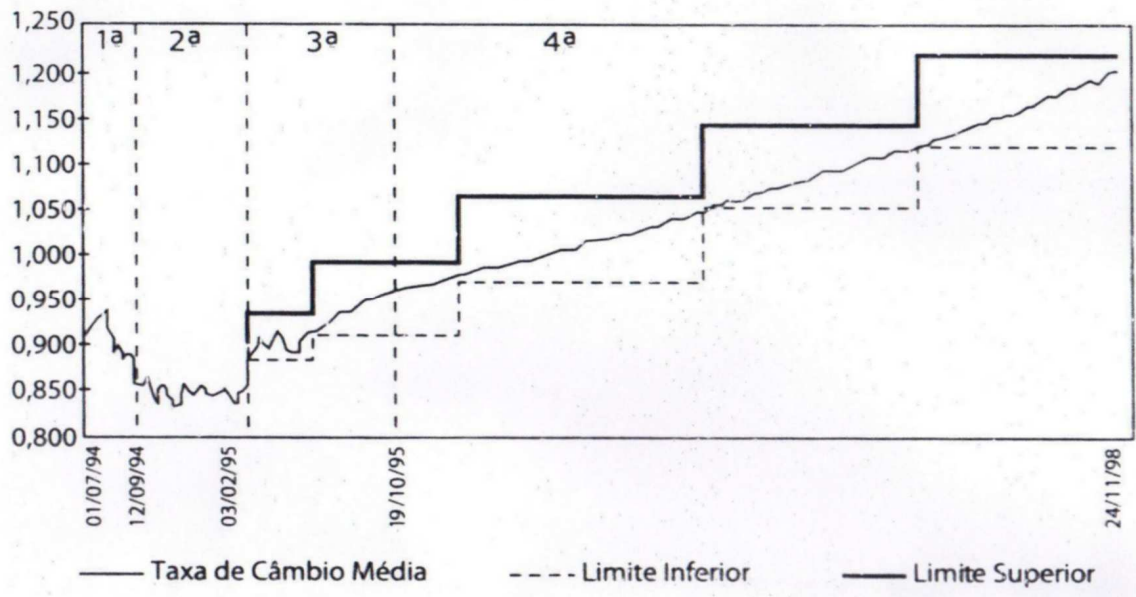
A quarta etapa teve início por volta de outubro de 1995, quando o regime monetário sofreu uma nova flexibilização. Ela termina somente com a crise cambial de janeiro de 1999 e ficou caracterizada pela adoção de uma banda rastejante. Nessa nova fase da política cambial, as minibandas possuíam uma inclinação positiva e eram sistematicamente ajustadas, com as desvalorizações do real convergindo para cerca de 0,6% ao mês.

Segundo Modenesi (2005, p. 314):

[...] o intervalo de flutuação do real em relação ao dólar norte-americano também foi sendo progressivamente aumentado, na medida em que o teto (ou limite superior) da banda elevou-se mais do que o piso (ou limite inferior). Isto é, ocorreram duas mudanças no sistema cambial: (i) o ponto médio da banda cambial elevou-se paulatinamente; e (ii) a amplitude das bandas foi sendo progressivamente alargada.

A partir do gráfico 1 é possível verificar as distintas etapas da política cambial do país. Observa-se que o limite superior da banda cambial formou uma escada e que a distância entre os limites inferior e superior foi crescendo ao longo do tempo, ou seja, o intervalo de flutuação para a moeda nacional foi sendo ampliado aos poucos. Portanto, é possível dizer que a quarta etapa da política cambial que vai até a crise cambial de janeiro de 1999 ficou caracterizada pela adoção de uma banda rastejante. No gráfico verifica-se também a evolução ascendente da taxa de câmbio.

Gráfico 1 – Etapas da Política Cambial: 1994 a 1998



Fonte: Modenesi (2005)

Para Modenesi (2005), o fato de o Plano Real ter seus fundamentos baseados na adoção de uma âncora cambial e ter vigorado diferentes etapas quanto à condução da política cambial, não são contraditórios. Isso ocorre porque adotar um regime de metas cambiais não que dizer que seja necessário manter uma regra específica e inalterável de determinação da taxa de câmbio. O regime monetário de metas cambiais foi sendo progressivamente flexibilizado, mas não perdeu sua principal característica: a taxa de câmbio continuava a ser determinada em larga medida pelo Banco Central.

A abertura comercial combinada com uma taxa de câmbio que tornou os produtos importados mais competitivos frente aos nacionais deslocou parcela da demanda doméstica para os produtos importados, exercendo pressão para baixo sobre os preços dos bens comercializáveis com o exterior. Essa pressão, posteriormente, se estendeu para os bens não comercializáveis, o que contribuiu diretamente para a estabilidade de preços. Essa combinação de fatores esteve presente na economia brasileira desde 1994, independentemente do arranjo cambial que prevaleceu (MODENESI, 2005).

2.3 IMPACTOS DO PLANO

O Plano Real obteve êxito em seu objetivo principal: alcançar a estabilidade de preços. A inflação foi drasticamente reduzida logo após a reforma monetária, no entanto, essa estabilidade custou à economia o aprofundamento de alguns desequilíbrios estruturais.

Na tabela 1, a partir dos principais índices de preços, é possível verificar o comportamento da taxa de inflação que foi de mais de 2.000% a.a. em 1993 e que caiu abruptamente no segundo semestre de 1994, quando a nova moeda foi introduzida na economia. A tendência de queda que vai até 1998, ano em que a inflação mais se aproximou de zero, é compatível com os quatro índices em questão.

Tabela 1 – Variação Percentual dos Índices de Preços – (1993-1999)

Acumulado	IGP-DI	IGP-M	IPC-FIPE	INPC	Média
1993	2.708,17	2.567,46	2.490,99	2.489,11	2.562,41
1994/1º sem.	763,12	732,26	780,18	759,15	758,48
1994/2º sem.	16,97	16,52	18,30	19,81	17,89
1995	14,78	15,25	23,17	21,98	18,73
1996	9,34	9,20	10,03	9,12	9,42
1997	7,48	7,74	4,83	4,34	6,09
1998	1,70	1,78	-1,80	2,49	1,03
1999	19,98	20,10	8,63	8,43	14,14

Fonte: IPEADATA

Elaboração do autor.

IGP-DI: Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna.

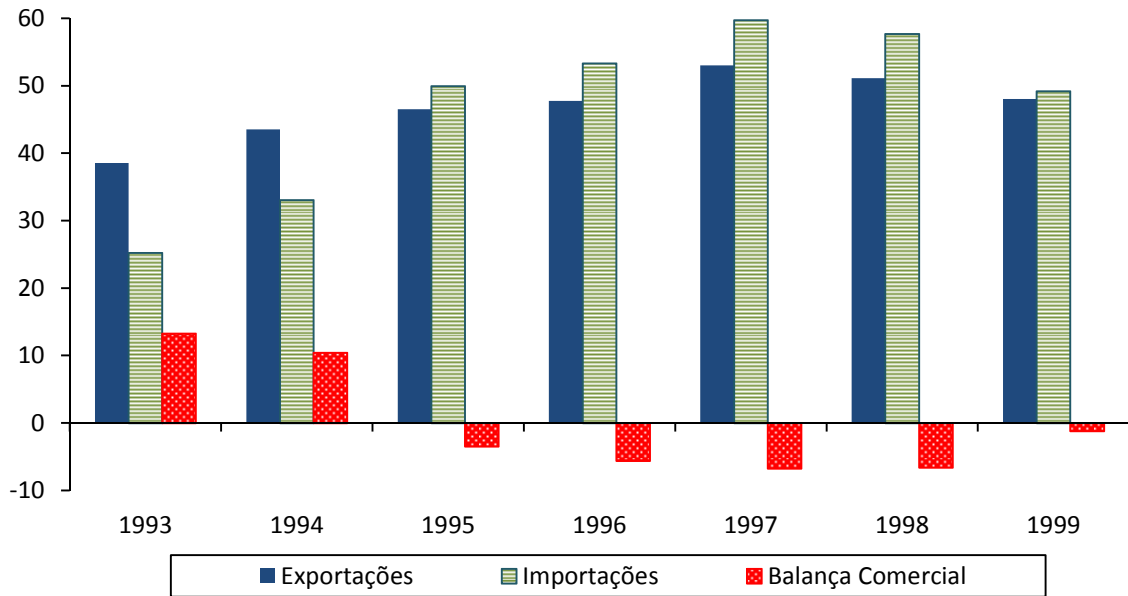
IGP-M: Índice Geral de Preços de Mercado.

IPC: Índice de Preços ao Consumidor.

INPC: Índice Nacional de Preços ao Consumidor.

As importações cresceram significativamente nos primeiros anos do real. Sendo que nos quatro anos entre 1994-1997, as importações em dólar cresceram em média 25,2% a.a. – o destaque foi para o ano de 1995, ano em que as importações cresceram 51,07%. Para efeito de comparação entre 1994 e 1997 as exportações cresceram 8,35% a.a. Com as exportações apresentando um desempenho nada excepcional, é possível visualizar, a partir do gráfico 2, que o saldo da balança comercial se tornou deficitário a partir de 1995, o que também colaborou para a piora do saldo em transações correntes.

Gráfico 2 – Balança Comercial: 1993-1999 (US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil (1947/2011)
Elaboração do autor

De acordo com Giambiagi (2005), além dos resultados declinantes da balança comercial que contribuíram para a piora da conta corrente a partir de 1995, o financiamento do próprio déficit em conta corrente produziu um efeito de realimentação dos desequilíbrios. Com a ampliação do endividamento externo e a entrada de capitais via investimento direto estrangeiro (IDE) financiando esses déficits, houve um acúmulo de estoques de passivos externos, o que acarretou pagamentos cada vez maiores de juros e de lucros e dividendos. Como resultado, o déficit de serviços e rendas praticamente dobrou até 1998 - foi de US\$ 14,7 bilhões em 1994 para US\$ 28,3 bilhões em 1998.

O déficit em transações correntes, conforme apresentado na tabela 2, que não chegou a US\$ 2 bilhões em 1994, ultrapassou US\$ 33 bilhões em 1998, decorrente, em grande medida, do aumento das importações e da elevação da despesa relacionada ao passivo externo.

Na balança de serviços, que embora seja historicamente negativa, é possível observar uma piora no seu resultado, que quase dobrou seu déficit entre os anos de 1993 e 1998. De acordo com Filgueiras (2000), essa piora é explicada, principalmente, pelos gastos com viagens internacionais que mais que triplicaram entre 1994 e 1998, sendo que em 1994 eram de um pouco menos de US\$ 1,2 bilhão, passando para mais de US\$ 4,1 bilhões em 1998 (tabela 3).

Tabela 2 – Balanço de Pagamentos – 1993 a 1999 (US\$ milhões)

Discriminação	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
TRANSAÇÕES CORRENTES	-676	-1.811	-18.384	-23.502	-30.452	-33.416	-25.335
Balança comercial (FOB)	13.299	10.466	-3.466	-5.599	-6.753	-6.575	-1.199
Exportação de bens (FOB)	38.555	43.545	46.506	47.747	52.994	51.140	48.011
Importação de bens (FOB)	-25.256	-33.079	-49.972	-53.346	-59.747	-57.714	-49.210
Serviços e Rendas	-15.577	-14.692	-18.541	-20.350	-25.522	-28.299	-25.825
Serviços	-5.246	-5.657	-7.483	-8.681	-10.646	-10.111	-6.977
Rendas	-10.331	-9.035	-11.058	-11.668	-14.876	-18.189	-18.848
Transferências unilaterais correntes	1.602	2.414	3.622	2.446	1.823	1.458	1.689
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	10.495	8.692	29.095	33.968	25.800	29.702	17.319
Conta capital	83	174	352	454	393	320	338
Conta financeira	10.412	8.518	28.744	33.514	25.408	29.381	16.981
Investimento direto	799	1.460	3.309	11.261	17.877	26.002	26.888
Investimentos em carteira	12.325	50.642	9.217	21.619	12.616	18.125	3.802
Derivativos	5	-27	17	-38	-253	-460	-88
Outros investimentos	-2.717	-43.557	16.200	673	-4.833	-14.285	-13.620
ERROS E OMISSÕES	-1.111	334	2.207	-1.800	-3.255	-4.256	194
RESULTADO DO BALANÇO	8.709	7.215	12.919	8.666	-7.907	-7.970	-7.822

Fonte: Banco Central do Brasil (1947/2011)

Elaboração do autor

Tabela 3 – Serviços e Renda de Capital: 1993-1999 (US\$ milhões)

Ano	Serviços		Renda de Capital	
	Viagens internacionais	Transportes	Lucros e dividendos	Juros líquidos
1993	-799	-2.090	-1.831	-8.280
1994	-1.181	-2.441	-2.483	-6.338
1995	-2.419	-3.200	-2.590	-8.158
1996	-3.598	-2.717	-2.830	-8.778
1997	-4.377	-3.505	-5.443	-9.483
1998	-4.146	-3.261	-6.855	-11.473
1999	-1.457	-3.071	-4.115	-14.876

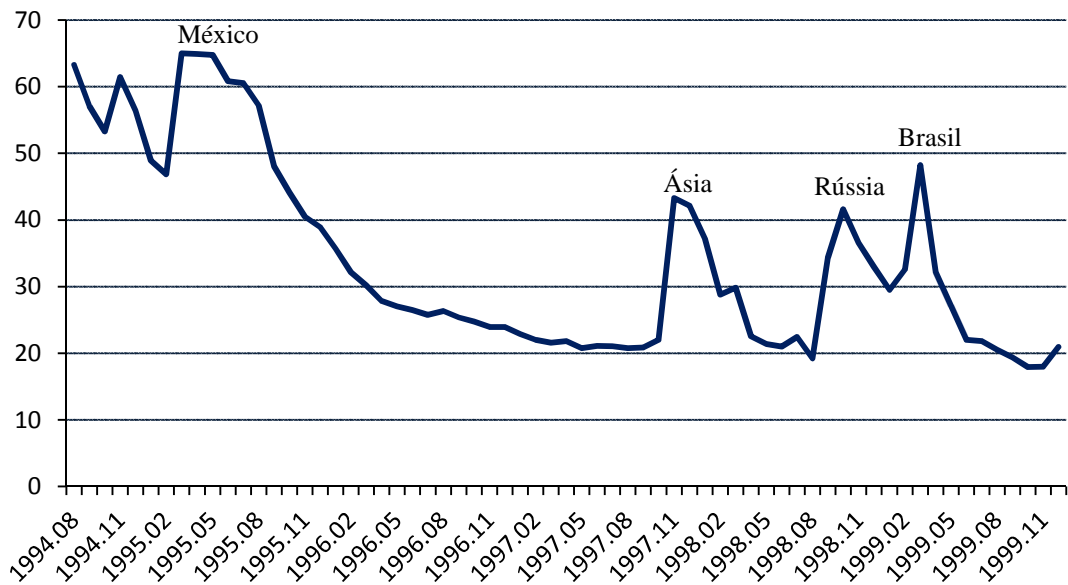
Fonte: Gremaud; Vasconcellos; Toneto Jr. (2002)

Elaboração do autor

Com os efeitos da crise mexicana que teve início no final de 1994, as autoridades monetárias elevaram expressivamente a taxa de juros básica da economia nos meses posteriores, com o objetivo de absorver capitais internacionais de curto prazo e evitar um ataque especulativo ao real. A taxa de juros básica da economia que era de 48,9% a.a. em janeiro de 1995 passou para 65% a.a. em março do mesmo ano, um aumento de 16,1 pontos percentuais. Ainda no primeiro semestre de 1995, a taxa de juros começa a apresentar um

comportamento descendente que segue até 1997, chegando ao patamar de menos de 21% a.a. Com a crise asiática (1997) e a moratória russa (1998) houve novos aumentos expressivos da taxa de juros que subiu de 20,84% a.a. para 42,12% a.a. entre setembro e dezembro de 1997 e de 19,23% a.a. para 36,58% a.a. entre agosto e novembro de 1998. O gráfico 3 reflete o comportamento da taxa de juros que mostra grandes subidas com as três crises externas enfrentadas pelo real.

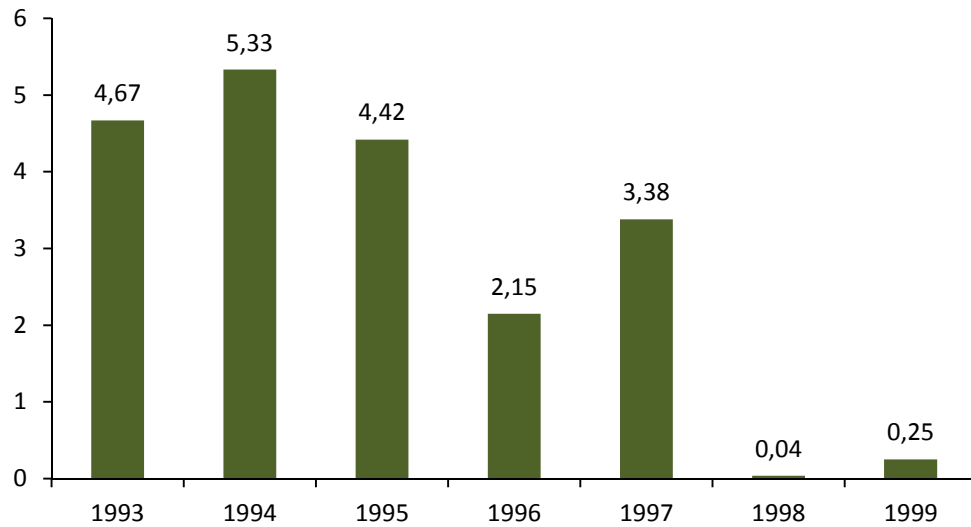
Gráfico 3 – Taxa de Juros Básica Mensal Nominal (Over/Selic)
1994-1999 (em % a.a.)



Fonte: IPEADATA
Elaboração do autor

A forte elevação da taxa de juros cada vez que o país corria o risco de enfrentar uma crise cambial se refletiu também no desempenho do PIB (gráfico 4), que apresentou um crescimento médio de 4,87% nos anos de 1994/1995, de 3,28% nos anos 1995/1996 e de 3,05% entre os anos de 1994 e 1998.

Gráfico 4 - Produto Interno Bruto (PIB): Variação Real Anual



Fonte: IPEADATA
 Referência 2000 (série revisada)
 Elaboração do autor

No início do Plano Real a taxa de desemprego estava relativamente baixa. A trajetória de crescimento teve início a partir dos reflexos da crise mexicana. De acordo com a tabela 4, o desemprego aberto nas regiões metropolitanas aumentou 3,35 pontos percentuais entre dezembro de 1994 e dezembro de 1998. O controle da inflação também exigiu que a economia estivesse pouco aquecida. A taxa de desemprego variou de acordo com o nível de atividade da economia, apresentando, ao longo do tempo, alguma defasagem temporal.

Tabela 4 – Taxa de Desemprego Aberto RMs (%): 1993-1999

Referência: Dezembro

Período	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Taxa (%)	4,95	3,78	4,95	4,25	5,53	7,13	7,11

Fonte: IPEADATA (PME antiga)
 Elaboração do autor

A política de manutenção dos juros em patamares elevados para colaborar na sustentação da âncora cambial atraindo capital externo especulativo, contribuiu significativamente para piorar a trajetória da dívida pública interna, que foi crescente no período da âncora cambial, passando de R\$ 108,8 bilhões em 1994 para R\$ 328,7 bilhões em 1998. Na tabela 5 é possível verificar que a parte da dívida que cabe ao governo federal e ao

Banco Central acompanhou a trajetória ascendente da dívida interna total e ainda ampliou sua porcentagem no total da dívida que em 1994 era de 30,7% e passou para 58,6% em 1998.

Na dívida externa líquida observa-se que, entre os anos de 1994 e 1996, a tendência foi de redução tanto do montante dessa dívida quanto da participação do governo federal e do Banco Central na mesma. No entanto, essa tendência foi revertida em 1997, permanecendo até o final da série de dados apresentados.

Tabela 5 – Dívida Líquida do Setor Público (R\$ bilhões e participação percentual)

DISCRIMINAÇÃO	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Dívida líquida total (R\$ bilhões)	153,2	208,5	269,2	308,5	385,9	516,6
Governo Federal e BCB	43,0%	43,4%	47,7%	54,4%	59,9%	61,2%
Governos estaduais e municipais	33,4%	34,8%	34,7%	37,6%	33,9%	33,1%
Empresas estatais	23,7%	21,9%	17,6%	8,0%	6,1%	5,7%
Dívida interna (R\$ bilhões)	108,8	170,3	237,6	270,0	328,7	407,8
Governo Federal e BCB	30,7%	39,2%	48,7%	55,7%	58,6%	57,1%
Governos estaduais e municipais	45,3%	41,2%	38,0%	41,4%	38,0%	39,6%
Empresas estatais	24,0%	19,6%	13,3%	3,0%	3,5%	3,3%
Dívida externa (R\$ bilhões)	44,4	38,1	31,6	38,6	57,2	108,8
Governo Federal e BCB	73,1%	62,2%	40,1%	45,3%	67,9%	76,5%
Governos estaduais e municipais	4,1%	5,9%	9,5%	11,2%	10,8%	8,6%
Empresas estatais	22,8%	31,9%	50,4%	43,5%	21,4%	14,9%

Fonte: IPEADATA

Elaboração do autor

Na tabela 6 estão apresentadas as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) das três esferas de governo e das estatais, para o período 1994-1999. Observa-se uma grande redução nas NFSP nominais para todos os envolvidos entre os anos de 1994 e 1995. Esse movimento foi possibilitado, em grande medida, pela expressiva redução dos juros nominais no período. Em 1999 as NFSP nominais se elevam para todos os participantes, ocasionadas, principalmente, pelo aumento significativo dos juros decorrente da desvalorização cambial.

Nas NFSP primárias do governo federal e BCB, observa-se que houve superávit expressivo no ano de 1994, decorrente do ajuste fiscal iniciado anteriormente para a

implementação do Plano Real. É possível observar que o esforço fiscal foi sendo paulatinamente abandonado, apresentando uma forte redução em relação ao PIB no ano de 1995, continuando na trajetória de queda até 1997, ano em que chegou a ocorrer déficit. No final de 1998, esse comportamento foi modificado pelas exigências do Fundo Monetário Internacional (FMI) para fornecer empréstimos ao país, resultando em expressivo superávit no ano da mudança cambial. A aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal que impôs limites de gastos com pessoal para as três esferas de governo e, além dos vários mecanismos de controle de finanças públicas, não permitiu novas renegociações de dívidas entre os entes da federação, contribuiu fortemente para o alcance do resultado primário estabelecido pelo FMI após a desvalorização cambial.

Tabela 6 – Necessidades de Financiamento do Setor Público
1994 – 1999 (% PIB)

ESFERA DE GOVERNO		ANO					
		1994	1995	1996	1997	1998	1999
Governo Federal e BCB	NSFP	10,15	2,38	2,56	2,63	5,4	6,87
	Juros Nominais	13,83	2,9	2,93	2,36	5,95	9,23
	NSFP Primárias	-3,68	-0,52	-0,37	0,27	-0,55	-2,36
Governos Estaduais e Municipais	NSFP	12,08	3,57	2,71	3,03	2,01	3,17
	Juros Nominais	12,85	3,39	2,17	2,29	1,82	3,38
	NSFP Primárias	-0,77	0,18	0,54	0,74	0,19	-0,21
Empresas Estatais	NSFP	4,74	1,33	0,61	0,45	0,52	-0,07
	Juros Nominais	5,93	1,26	0,68	0,5	0,17	0,59
	NSFP Primárias	-1,19	0,07	-0,07	-0,05	0,35	-0,66
TOTAL	NSFP	26,97	7,28	5,88	6,11	7,93	9,97
	Juros Nominais	32,61	7,55	5,78	5,15	7,94	13,2
	NSFP Primárias	-5,64	-0,27	0,1	0,96	-0,01	-3,23

Fonte: IPEADATA
Elaboração do autor

De acordo com Giambiagi (2005), entre os anos de 1995 e 1998 a âncora cambial sofreu um progressivo desgaste como instrumento básico de política econômica. Apesar de ter funcionado em um primeiro momento para o combate à inflação, à medida que os anos passavam problemas decorrentes dela começaram a se mostrar cada vez mais onerosos. A política de combinação de taxas de juros reais elevadas com déficits em conta corrente pode

ser sustentada enquanto há espaço para aumentar o endividamento, tanto externo como público. Contudo, com as crises mexicana, asiática e russa, esse espaço foi se fechando e quase deixou de existir no final de 1998, quando o resto do mundo deixou de acreditar na continuidade desse modelo e decidiu não mais financiar o país.

3 O FIM DA ÂNCORA CAMBIAL

Pouco tempo depois de completada a reforma monetária que introduziu o real na economia, o governo permitiu a valorização do câmbio real acreditando que os fluxos internacionais de capitais financiarão os déficits elevados em conta corrente. O regime cambial foi defendido pelas autoridades visando construir sua reputação quanto ao cumprimento da meta de inflação baixa. Ao mesmo tempo o governo tentava convencer a sociedade de que outras âncoras nominais não seriam capazes de inibir a memória inflacionária. Para estimular a entrada de capitais que financiassem os déficits em conta corrente era necessário que juros reais fossem elevados, o que acabava impondo uma limitação ao investimento e, por consequência, ao crescimento econômico sustentado (PASTORE & PINOTTI, 1999).

3.1 PRINCIPAIS CRISES ENFRENTADAS PELO REAL

Desde o advento do Plano Real até o fim da âncora cambial o mercado financeiro internacional enfrentou três importantes crises. A crise mexicana, deflagrada no final de 1994, foi a primeira e afetou significativamente os países emergentes na primeira metade de 1995. A segunda foi a crise asiática de 1997 que começou na Tailândia e se propagou por outros países como Indonésia, Malásia e Coréia do Sul. A terceira foi a crise da Rússia em 1998. Nas três crises o Brasil sentiu os reflexos por meio do efeito contágio que provocou forte fluxo de saída de capitais, obrigando o país a elevar os juros reais para defender a taxa cambial.

A crise cambial mexicana, desencadeada no final de 1994, deixava claro que a estratégia, adotada por países periféricos, de combate à inflação apoiada na sobrevalorização cambial combinada com ampla abertura comercial e financeira, impedia a sustentação do crescimento econômico por parte desses países. O forte fluxo de saída de capitais verificado no Brasil, a partir da crise mexicana, refletiu a insustentabilidade dessa estratégia a longo prazo, uma vez que o equilíbrio do balanço de pagamentos dependia da entrada de capitais especulativos que eram atraídos, necessariamente, por taxas de juros cada vez mais altas, ou dependia do montante de reservas internacionais que eram, por sua vez, instáveis por dependerem exatamente desses capitais voláteis (FILGUEIRAS, 2000).

As reservas cambiais do país sofreram uma forte retração no auge dos efeitos negativos da crise mexicana, passando de US\$ 41,9 bilhões em novembro de 1994 para US\$ 31,9 bilhões em abril do ano seguinte, uma queda de 23,96% em apenas cinco meses.

Tabela 7 – Variação Mensal das Reservas Internacionais
1994-1999 (US\$ bilhões)

MESES	ANOS					
	1994	1995	1996	1997	1998	1999
JAN	35,390	38,278	53,540	58,951	53,103	36,136
FEV	36,542	37,998	55,794	59,405	58,782	35,457
MAR	38,282	33,742	55,753	58,980	68,594	33,848
ABR	38,289	31,887	56,769	56,171	74,656	44,315
MAI	41,408	33,731	59,394	59,279	72,826	44,310
JUN	42,881	33,512	59,997	57,615	70,898	41,346
JUL	43,090	41,823	59,521	60,331	70,210	42,156
AGO	42,981	47,660	59,643	63,056	67,333	41,918
SET	43,455	48,713	58,775	61,931	45,811	42,562
OUT	42,845	49,694	58,600	53,690	42,385	40,053
NOV	41,937	51,257	60,471	52,035	41,189	42,175
DEZ	38,806	51,840	60,110	52,173	44,556	36,342

Fonte: IPEADATA (Conceito de Liquidez internacional)
Elaboração do autor

As autoridades reagiram elevando substancialmente a taxa de juros e tomando medidas no sentido de estimular o ingresso de capitais. Entre as medidas tomadas nesse sentido destacam-se a redução das alíquotas de 7% para zero do imposto sobre operações financeiras em empréstimos em moeda estrangeira, e de 9% para 5%, para transações em investimentos em renda fixa. Os depósitos compulsórios foram aumentados, alíquotas de importação foram elevadas para 70% para mais de cem produtos de consumo durável - posteriormente algumas delas foram reduzidas para 45% por violação de regras da Organização Mundial do Comércio (OMC); foram oferecidos incentivos à exportação e estabelecidas quotas de importação para automóveis. O forte aumento dos juros teve a dupla função de atrair capital externo especulativo e de refrear a atividade econômica, pois a queda da demanda está diretamente ligada à redução das importações que contribui para reduzir o déficit comercial.

Entre as medidas fiscais mais significativas, é possível citar o corte no orçamento de R\$ 9,5 bilhões, redução nas despesas de custeio das estatais e dos bancos federais e o anúncio de que a Companhia Vale do Rio Doce seria inserida no programa de privatização.

No segundo semestre de 1995 o susto já havia passado e a situação voltou a se normalizar. Como os fluxos de capitais foram revertidos, foi possível uma queda progressiva nas taxas de juros que permitiu, posteriormente, uma recuperação moderada do nível de atividade.

Uma nova onda de instabilidade nos mercados financeiros internacionais, iniciada no segundo semestre de 1997, com a desvalorização da moeda da Tailândia, se alastrou por outros países asiáticos como Malásia, Indonésia, Coreia do Sul e Filipinas. Era a chamada crise asiática de 1997, que gerou grande ceticismo por parte dos agentes internacionais quanto às economias mais fragilizadas, levando-os a buscarem opções mais seguras para seus capitais, afetando, por sua vez, outras economias além das asiáticas, entre elas o Brasil.

No Brasil, os reflexos se deram por meio de uma nova fuga de capitais. As reservas internacionais do país que tinham atingido o patamar de US\$ 63 bilhões em agosto de 1997, caíram para US\$ 52 bilhões em novembro do mesmo ano. O governo reagiu elevando agressivamente a taxa de juros e lançando um pacote de contenção fiscal.

As medidas tomadas pelo governo brasileiro foram suficientes, combinadas com os empréstimos fornecidos pelo FMI aos países asiáticos, que tranquilizaram, temporariamente, o mercado financeiro. Dessa forma o fluxo negativo de capitais mudou sua trajetória ainda no mês de dezembro de 1997. De acordo com Ferrari (2001), a confiança dos agentes econômicos foi restabelecida, em grande parte, devido à existência de um montante significativo de reservas cambiais que tinham a função de reduzir a força de um ataque especulativo.

Os capitais externos retornaram ao país e as reservas internacionais, além de voltarem ao nível anterior à crise, atingiram o maior nível registrado no país até então, alcançando US\$ 74 bilhões em abril de 1998. Com o enfraquecimento das restrições externas, se abriu a possibilidade de BCB reduzir os juros, sendo que esses atingiram, em junho de 1998, o mesmo nível pré-crise asiática, com 21% ao ano. Seja pela recuperação da economia

brasileira, seja pelas dificuldades de natureza política para colocar em prática o projeto de ajuste fiscal, o governo acabou abandonando parte das medidas fiscais anunciadas, o que contribuiu para reduzir a credibilidade dos agentes quanto à política econômica brasileira. Com isso o país foi surpreendido pela crise da Rússia em uma posição bastante vulnerável, com um ainda elevado déficit público e uma dívida pública em trajetória ascendente.

No segundo semestre de 1998 a crise da Rússia, que decretou a moratória da sua dívida em agosto de 1998, pôs em xeque mais uma vez a estratégia do governo. A reação do governo foi basicamente a mesma: uma forte elevação da taxa de juros e o anúncio de um novo pacote fiscal para o período 1999/2001.

Ao contrário do que ocorreu nas crises mexicana e asiática, dessa vez o forte aumento dos juros não foi capaz de evitar a crise cambial e estimular a entrada de capital internacional que era indispensável para manter o nível de reservas cambiais. As reservas cambiais foram drasticamente reduzidas, sendo que num intervalo de 50 dias, entre o início de agosto e o final de setembro de 1998, o país perdeu US\$ 30 bilhões em reservas. Poucas semanas antes das eleições presidenciais de outubro, o governo anunciou oficialmente que estava em negociação com o FMI, o que acalmou os ânimos temporariamente.

O acordo com o FMI envolvia um aporte da ordem de US\$ 42 bilhões ao país, sendo que para receber esse montante de recursos o país se comprometia a cumprir algumas metas de austeridade fiscal e monetária, além do compromisso de manutenção da política cambial. De acordo com Filgueiras (2000), o principal ponto do acordo, além das metas fiscais, foi o compromisso assumido pelo país de limitar o déficit nominal em 1999 para 4,7% do PIB - sendo que este atingia então mais de 8% do PIB - o que traria limites ao governo para gastos com juros da dívida. Essa condição significava que o governo teria dificuldades em combater uma nova crise internacional que viesse a enfrentar, pois um novo aumento dos juros ficava limitado pela possibilidade do descumprimento das metas acertadas com o FMI.

O acordo também previa um montante mínimo de US\$ 20 bilhões de reservas que o país poderia atingir o que significava o estabelecimento de um limite ao poder do Banco Central em defender a taxa de câmbio, ampliando a possibilidade de um ataque especulativo ao real (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR., 2002).

O ano de 1998 chegava ao fim e a instabilidade continuava. A balança comercial fechou o ano de 1998 com um saldo negativo de US\$ 6,6 bilhões, o déficit em transações correntes atingiu US\$ 33,4 bilhões diante de uma variação anual do PIB de apenas 0,04%. Enquanto isso, os juros continuavam elevados num ambiente em que a inflação se aproximava de zero, trazendo fortes pressões sobre a dívida pública.

3.2 O DESENVOLVER DA CRISE CAMBIAL

Entre os últimos dias de 1998 e os primeiros de 1999, a situação se tornou mais grave em decorrência da rejeição, por parte do Congresso, de uma importante medida que fazia parte do ajuste fiscal – a cobrança da contribuição previdenciária dos servidores inativos. Além disso, o anúncio feito pelo governo de Minas Gerais da moratória da sua dívida com o governo federal contribuiu ainda mais para piorar a situação, mesmo que na prática o efeito fiscal dessa decisão por parte do governo mineiro fosse praticamente neutro para a União pela possibilidade de corte de repasses legais regulares ao Estado. Esses acontecimentos abalaram ainda mais a credibilidade do país junto aos agentes econômicos.

O governo reagiu a esses eventos reafirmando as promessas de austeridade fiscal e monetária, embora a quantidade de agentes que não mais acreditava na manutenção da paridade cambial aumentasse cada vez mais. Não obstante, a própria austeridade monetária trazia problemas, com taxas de juros anuais superiores a 30% em um ambiente em que a inflação era próxima de zero, provocava um aumento de quase um terço na dívida pública em apenas um ano, sendo que esta já mantinha uma trajetória ascendente desde a reforma monetária de 1994. Além disso, como no acordo com o FMI as metas fiscais estavam expressas em termos do comportamento esperado das Public Sector Borrowing Requirements – PSBR (Requisitos de Empréstimo do Setor Público) existiam duas possibilidades: ou os juros adicionais seriam contrabalançados por ajustes primários equivalentes – algo difícil de ser cumprido pelo elevado nível dos juros –, ou não seriam cumpridas as metas fiscais acordadas com o FMI para o primeiro trimestre do ano (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000).

Nos últimos dias de dezembro de 1998 as perdas de reservas foram superiores a US\$ 1 bilhão por dia, sendo que esse ritmo continuou no início do ano seguinte. Em razão do acordo com o FMI o país estava limitado a um volume mínimo de reservas cambiais o que, combinado com uma redução da credibilidade do país, significava uma enorme expectativa de

desvalorização cambial traduzindo-se em uma demanda cada vez maior por dólares, forçando o país a vender volumes crescentes de reservas internacionais para que a taxa de câmbio não extrapolasse o teto da banda de flutuação para o real.

3.3 A MUDANÇA CAMBIAL

No dia 13 de janeiro de 1999 foi anunciada a substituição do presidente do Banco Central. Saiu Gustavo Franco – o grande defensor do regime de âncora cambial – para a entrada de Francisco Lopes, o que demonstrava uma clara intenção, por parte do governo, em flexibilizar o sistema cambial. O novo presidente do BCB determinou uma ampliação do intervalo entre o piso e o teto da banda, que ficaram em R\$ 1,20 e R\$ 1,32, respectivamente. Além disso, ficou determinado que os limites das bandas cambiais seriam atualizados a cada três dias por meio de cotação média da taxa de câmbio referencial de venda, a PTAX800 (MODENESI, 2005).

Essa medida poderia ter sido eficiente em outras circunstâncias, mas devido à grave situação em que se encontrava a economia brasileira, não foi suficiente para acalmar o mercado. A demanda por dólares se intensificou e, no primeiro dia de funcionamento do novo sistema, a cotação chegou ao teto da banda, com uma intensa perda de reservas.

Tudo indicava que a denominada banda diagonal endógena de Francisco Lopes não seria possível de ser sustentada e, na hipótese de que fosse mantida, esgotaria as reservas internacionais em um pequeno intervalo de tempo. Portanto, já não havia mais espaço para gradualismos na política cambial, pois com a eminência de um colapso cambial e da incapacidade de o BCB em segurar o câmbio por muito tempo, limitado pela quantidade de reservas, agentes econômicos, tanto internos quanto externos, haviam ampliado ainda mais suas apostas contra o real (MODENESI, 2005).

O sistema adotado por Lopes durou apenas exatas 48 horas. Por fim, com a intenção de preservar o que restava das reservas internacionais e pela total falta de alternativas, em 15 de janeiro de 1999 o Banco Central deixou o câmbio flutuar. Nas palavras de Averbug e Giambiagi (2000, p. 17): “O Brasil assistiu então a um caso de *overshooting* digno de livro-texto”. Antes do abandono da âncora cambial, a taxa era de R\$ 1,21/US\$; no dia 14 de janeiro alcançou o teto da banda: R\$ 1,32/US\$; no final do mesmo mês chegou a R\$ 1,98/US\$ e; no

auge da desvalorização, em março de 1999, chegou a R\$ 2,16/US\$. No mesmo dia da flexibilização o real se desvalorizou 11,1%, sendo que a cotação média de venda do dólar (PTAX800) atingiu R\$ 1,4659.

Na visão de Modenesi (2005), a maior razão para o abandono do regime monetário de metas cambiais foi a incapacidade do Banco Central em sustentá-lo. A equipe econômica não dispunha de outra opção. A pressão sobre as reservas internacionais foi imensa. Caso o BCB insistisse na manutenção do antigo regime as reservas internacionais seriam exauridas rapidamente e o BCB seria forçado a flexibilizar o regime pela sua absoluta incapacidade de sustentar a taxa de câmbio nos limites da banda por ele estabelecidos. Portanto, o autor afirma que a mudança do sistema cambial não foi uma opção escolhida pela equipe econômica. Ou seja, os formuladores da política econômica da época não mudaram de ideia nem passaram a reconhecer que sua exagerada cautela quanto à flexibilização do regime cambial era equivocada. A queda da âncora cambial se deu independentemente dos desejos de seus defensores.

Uma vez abandonado o regime monetário de metas cambiais, uma nova âncora nominal que coordenasse as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos se fazia necessária para manter a estabilidade de preços. No caso do Brasil, era extremamente necessária, pela experiência ainda recente, de um longo período de convivência com um processo inflacionário crônico.

Armínio Fraga assume a presidência do BCB em 4 de março de 1999, e passa a adotar, mesmo que informalmente, o regime monetário de metas de inflação - a nova âncora nominal da economia. Apesar disso, o regime de metas de inflação somente seria oficialmente instituído em junho de 1999.

3.4 O ANO DE 1999

No início do ano de 1999, no auge dos acontecimentos que culminaram na queda da âncora cambial, foram feitas diversas previsões quanto ao futuro da economia brasileira. Segundo Ferrari (2001), não faltaram analistas que prognosticaram cenários catastróficos quanto ao desempenho econômico do país, com inflação explosiva, recessão sem precedentes e descontrole da taxa de câmbio. De acordo com Giambiagi (2005, p. 178), “A desvalorização

não teve os efeitos inflacionários que inicialmente temiam os que ela se opunham nos anos anteriores”. No entanto, além dos defensores da âncora cambial, é possível citar um de seus críticos mais célebres que também não acreditava que inflação fechasse o ano de 1999 sem grandes saltos, nas palavras de Batista Jr. (1999): “Mesmo aqueles economistas que eram mais otimistas quanto à possibilidade de realizar uma desvalorização cambial sem destruir o programa de estabilização, entre eles eu mesmo, não teriam acreditado nessa combinação de câmbio nominal e taxa de inflação para 1999”.

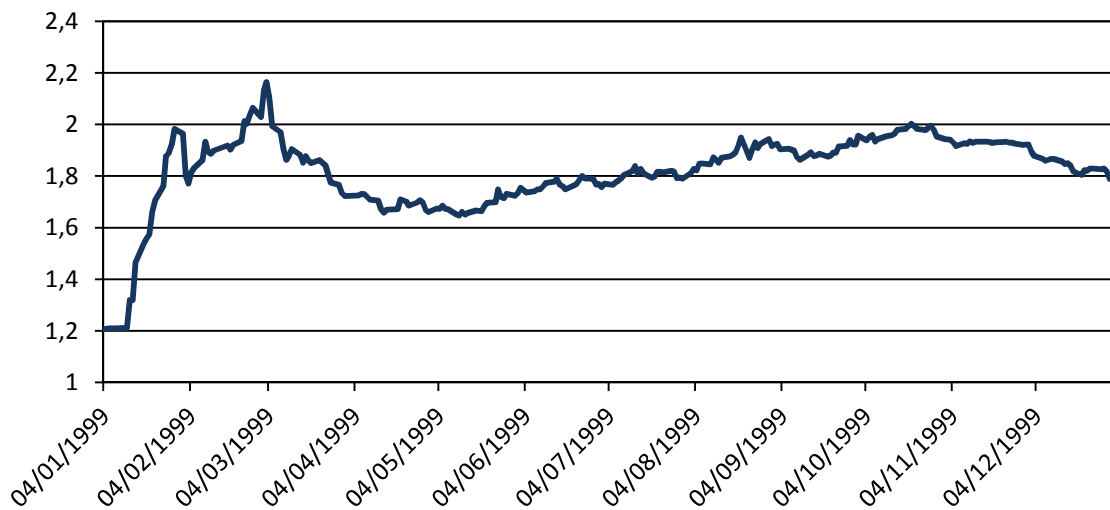
O maior receio em abandonar o regime de metas cambiais era de que a desvalorização nominal acarretasse o retorno do processo inflacionário e acabasse neutralizando os ganhos da desvalorização³, ou seja, que trouxesse um impacto reduzido sobre a taxa de câmbio real.

Apesar das previsões mais pessimistas, a queda da âncora cambial saiu barato para o país, que terminou o ano de 1999 com uma inflação, em termos de preço ao consumidor, de menos de dois dígitos e o país fechou o ano com uma variação positiva do PIB de 0,25%.

O real que, no dia 12 de janeiro, antes da desvalorização, era cotado a 1,21 por dólar, passou a ser cotado em março, no auge da desvalorização, em R\$ 2,16/US\$. Já no mês de maio atingiu a cotação de R\$ 1,65/US\$, fechando o ano de 1999 em R\$ 1,79/US\$, conforme mostra o gráfico 5.

A taxa de juros Selic fixada pelo Copom chegou a ser cotada, em março de 1999, a 45% a.a. com a entrada de Armínio Fraga Neto na presidência do Banco Central, caindo para 23,5% a.a. em maio do mesmo ano. Essa queda na taxa de juros foi oportunizada pelo retorno ao país dos capitais de curto prazo e pelo relativo controle inflacionário.

³ Entre os possíveis ganhos da desvalorização cambial é possível citar a melhora das contas externas com melhores resultados no saldo comercial e nas transações correntes o que pode implicar que o país precise captar menos recursos no exterior possibilitando a redução das taxas de juros e a retomada do crescimento.

Gráfico 5 – Taxa de Câmbio R\$/US\$¹

Fonte: IPEADATA

Elaboração do autor

Nota: (1) Os dados referem-se à taxa de câmbio média comercial para venda.

A desvalorização cambial mudou a trajetória descendente da inflação observada ao longo de 1998. Nos primeiros meses de 1999 os índices de preços registraram aumentos, o impacto afetou mais o Índice de Preços por Atacado no conceito disponibilidade interna (IPA-DI) do que a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) ou pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC). A tabela 8 mostra a variação desses índices ao longo de 1999, além da variação do IGP-DI⁴, sendo que, em todo o primeiro trimestre do ano, o IPA-DI apresentou taxas superiores que os demais índices, com destaque para o mês de fevereiro, em que o índice de preços por atacado subiu quase sete vezes mais do que os preços ao consumidor.

Tabela 8 – Variação Percentual Mensal dos Índices de Preços – 1999

Mês	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
IPCA	0,7	1,1	1,1	0,6	0,3	0,2	1,1	0,6	0,3	1,2	1,0	0,6
IPA-DI	1,6	7,0	2,8	-0,3	-0,8	1,4	2,0	2,2	2,3	2,6	3,6	1,6
IGP-DI	1,2	4,4	2,0	0,0	-0,3	1,0	1,6	1,5	1,5	1,9	2,5	1,2
INPC	0,7	1,3	1,3	0,5	0,1	0,1	0,7	0,6	0,4	1,0	0,9	0,7

Fontes: Fundação Getúlio Vargas e IBGE

IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPA-DI: Índice de Preços por Atacado - Disponibilidade Interna

IGP-DI: Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna

INPC: Índice Nacional de Preços ao Consumidor

⁴ O IGP-DI é uma média aritmética, ponderada dos seguintes índices: Índice de Preços no Atacado (IPA), Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e o Índice Nacional da Construção Civil (INCC), a ponderação é calculada com pesos diferentes para os três índices com 60%, 30% e 10%, respectivamente.

A partir do segundo trimestre, as taxas de inflação recuaram. Tal fato pode ser atribuído, em parte, às mudanças ocorridas na condução da política monetária, com a fixação de meta para a taxa Selic.

De acordo com Cardoso (2001), com o aumento da inflação nos primeiros meses do ano decorrente da desvalorização de janeiro, os juros reais ficaram menores. A reação do Banco Central foi a de elevar expressivamente os juros em março. Com isso, reduziram-se as expectativas de inflação, o que possibilitou, posteriormente, uma redução dos juros nominais. A política monetária restritiva do Banco Central demonstrou seu compromisso com o controle da taxa de inflação, apesar das previsões oficiais de uma retração do PIB da ordem de 4% e de alto desemprego. Com esse contexto, a confiança por parte dos agentes econômicos foi retomada e, em abril, o capital de curto prazo retornava ao país.

Um dos grandes motivos que levou à previsão de inflação elevada para o ano de 1999 foi a comparação do Brasil com o que ocorrera no México. Após a desvalorização cambial de 1994, a inflação mexicana fechou o ano de 1995 em mais de 50%.

É uma combinação de fatos que explicam a baixa inflação registrada no país⁵, após a crise cambial, que se mostrou muito aquém do que muitos analistas esperavam para aquele ano.

Apesar de o ano de 1999 ter registrado um crescimento tímido do PIB, a desvalorização do real ocorreu em um momento em que o país se encontrava em um “vale” do seu nível de atividade. Isso é imensamente relevante, pois nas condições em que o país se encontrava, com alto desemprego⁶ e nível reduzido do produto, o repasse ao consumidor final do aumento decorrente da desvalorização cambial, que encareceu matérias-primas e produtos importados, é segurado num primeiro momento. A constatação desse fato se deu pela diferença de variação superior, nos três primeiros meses, do IPA-DI - que afere a variação dos preços por atacado -, do que o IPCA ou que o INPC, que medem a variação dos preços ao consumidor (tabela 8).

⁵ No acumulado do ano o IPCA ficou em 8,94% e o INPC em 8,43%.

⁶ De acordo com a PED de São Paulo, que pesquisa as taxas de desemprego da Região Metropolitana de São Paulo, em 1999, pelo quarto ano consecutivo, houve aumento das taxas de desemprego aberto e oculto. A primeira variou de 11,7% para 12,1% e, a segunda, de 6,5% para 7,2% (SEADE, 1999).

A queda do nível de emprego e dos rendimentos reais gerou restrições à demanda que não sancionaram a difusão dos efeitos da desvalorização cambial, e ainda exerceram a função de conter ou de até mesmo reduzir os preços dos bens e serviços não comercializáveis com o exterior. Tal fato foi fundamental para conter a aceleração da inflação medida pelos índices de preços ao consumidor. Em vista disso se explica o porquê de a inflação medida por esses índices ter sido inferior à inflação dos índices por atacado.

Outro fator que contribuiu para que a inflação não retornasse com força foi que a economia brasileira estava relativamente desindexada. Após quase cinco anos de estabilidade dos níveis inflacionários e o esforço em acabar com os reajustes automáticos pela inflação passada, haviam sido destruídos, em grande medida, os mecanismos de indexação. Para completar, o anúncio feito em abril, pelo governo, de um aumento nominal do salário mínimo de menos de 5% já para o mês de maio, num ambiente em que ainda se projetava taxas de inflação de 20%, serviu também para balizar os demais reajustes para baixo (GIAMBIAGI, 2005).

A política monetária rígida adotada pelo Banco Central que, com a posse de Armínio Fraga Neto à frente da presidência da instituição, se tornou ainda mais restritiva com o estabelecimento de uma meta para a taxa de juros Selic da ordem de 45% a.a. no início do mês de março para que os preços ao consumidor não fossem contaminados pela desvalorização cambial, foi decisiva para conter a inflação.

A baixa inflação registrada no ano de 1998 que, no acumulado do ano, ficou em 1,65% (IPCA) é outro fator que contribuiu, em alguma medida, para a taxa de inflação registrada no ano seguinte. Além disso, de acordo com Giambiagi (2005), a inflação registrada nos meses de janeiro e fevereiro de 1999 de 0,7% e 1,1% (IPCA), respectivamente, apesar da desvalorização de janeiro, serviu para que não se espalhasse o temor pelo retorno do processo inflacionário.

O grande esforço realizado pelo governo, durante o ano, para cumprir as metas fiscais acordadas com o FMI, que determinou um superávit primário da ordem de 3,1% do PIB para 1999, favoreceu no sentido de aumentar a confiança dos agentes quanto à condução da política econômica e, conseqüentemente, quanto ao compromisso do governo com a inflação baixa.

Para completar, apesar de ter sido anunciada oficialmente somente em junho, a meta de inflação de 8% para o ano, com o anúncio formal da introdução do Regime de Metas de Inflação - RMI, também contribuiu para balizar as expectativas dos agentes quanto à inflação daquele ano.

O ano de 1999 registrou uma inflação acumulada, medida pelo IPCA, de 8,94%, que contrariou as expectativas de que a extinção da âncora cambial provocasse a perda do controle da estabilidade de preços. O ex-presidente do Banco Central e maior defensor da âncora cambial, Gustavo Franco, em entrevista para uma revista, admite em poucas palavras o seu temor em abandonar o regime monetário de metas cambiais: “morriamos de medo da desvalorização”. (FRANCO, 2004).

A introdução formal do RMI contribuiu para o controle da inflação no sentido que a economia brasileira passou a ter uma nova âncora e os agentes, a partir daquele momento, passaram a formar suas expectativas de inflação com base nesse novo regime. O RMI tem suas bases teóricas ancoradas nas expectativas racionais, portanto passa a ser essencial a confiança dos agentes quanto ao esforço do governo no combate à inflação. De acordo com Fligenspan (2010), o regime monetário de metas de inflação no Brasil consiste em fixar dois anos antes uma meta de inflação para um determinado ano e torná-la pública, além das ações do BCB, para que os agentes econômicos possam acompanhar o que está sendo feito para cumpri-la. Para cumprir a meta o BCB manipula a taxa de juros nominal de curto prazo fazendo com que, por meio da oscilação do nível de atividade, a taxa de inflação anual atinja a meta. Há um intervalo de erro aceitável em que se considera que a meta foi cumprida. No RMI a taxa de câmbio deixa de ser a variável-chave para controlar a inflação, esse papel passa a ser cumprido pela taxa de juros que age diretamente sobre o comportamento da demanda agregada e, por consequência, sobre os preços.

O PIB verificado no ano também superou as expectativas, entre elas as oficiais, que, de acordo com o Memorando de Política Econômica de 08 de março de 1999, previam que o PIB caísse entre 3,5% e 4%. Contudo, o ano de 1999 fechou com uma variação positiva de 0,25%. O que explica esse comportamento do PIB é um conjunto de elementos que contribuíram para isso, entre eles podemos citar: (i) a trajetória do PIB já era de queda, enquanto o PIB de 1997 apresentou uma variação positiva de 3,38%, no ano de 1998 a variação foi positiva, mas de apenas 0,04%, ou seja, a economia já vinha apresentando

resultados ruins, sendo difícil se concretizar uma profunda piora do quadro; (ii) a mudança cambial implicou que houvesse uma substituição de importações em alguns segmentos decorrente da maior competitividade propiciada aos produtores nacionais; e (iii) os condicionantes que possibilitaram uma rápida queda na taxa de juros.

O ataque especulativo de janeiro de 1999 obrigou o governo a permitir a flutuação do câmbio e a reconhecer a imprudência em fixar a taxa de câmbio, adotar bandas cambiais ou de assumir um compromisso público quanto ao valor externo da moeda nacional. O que já tinha se tornado claro há alguns anos (BATISTA JR., 2005).

Conforme Ferrari (2001), passado o período crítico pós-desvalorização cambial, a economia brasileira, de forma surpreendente, daria indícios que estava se recuperando e se estabilizando ainda no segundo semestre de 1999, não concretizando as previsões mais pessimistas. Ao contrário do que a princípio se esperava, o PIB⁷ cresceu 0,25% em 1999 e 4,31% em 2000; a taxa de câmbio estabilizou-se em menos de R\$2,00/US\$; o saldo negativo da balança comercial apresentou uma redução significativa (de US\$ 6,6 bilhões negativos para US\$ 1,2 bilhão negativo); o desequilíbrio das transações correntes foi reduzido; e as reservas cambiais, além se tornarem menos voláteis, se tornaram mais consistentes, uma vez que o influxo de capitais tem sido essencialmente de risco.

O novo regime cambial, de flutuação da taxa de câmbio, possibilitou ampliar a margem de manobra da política monetária e conferiu mais liberdade ao governo, que não precisou mais defender determinado nível para a taxa de câmbio. Com esse novo panorama, se abriu a possibilidade de a política monetária dar mais ênfase aos objetivos internos, sem ter mais a necessidade de reagir quase que automaticamente aos choques externos e a mudanças nas taxas de juros internacionais.

⁷ Esses são os valores do PIB da série revisada.

CONCLUSÃO

O Plano Real obteve êxito em seu principal objetivo: alcançar a estabilidade de preços. Após a reforma monetária, que introduziu uma nova moeda na economia, o real, a inflação foi drasticamente reduzida. A estabilidade conquistada foi mantida, essencialmente, por meio do controle da taxa de câmbio - a chamada âncora cambial.

A âncora cambial tinha a função de controlar a taxa de inflação, para isso o câmbio era mantido sobrevalorizado barateando os produtos importados frente à produção nacional. Os preços dos bens comercializáveis com o exterior serviam de referência para a formação dos preços domésticos. No entanto, a sobrevalorização cambial contribuiu, em grande medida, para os sucessivos déficits verificados na balança comercial a partir de 1995. A moeda nacional valorizada em excesso estimulava as importações e desestimulava as exportações, além de tornar as transações correntes cada vez mais deficitárias.

Para financiar os déficits em transações correntes e equilibrar o balanço de pagamentos, os juros reais eram mantidos em níveis muito elevados para atrair capital financeiro de curto prazo. Os juros altos também exerciam a função de conter a demanda agregada doméstica, visando melhorar o saldo da balança comercial.

A política monetária restritiva, combinada com uma política fiscal expansionista ampliou, significativamente, o endividamento público. Com taxas de juros elevadas, o crescimento do produto ficou comprometido, apresentando uma média de 3,05% entre os anos de 1994 e 1998.

A estratégia de elevar fortemente a taxa de juros, visando atrair capital externo de curto prazo, para enfrentar as crises externas que afetavam negativamente o país, foi relativamente eficiente nas crises mexicana e asiática. Contudo, com a crise russa, tal estratégia não se mostrou eficaz para conter a queda das reservas cambiais, o que acabou encaminhando a economia para uma crise cambial.

Apesar dos esforços do governo em tentar manter a âncora cambial, o mercado financeiro esperava por uma desvalorização e passou a apostar contra o real. As reservas

foram drasticamente reduzidas na tentativa obstinada do governo em continuar controlando o câmbio. Finalmente, em 15 de janeiro de 1999, não restando alternativa, o governo brasileiro deixou o câmbio flutuar.

A mudança cambial, da forma como ocorreu, em meio a uma crise cambial, acabou suscitando distintas previsões quanto ao futuro da economia brasileira para o ano de 1999. As mais pessimistas indicavam que a economia deveria apresentar crescimento negativo do PIB, em torno de 3% a 4%, e a inflação teria uma trajetória semelhante à observada no México, que após a crise de 1994 registrou inflação de mais de 50%.

Apesar dessas projeções, a economia brasileira terminaria o ano de 1999 apresentando crescimento positivo do PIB de 0,25% e uma inflação, em termos de preço ao consumidor, de menos de 10%. Os fatores determinantes para que o PIB não caísse, conforme algumas previsões, foram o fato de que a economia já vinha de uma trajetória de queda do PIB desde 1997, o que tornava mais difícil o agravamento da situação. Também houve uma substituição de importações em alguns segmentos, além de queda na taxa de juros ocorrida ainda no primeiro semestre do ano.

O fato de a inflação não ter disparado em 1999 se deve a uma combinação de elementos que contribuíram para o resultado verificado naquele ano. O desempenho do PIB do ano anterior e o alto índice de desemprego colaboraram para tornar mais difícil que o aumento de preços, decorrente da desvalorização da moeda nacional, fosse rapidamente repassado ao consumidor final. Além disso, o desemprego em alta e a redução dos rendimentos reais exerceram pressão para baixo nos preços dos bens não comercializáveis com o exterior. Esse movimento traduziu-se em um menor aumento da inflação em termos de preço ao consumidor, se comparado aos índices de preço por atacado. O fato de a economia estar relativamente desindexada foi determinante para que muitos preços e salários não fossem reajustados automaticamente pela inflação passada. O reajuste nominal do salário mínimo de apenas 5%, para o mês de maio, serviu como referência para que os demais reajustes não fossem demasiadamente elevados. O aumento da taxa de juros, ainda nos primeiros meses do ano, foi fundamental para restringir ainda mais a demanda e, conseqüentemente, segurar o aumento dos preços. O empenho do governo em cumprir as metas fiscais acordadas com o FMI aumentou a confiança por parte dos agentes quanto ao compromisso com a estabilidade de preços. Finalmente, a introdução de uma nova âncora

nominal na economia - o regime de metas de inflação - e com ela o anúncio da meta de inflação de 8% para o ano, serviu como um parâmetro para a formação das expectativas de inflação para 1999.

A desvalorização cambial não foi planejada e ocorreu em meio a uma crise cambial. O governo brasileiro teve a chance de realizar uma desvalorização em outros momentos nos quais o mercado financeiro não estava em crise de confiança. Contudo, as autoridades temiam o retorno do processo inflacionário e adiaram ao máximo a desvalorização. Até que o comportamento do mercado acabou forçando essa desvalorização.

A queda da âncora cambial saiu muito barato para o país da forma como ocorreu. O comportamento da inflação foi muito melhor do que se esperava e o PIB não chegou a apresentar crescimento negativo. O risco que o país correu foi muito grande, pois a desvalorização tinha mais chances de dar certo e ser menos custosa em um momento de estabilidade no mercado financeiro.

Apesar de todos os percalços pelos quais passou a economia brasileira, é possível dizer que ela enfrentou bem os possíveis efeitos adversos da desvalorização cambial de janeiro de 1999. É claro que existiram custos. A redução drástica das reservas internacionais não saiu barato e a política monetária restritiva, necessária para conter a inflação, ampliou o nível de desemprego e segurou o nível de atividade. No entanto, os custos poderiam ter sido muito maiores, tendo comprometido a estabilidade conquistada e levado o país a uma recessão.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARIDA, Pérsio; RESENDE, André Lara. Inflação inercial e reforma monetária: Brasil. *In*: ARIDA, P. (Org.). **Inflação zero**: Brasil, Argentina e Israel. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986. Publicado originalmente em: WILLIAMSON, J. (ed.). *Inflation and indexation*. Washington, Institute for International Economics, 1985.

AVERBUG, André; GIAMBIAGI, Fabio. **A crise brasileira de 1998/1999** – origens e consequências. Texto para Discussão n. 77. Rio de Janeiro: BNDES, 2000.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Série Histórica do Balanço de Pagamentos**. Brasília: BCB, 1947/2011. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 24 abr. 2012.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. **O Brasil e a economia internacional**: recuperação e defesa da autonomia nacional. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 10, n. 28, p. 127-197, set./dez. 1996.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. Vaticínios e surpresas. **Folha de S. Paulo**, 16 dez. 1999. Disponível em: <<http://acervo.folha.com.br/fsp/1999/12/16/73/>>. Acesso em: 21 abr. 2012.

BIER, Amaury G.; PAULANI Leda; MESSENERG, Roberto. **O heterodoxo e o pós-moderno**: o cruzado em conflito. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987.

BLANCHARD, Oliver. **Macroeconomia**. 4ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Memorando de Política Econômica**. Brasília, 08 mar. 1999. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/fmi/fmimpe02.asp>> Acesso em: 03 jun. 2012.

_____. Ministério da Fazenda. **Exposição de Motivos Interministerial**. MF/SEPLAN/MJ/ MTb/MPS/MS/SAF, n. 205, 30 de junho, 1994. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/real/realem.asp>> Acesso em: 24 mar. 2012.

CALVO, Guilhermino A.; VÉGH, Carlos A. Exchange-rate based stabilisation under imperfect credibility. *In*: FRISCH, Helmut; WORGOTTER, Andreas. **Open-economy macroeconomics**. Londres: MacMillan Press, 1993.

CARDOSO, Eliana. A crise monetária no Brasil: migrando da âncora cambial para o regime flexível. **Revista de Economia Política**, v. 21, n° 3 (83), p. 146-167, jul./set. 2001.

FERRARI Fº, Fernando. O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico?. *In*: **Análise Econômica**, Porto Alegre, n° 35, p. 5-21, 2001.

FILGUEIRAS, Luiz Antônio Mattos. **História do Plano Real**: fundamentos impactos e contradições. São Paulo: Boitempo, 2000.

FLIGENSPAN, Flávio. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento com exclusão. *In: Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre: v. 26, n. 1, p. 102-143, 1998.

FLIGENSPAN, Flávio. **Plano Real**: da estabilidade à necessidade de crescer. Porto Alegre, UFRGS, 2010.

FRANCO, Gustavo H. B. Gustavo Franco conta tudo. **Isto É**, São Paulo, ed. 356, jun. 2004. Entrevista concedida a Leonardo Attuch. Disponível em: <http://www.istoe.com.br/noticias/9228_GUSTAVO+FRANCO+CONTA+TUDO>. Acesso em: 28 abr. 2012.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Indicadores de Preços**. Rio de Janeiro: FGV. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/>>. Acesso em: jun. 2012.

GIAMBIAGI, Fábio. Estabilização reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). *In: GIAMBIAGI, Fábio; VILLELA, André. Economia brasileira contemporânea*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GREMAUD, Amaury P.; VASCONCELLOS, Marco Antônio S.; TONETO Jr, Rudinei. **Economia Brasileira Contemporânea**. 4ª ed. - São Paulo: Atlas, 2002.

IBGE. **Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor**: séries históricas. Rio de Janeiro. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em: jun. 2012.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Base de Dados Macroeconômicos**. Brasília: IPEA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: abr./jun. 2012.

KANDIR, Antônio. **A dinâmica da inflação**: uma análise das relações entre inflação, fragilidade financeira do setor público, expectativas e margem de lucro. São Paulo: Nobel, 1989.

LOPES, Francisco. Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. *In: O choque heterodoxo*: combate à inflação e reforma monetária. Rio de Janeiro: Campus, 1986a. Publicado originalmente na Revista da ANPEC, novembro, 1984.

LOPES, Francisco. Porque a inflação não cai?. *In: O choque heterodoxo*: combate à inflação e reforma monetária. Rio de Janeiro: Campus, 1986b. Originalmente publicado na Folha de S. Paulo, 7 de fevereiro de 1984.

LOPES, Francisco. Só um choque heterodoxo pode curar a inflação. *In: O choque heterodoxo*: combate à inflação e reforma monetária. Rio de Janeiro: Campus, 1986c. Publicado originalmente em Economia em Perspectiva. São Paulo, Conselho Regional dos Economistas, agosto, 1984.

LOPES, Francisco. **O desafio da hiperinflação**. 2ª ed. Campus: Rio de Janeiro, 1989.

MODENESI, André de Melo. **Regimes monetários**: teoria e experiência do real. Barueri: Manole, 2005.

MORAES, Roberto Camps de. A formulação da hipótese das expectativas racionais. *In*: Souza, Nali de Jesus. (Org.). **A economia da inflação**. Porto Alegre, Ed. da Universidade/UFRGS, 1992.

MORAES, Roberto Camps de. Teoria da inflação: do princípio da demanda efetiva à curva de Phillips com expectativas adaptadas. *In*: **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 12, n. 1, p. 3-40, 1991.

PASTORE, Affonso C; PINOTTI, Maria C. Inflação e estabilização: algumas lições da experiência brasileira. *In*: **Revista Brasileira de Economia**, v. 53 n.1, p. 3-40, jan/mar, 1999.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. A teoria da inflação inercial reexaminada. *In*: REGO, José. Marcio. (Org.). **Aceleração recente da inflação**. São Paulo: Bial, 1989.

RESENDE, André Lara. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. *In*: **Revista de Economia Política**, v. 5 (2), abril-junho, 1985. Publicado originalmente em Gazeta Mercantil, 26, 27 e 28 de setembro de 1984.

RESENDE, André Lara. Da inflação crônica à hiperinflação: observações sobre o quadro recente. *In*: REGO, José. Marcio. (Org.). **Aceleração recente da inflação**. São Paulo: Bial, 1989.

SACHS, Jeffrey; LARRAIN, Felipe. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron Books, 2000.

SEADE. **Boletim Anual 1999**: pesquisa de emprego e desemprego – PED – região metropolitana de São Paulo. São Paulo: SEADE. Disponível em: <<http://www.seade.gov.br/produtos/ped/index.php>>. Acesso em: 02 jun. 2012.